

みずほマーケット・トピック(2021年9月3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: ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～

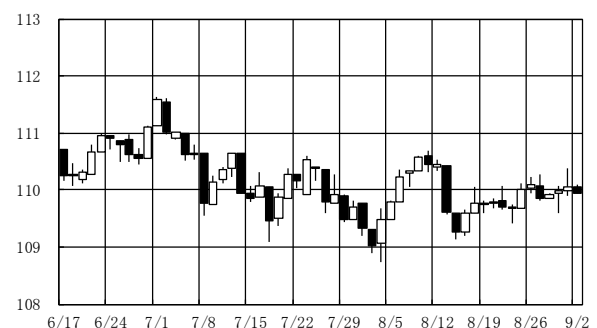
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半にかけて上昇した。週初 30 日、109.85 円付近でオープンしたドル/円は先週末のドル売りの流れが一巡し、週末に米 8 月雇用統計を控えて様子見ムードが強く、閑散取引の中で終日を通し 109 円台後半で狭いレンジでの値動きとなった。31 日、ドル/円は 109 円台後半でのみ合い推移となったが、海外時間で米経済指標の予想以上の悪化にドル売りが強まり一時週安値の 109.59 円まで急落。その後は、米金利上昇に伴うドル買いに 110 円台前半まで値を戻した。1 日、ドル/円は月初の実需のドル買いや日経平均株価の堅調推移にサポートされて一時週高値の 110.42 円をつけるも、その後は米 8 月 ADP 雇用統計の予想以上の悪化を受けて 109 円台後半まで反落。その後は追加材料に乏しく方向感なく推移した。2 日、ドル/円は翌日の米 8 月雇用統計の発表を前に積極的な取引は控えられて 1 日の値幅が僅か 20 銭程度と 110 円を挟んでの膠着状態となった。本日のドル/円も 110 円付近での取引が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は 1 か月ぶりの高値をつける展開となった。週初 30 日、1.18 付近でオープンしたユーロ/ドルは先週末のドル売りの流れが一巡し、じり安の展開となって、一時週安値の 1.1783 をつけ、その後も安値圏で推移した。31 日、ユーロ/ドルは 1.18 付近での小動きだったが、ユーロ圏 8 月消費者物価指数(HICP)が強い結果であったことを受けて 1.18 台半ばまで急伸。その後は米金利上昇に圧迫されて再び 1.18 付近まで反落した。1 日、ユーロ/ドルは 1.18 を挟んでの揉み合いだったが、欧米株の堅調推移や ADP 雇用統計の冴えない結果からドルが売られ 1.18 台半ばまで上昇、その後も堅調に推移した。2 日、ユーロ/ドルはドラギ伊首相が経済の回復が予想以上に進んでいると発言したことが好感されてじりじりと上昇、翌日に米 7 月雇用統計の発表を控える中、米国時間に週高値の 1.1876 まで続伸した。本日のユーロ/ドルも前日の高値を更新する展開となっている。

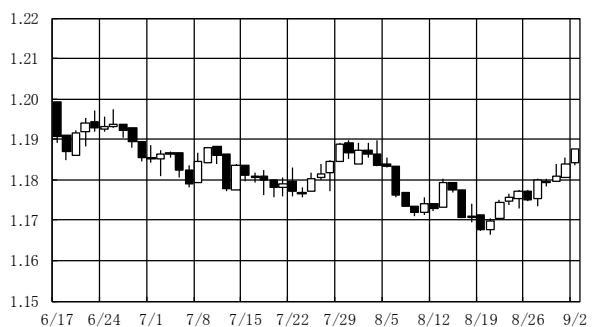
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		8/27(Fri)	8/30(Mon)	8/31(Tue)	9/1(Wed)	9/2(Thu)	
ドル/円	東京9:00	110.06	109.86	109.95	110.06	110.09	
	High	110.26	109.96	110.08	110.42	110.12	
	Low	109.78	109.70	109.59	109.88	109.92	
	NY 17:00	109.85	109.92	110.00	110.05	109.94	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1754	1.1799	1.1797	1.1810	1.1841	
	High	1.1802	1.1810	1.1845	1.1857	1.1876	
	Low	1.1735	1.1783	1.1796	1.1794	1.1834	
	NY 17:00	1.1798	1.1797	1.1809	1.1840	1.1876	
ユーロ/円	東京9:00	129.35	129.62	129.73	130.01	130.36	
	High	129.73	129.69	130.16	130.45	130.59	
	Low	129.17	129.51	129.59	129.89	130.19	
	NY 17:00	129.56	129.66	129.90	130.23	130.54	
日経平均株価		27,641.14	27,789.29	28,089.54	28,451.02	28,543.51	
TOPIX		1,928.77	1,950.14	1,960.70	1,980.79	1,983.57	
NYダウ工業株30種平均		35,455.80	35,399.84	35,360.73	35,312.53	35,443.82	
NASDAQ		15,129.50	15,265.89	15,259.24	15,309.38	15,331.18	
日本10年債		0.02%	0.02%	0.02%	0.030%	0.03%	
米国10年債		1.31%	1.28%	1.31%	1.30%	1.28%	
原油価格(WTI)		68.74	69.21	68.50	68.59	69.99	
金(NY)		1,819.50	1,812.20	1,818.10	1,816.00	1,811.50	

