

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 27 日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: ECB 議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～	

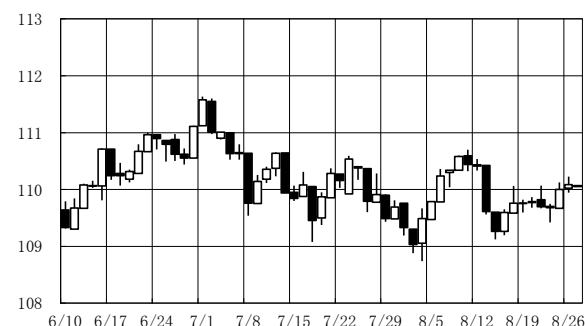
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は小幅に上昇する展開となった。週初 23 日、109.85 円でオープンしたドル/円は日経平均株価の堅調推移を受けリスク選好の円売りの流れとなり 110 円台を回復。その後はテーパリング開始時期の後ずれ観測が強まり 109 円台半ばまで押し戻された。24 日、ドル/円は前日のリスク選好地合いが概ね継続したが、海外時間に円売りが強まって一時週安値の 109.42 円まで急落した。円売り一巡後は 109 円台後半を推移した。25 日、ドル/円は前日同様、109 円台後半で揉み合いとなったが、海外時間では米 7 月耐久財受注が市場予想を上回ったことや米株の堅調推移から 110 円台を回復。その後は、様子見ムードが強くポジション調整による戻り売りから再び 109 円台後半まで値を下げた。26 日、ドル/円は一時週高値の 110.22 円をつけたが、翌日にジャクソンホール経済シンポジウムが開催される中、積極的な取引は控えられやや方向感に欠ける値動きとなった。本日のドル/円は 110 円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は底堅い推移となった。週初 23 日、1.17 付近でオープンしたユーロ/ドルはオープン直後に一時週安値の 1.1694 をつけた。その後は先週のリスク回避の流れが一巡し、ユーロの買戻しが進み 1.17 台前半まで上昇。米国のテーパリングの後ずれ観測や米金利低下に伴うドル売りが優勢となり、1.17 台半ばまで上値を伸ばした。24 日、ユーロ/ドルは株式市場や原油価格が堅調に推移する中、じり高の展開となって、1.17 台半ば付近を底堅く推移した。25 日、ユーロ/ドルは米金利上昇に圧迫され、1.17 台前半まで下落したが、その後は米株高を好感したユーロ/円の上昇に連れ高となり、1.17 台後半まで上昇した。26 日、ユーロ/ドルは ECB 政策理事会議事要旨の公表を前に一時週高値の 1.1779 をつけたが、翌日にジャクソンホール経済シンポジウムを控え様子見ムードが広がった中、小幅な値動きが継続した。本日のユーロ/ドルは前日からやや値を下げ 1.17 台前半での取引となっている。

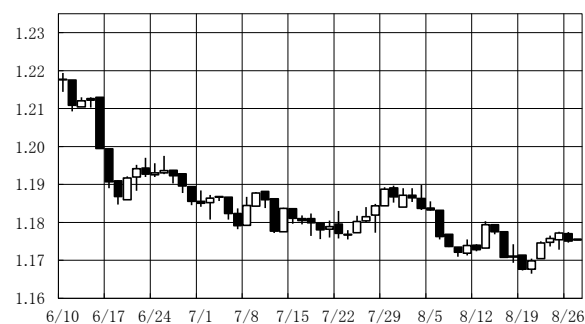
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		8/20(Fri)	8/23(Mon)	8/24(Tue)	8/25(Wed)	8/26(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.78	109.85	109.68	109.73	109.99
	High	109.88	110.14	109.88	110.12	110.22
	Low	109.57	109.66	109.42	109.67	109.93
	NY 17:00	109.79	109.70	109.68	110.00	110.09
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1677	1.1698	1.1744	1.1753	1.1771
	High	1.1705	1.1750	1.1765	1.1775	1.1779
	Low	1.1664	1.1694	1.1728	1.1726	1.1746
	NY 17:00	1.1699	1.1746	1.1757	1.1772	1.1751
ユーロ/円	東京9:00	128.24	128.52	128.82	129.02	129.51
	High	128.52	129.12	129.01	129.53	129.76
	Low	127.96	128.48	128.62	128.77	129.27
	NY 17:00	128.48	128.83	128.97	129.47	129.34
日経平均株価		27,013.25	27,494.24	27,732.10	27,724.80	27,742.29
TOPIX		1,880.68	1,915.14	1,934.20	1,935.66	1,935.35
NYダウ工業株30種平均		35,120.08	35,335.71	35,366.26	35,405.50	35,213.12
NASDAQ		14,714.66	14,942.65	15,019.80	15,041.86	14,945.81
日本10年債		0.01%	0.01%	0.02%	0.020%	0.02%
米国10年債		1.25%	1.25%	1.30%	1.35%	1.35%
原油価格(WTI)		62.14	65.64	67.54	68.36	67.42
金(NY)		1,784.00	1,806.30	1,808.50	1,791.00	1,795.20

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、1日(水)に8月ISM製造業景気指数、3日(金)に8月ISM非製造業景気指数が公表される。前回7月の結果はそれぞれ59.5、64.1となった。製造業は6月と比較して1.1ポイント下落し、市場予想の61.0も下回った。内訳をみると、新規受注指数が64.9で1.1ポイント低下したほか、生産指数も58.4で2.4ポイント低下した。引き続き半導体など原材料の不足、商品価格上昇など供給面での問題が指摘された。とは言え、18の対象産業のうち17産業が拡大しており、生産活動の拡大が続いている点は変わっていない。片や、非製造業は7月から4.0ポイント上昇し、5月に続いて1997年の統計開始以来の最高値を更新した。内訳をみると、7月の内訳は、新規受注指数が63.7と6月から1.1ポイント上昇した。国内の活動制限措置が緩和されたことで徐々に非製造業への消費支出が拡大する状況となっている。このほか、雇用指数は6月の49.3から53.8へと上昇し、雇用の改善も徐々に進展している点も報告された。各地で失業保険の上乗せ給付を早期に打ち切ったことで失業者が労働市場に復帰していることが要因と考えられる。デルタ株の拡大は懸念材料となるものの、厳格な制限措置をとる動きは少なく、今後も失業者が復帰していく動きを勘案すれば引き続き業況は堅調に推移するものとみられる。なお、ブルームバーグの予想では、8月の結果をそれぞれ58.7、62.0としている。経済指標関連ではこの他、3日(金)に7月雇用統計の結果が公表予定となっている。
- 本邦では31日(火)に7月失業率、有効求人倍率が公表される。失業率について、6月の結果は2.9%と0.1ポイント改善し、3か月ぶりに減少した。就業者数は3か月連続で前期比プラスを維持したが回復ペースは依然軟調である。休業者数については、昨年4月のピーク時は600万人にのぼったが、それ以降は概ね200万人程度を推移している。4月末に緊急事態宣言が再発令されて宿泊業、飲食業、娯楽業などの対面型サービス業で休業率は上昇したものの、緊急事態宣言の延長や感染抑制、宣言解除の目処も立たないことから徐々に営業を再開する動きも出てきている。また、有効求人倍率は1.13倍と5月と比較して0.04ポイント改善した。昨年9月に1.04倍を記録して以降、改善はしているものの低迷が続く。地域別に見ると、感染拡大が顕著な東京・大阪や沖縄では有効求人倍率が1倍を下回る状況となっている。この点を踏まえれば、感染抑制が確認されるまでは大きな雇用の回復も見込めないと考えるべきだろう。なお、7月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想では完全失業率を2.9%、有効求人倍率を1.12倍としている。

	本 邦	海 外
8月27日(金)	—————	・米8月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米7月個人所得
30日(月)	・7月小売売上高	・ユーロ圏8月消費者信頼感指数(確報) ・米8月ダラス連銀製造業活動指数
31日(火)	・7月失業率/有効求人倍率 ・7月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏8月HICP(確報)
9月1日(水)	・4～6月期設備投資 ・8月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏8月製造業PMI(確報) ・米8月ADP雇用統計 ・米8月ISM製造業景気指数
2日(木)	—————	・米7月貿易収支
3日(金)	・8月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏8月非製造業PMI(確報) ・米8月ISM非製造業景気指数 ・米8月雇用統計

【当面の主要行事日程(2021年9月～)】

ECB 政策理事会 (9月9日、10月28日、12月16日)
 日銀金融政策決定会合 (9月21～22日、10月27～28日、12月16～17日)
 FOMC (9月21～22日、11月2～3日、12月14～15日)
 自民党総裁選挙 (9月29日)