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、今晚3日(金)に8月雇用統計が発表される。前回7月の非農業部門雇用者数は+94.3万人(前月比、以下同様)と市場予想(+87.0万人)を上回る結果となった。民間部門雇用者数は+70.3万人、政府部門雇用者数は+24.0万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門が+65.9万人と6月の+72.4万人と比較して伸びが鈍化した。小売業の雇用がマイナスに転じたほか、人材派遣業のプラス幅縮小が主な要因となった。財部門は+4.4万人と堅調に推移した。製造業が+2.7万人となったほか、建設業が+1.1万人とプラスを回復した。政府部門については引き続き地方政府の教育関係の雇用が堅調に推移した。一方、失業率は5.4%と0.5%ポイントの改善。労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、61.7%と小幅ながら3か月ぶりに改善となった。

今回の結果はテーパリングの開始時期を見据える上で、FOMCメンバーの関心も大きい。前回7月雇用統計発表に際し、ウォラーFRB理事は7月と8月の2か月間で雇用が160~200万人増加した場合、失われた雇用の85%が9月までに回復したことを意味し、テーパリングを長引かせる理由はないとの見方から、「9月にテーパリング決定、10月に着手」のシナリオの妥当性に言及していた。また、パウエルFRB議長はジャクソンホール経済シンポジウムにて、雇用回復は力強さを増したが、新型コロナウイルスの感染が一段と拡大したと慎重な姿勢を見せ、開始時期についての明言を避けつつ、今後の雇用をはじめとする経済指標を注視する旨の発言をしている。ブルームバーグの事前予想では非農業部門雇用者数を+72.5万人となっているが、ウォラー理事は先週、+85.0万人以上の増加が確認されればテーパリングは開始可能といった旨の発言をしている。今回の結果を踏まえたFOMCメンバーの見解にも注目したい。
- 欧州では9日(木)にECB政策理事会が開催予定。前回7月会合ではECBが18年ぶりの戦略見直しを公表した。見直しの内容としては物価目標の定義、ECBの政策決定に係る分析手法や野心的な気候変動に関する行動計画への取り組みなどが論点となった。特に物価目標に関しては従来よりも物価上昇に対して寛容な姿勢に変化したことが話題となった。今回会合では四半期に1度のスタッフ見通しの更新とPEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の購入ペースに関する議論が注目点となる。PEPPに関しては、8月末にビルロワドガロー仏中銀総裁やクノット・オランダ中銀総裁がPEPPの購入額を縮小させていくべきとの発言を行った。今年前半には米10年金利を筆頭に世界的な金利上昇圧力があり、ECBも3月に安定した資金調達環境を維持すべく購入ペースの拡大を決定していたが、足許の金利環境は落ち着きを見せつつある。こうした中、スタッフ見通しの改善やPEPPの22年3月終了に向けた議論の進展が見られた場合において、ユーロ相場が続伸する可能性も考慮したい。

	本 邦	海 外
9月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
6日(月)	_____	_____
7日(火)	・7月景気動向指数(速報)	・ユーロ圏4~6月期GDP(確報) ・ユーロ圏9月ZEW景気期待指数
8日(水)	・7月貿易収支 ・4~6月期GDP(確報)	_____
9日(木)	・8月工作機械受注(速報)	・ユーロ圏ECB政策理事会
10日(金)	_____	・ユーロ圏8月非製造業PMI(確報) ・米8月PPI ・米7月卸売在庫(確報)

【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)
 ドイツ連邦議会選挙(9月26日)
 自民党総裁選挙(9月29日)

3. ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～

無視できない騰勢

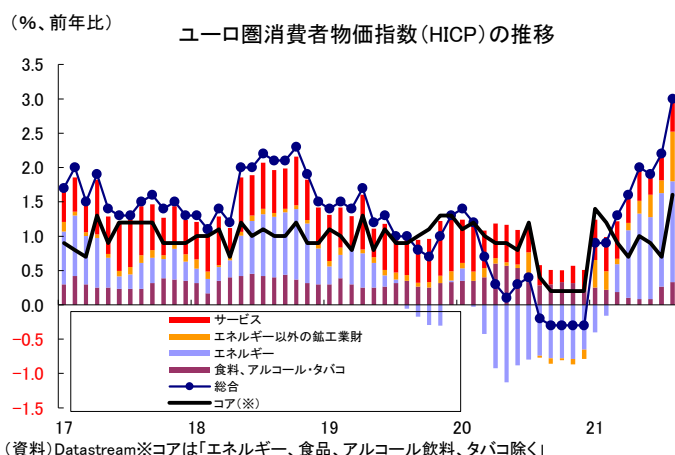
一昨日の本欄でも議論したが、ここに来て ECB の金融政策が注目を集めている。今週に入ってからだけでフランス、オランダ、オーストリア、ドイツの中銀総裁が緊急パンデミック購入プログラム（PEPP）の撤収を示唆し始めており、9月の購入ペース見直しで「significantly higher pace」が修正される可能性がにわかに高まっている。9月9日政策理事会に向けた事務方レベルの議論は既に始まっていることを踏まえれば、何らか縮小方向の措置を検討している可能性は否めない。そうし

た最中、8月31日に発表されたユーロ圏8月消費者物価指数（HICP）が総合ベースで前年比+3.0%と2011年11月以来、約10年ぶりの伸び率を記録するという動きも見られた（以下、特に明記しない限り前年比）。ブルームバーグにおけるエコノミスト予想の上限を超えるものであり、従前通り、「一時的な騰勢」という見地を取るにせよ、看過できないに思える。また、前月7月分まではエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースが+1.0%を割り込んでいたことから「あくまでエネルギー価格主導の話」という整理もできたが、8月はコアベースも+1.6%と2012年7月以来、約9年ぶりの大きな伸びを記録している。ECBとしてこういった動きを完全に無視できるのかは疑問がある。

読みが難しい物価の内情

寄与度を見ると、総合ベースの+3.0%のうち、半分の+1.5%ポイントがエネルギーであり、基本的には今後剥落していくことが前提になる。だが、エネルギー以外の鉱工業財も+0.7%ポイントと大きな寄与度を持っている。同項目は前年比+2.7%を記録しており、これは過去最大の伸び幅となる。世界的な供給制約がエネルギーを超えて広範な財に及んでいる様子が窺える。そのほかサービスの寄与度も+0.5%ポイントで前年比+1.1%を記録しており、賃金への上昇圧力も増していることが推測される。サービス物価の持ち直しは域内の観光需要が持ち直していることも影響している可能性がある。国別に見れば、総合ベースに関して前月比からの差分が目立つのはフランス（+1.5%→+2.4%）、イタリア（+1.0%→+2.6%）、オランダ（+1.4%→+2.7%）、ベルギー（+1.4%→+4.7%）、アイルランド（+2.2%→+3.1%）であり、ひろくあまねく全域に物価上昇圧力が拡がっていることが分かる。

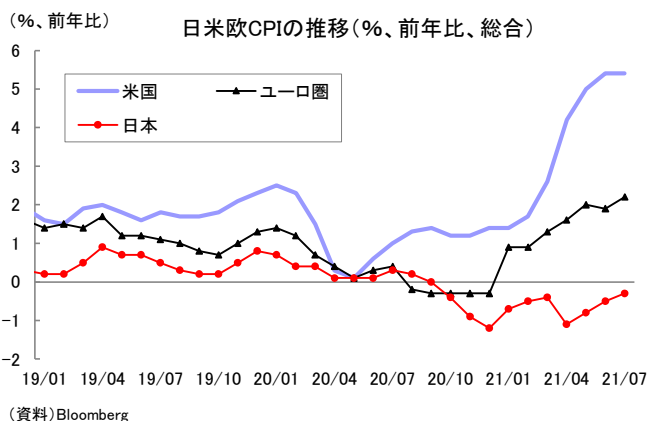
ちなみに、ドイツが2020年7月から半年間、付加価値税（日本で言う消費税）を時限的に引き下げているため、前月7月分からは HICP は技術的に高めに算出されていることも確かである。ECB はこうした「一時的要因」と「非一時的要因」を切り分けつつ、PEPP の購入ペースを決めなければならないという非常に難しい状況に立たされていると言える。とりわけ供給制約の持続期間は少なくとも年内との声も挙がっており、そこまで持続する動きを「一時的」とすべきかどうか議論が分かれるだろう。いずれにせよ9月政策理事会では今後3か月の購入ペースを決めるわけで、その間もインフレ圧力が残存しそうなことが見えている以上、購入ペースを縮小する程度の決断は十分に支持される状況に思える。



物価差も「日本 vs. 欧米」の構図が顕著に

ここで話の焦点をユーロ圏から日本に移してみたい。本欄や『中期為替相場見通し』では株式市場や為替市場において「日本の1人負け」が鮮明になっていることを繰り返し議論してきた。これはGDP成長率の仕上がりがあるまま資産価格に反映されたと理解できるが、ここに来て物価もGDPの動きと呼応していることが浮き彫りになっている。日米欧の比較が可能な最新分である7月消費者物価指数で比較すると、ユーロ圏の+2.2%、米国の+5.4%に対して

日本は▲0.3%とマイナスである。過去3か月平均ではユーロ圏の+2.0%、米国の+5.3%に対して日本は▲0.5%、過去6か月平均ではユーロ圏の+1.7%、米国の+4.1%に対して日本は▲0.6%だ。もはや同じ時代の先進国経済とは思えない。



(資料) Bloomberg

「手段の目的化」に嵌まった日本

早期のワクチン接種が経済活動の早期再開にリンクしている以上、景気に遅行して動く物価に差が出るのは当然ではある。だが、ワクチン接種率だけで説明できる状況ではない。というのも、今や日本も部分接種率（1回以上接種した人の割合）が60%弱まで迫っている（9月1日時点で57.89%）。これは米国の4月初頭（30%程度）に比べて倍に相当するし、同じ頃のEUなど12%程度しかなかった。それでも4～6月期GDP成長率（前期比）は米国が+1.6%、ユーロ圏は+2.1%であったのに対し日本は同+0.3%だった。日本の冴えない成長率や物価、資産価格をワクチン接種率に起因させるのは無理筋である。

結局、欧米では「高いワクチン接種率」という手段をもって「経済を回す」という目的が達成されているのに対し、日本は「高いワクチン接種率」という手段が目的化しており、相変わらず経済については自粛三昧を続けているということに尽きる。周知の通り、日本ではワクチン接種率が高まっても商業施設の時短、飲食店の禁酒、教育機関のオンライン対応（ないし休校措置）に執心している。人流が増えればメディアがこぞって「〇%増えた」と批判的に報じる。当然、民間部門の消費・投資意欲など焚きつけられるはずもない。「デルタ変異株の感染力が強いから仕方ない」という指摘は欧米経済のパフォーマンスを見る限り言い訳にしかないだろう。繰り返し論じているように、人口1400万人を擁する首都東京の医療体制が重症者60名程度で崩壊するような状況では、欧米のような割り切ったアプローチができず、その医療体制の拡充がどうやら進まないのだとすれば、「日本だけコロナが終わらない」を前提にあらゆる計数（GDP、物価、株価、為替など）の予測を立てるべきだと筆者は引き続き考える。

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。

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9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「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	1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ない円。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年上半年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と党～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実
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	連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？