3. ECB 議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～

新ガイダンスは今後の火種か

昨日は ECB 政策理事会議事要旨（7 月 22 日開催分）が公表されている。当該会合は ECB の政策運営にとって象徴とも言えるような物価安定に係るガイダンス文言「close to, below, 2 per cent within our projection horizon」が「reaching two per cent well ahead of the end of our projection horizon and durably for the rest of the projection horizon」に修正された。市場で材料視されたわけではないものの、ECB ウォッチの観点からは歴史的な会合だったと言える。しかし、会合当日から明らかになっていたように、新しいガイダンス文言は全会一致ではなく「圧倒的多数（an overwhelming majority）の賛成」で承認されたことをラガルド ECB 総裁が明らかにしている。片や、ラガルド総裁は反対したメンバーに関し「a very, very small number of Governing Council members」と表現していた。議事要旨を見ると、ガイダンスに賛成したのは「a large majority of members」で、反対（厳密には保留、reservation と表現）したのは「a few members」とされている（ちなみに事後報道から察するにこれはバイトマン独連銀総裁とウンシュ・ベルギー中銀総裁の可能性大）。新時代の ECB を支えるガイダンス文言から足並みが乱れていることは本来、望ましいことではなく、今後の火種になることを感じさせる。

「金利のガイダンス」 vs. 「資産購入のガイダンス」

「a few members」が判断保留した背景はひとえに、そもそも新ガイダンスが「意図的な物価目標のオーバーシュート（intentionally overshooting the inflation target）」と理解されることへの懸念にある。

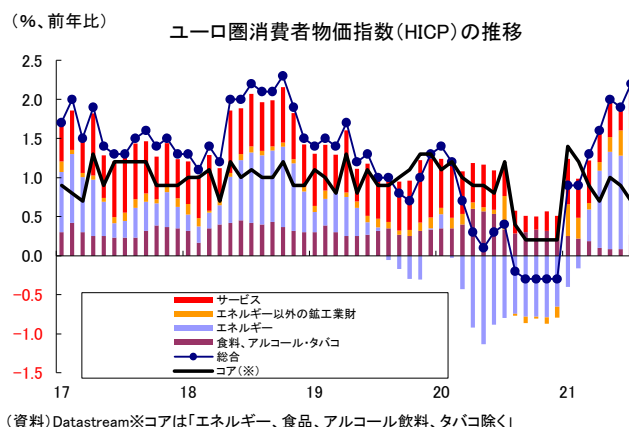
「a large majority of members」はあくまで「一時的かつ穏やかなオーバーシュートであれば物価安定と整合的である」と銘打っておけばそれがセーフガードになるとの立場だが、そう考えないメンバーも存在するという状況にある。現在の ECB の政策運営は「量的緩和の終了→利上げ」という時間的順序が約束されていることもあって、「新たなガイダンスが超低金利の長期化を示唆する以上、量的緩和の終了も必然的に長期化すると誤解される」という懸念が出ている。こうした議論に絡んで「拡大資産購入プログラム（APP）に関するフォワードガイダンスの議論は将来会合に先送りする」との記述も見られており、必ずしも利上げ時期の先送りが量的緩和の処遇とはリンクしてこない可能性が示唆されている。

結局、ドイツやベルギーから出ている新ガイダンスへの反意というのは「明示的な免責条項（an explicit escape clause）も付けていない新ガイダンスでは政策金利を現状以下に据え置くことが当然視されるリスクがあり、それ自体が量的緩和の終了遅延も招く」という懸念に拠って立っている。それ自体は真つ当な意見と言える。もっともパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）はあくまで「パンデミックが終わるまで」というコミットメントで実施されているものなので、こうした細かい議論の埒外にあることは忘れてはならない。そして今この瞬間においては PEPPこそが ECB の金融政策の本丸である。

物価の基調は正常化には程遠い情勢

とはいえ、ドイツを筆頭とするタカ派メンバーの懸念は理解するものの、新たな金融政策戦略やフォワードダイナミクスで 2%からのオーバーシュートを容認したところで現実が厳しいことには変わりはない。次頁図に示されるように、7 月ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は総合ベースこそ前年比+2.2%と大幅に伸びているものの、エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースでは同+0.7%と完全に失速している。あくまで年初来から見られてきた HICP の勢いはエネルギー価格を筆頭とするベース効果

に支えられたものであり、それ自体が金融政策の正常化を促す材料にはならないのは自明である。今週の本欄¹でも議論したように、現時点では PEPP の明示的な増減はいずれにしても意図せざる市場の憶測を呼び込むだけであり、9月9日政策理事会は「拙速な正常化は全く望んでいないが、当然考えていく必要はある」という両建ての主張をしながら現状維持を決めるしかないのだろう。ECB スタッフ見通しは 6 月から概ね横ばいもしくは上方修正される可能性もあり、少なくとも金融緩和を強化する方向での情報発信は理屈づけが難しい状況と見受けられる。



市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2021 年 8 月 23 日号『ECB 政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯ひる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	「人負け」が鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われぬ円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト