

みずほマーケット・トピック(2021年9月10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 政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～

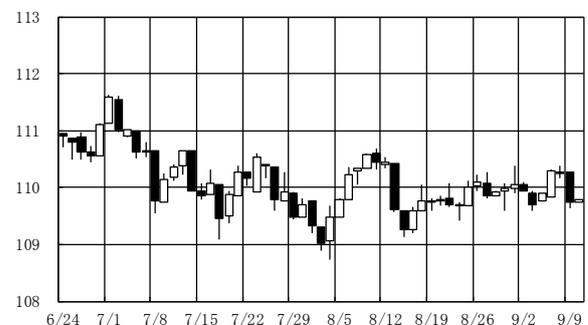
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は方向感に欠ける展開となった。週初6日、109.80円付近でオープンしたドル/円は、日経平均株価が連日大幅上昇となるも、米国市場が休場であることから、終日を通して109円台後半で動意薄の展開となった。7日、109円台後半で方向感なく推移していたドル/円は、海外時間で米長期金利の上昇を背景にドル買いが加速し、110円台前半まで値を戻した。8日、ドル/円は日経平均株価の堅調な動きに一時週高値の110.45円をつけるも、海外時間にベージュブックでハト派寄りの内容が示され、米長期金利も低下したことで110円台前半まで値を下げ、その後は狭いレンジでの小動きとなった。9日、110円台前半で小動きだったドル/円は、海外時間に入り米長期金利の低下幅拡大にドル売りが活発化。一時週安値の109.63円まで下落、その後も上値重く推移した。本日のドル/円は109円台後半で取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて下落した。週初6日、1.1885でオープンしたユーロ/ドルは、アジア時間に一時週高値の1.1888をつけたが、米国市場が休場で特段目立った材料も無いことから、その後は1.18台後半での小動きとなった。7日、ユーロ/ドルは1.18台後半でもみ合いだった後、欧州時間に発表の独9月ZEW景況期待指数が市場予想を下回ったほか、米長期金利上昇に伴うドル買いに値を下げ、1.18台前半で上値重く推移した。8日、ユーロ/ドルは米金利低下を受けたドル売りに1.18台半ばまで上昇するも、一巡後はECB政策理事会を翌日に控えてポジション調整の動きや欧州株の軟調推移に一時週安値の1.1802まで反落、その後も小幅な値動きが継続した。9日、ユーロ/ドルはECB政策理事会を控えじり安に推移していたが、ECB政策理事会でPEPPの購入ペースを減速、またラガルドECB総裁が慎重姿勢を継続する旨の発言にユーロ売りが加速。週安値付近まで続落した。本日のユーロ/ドルは1.18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			
		9/3(Fri)	9/6(Mon)	9/7(Tue)	9/8(Wed)	9/9(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.95	109.78	109.83	110.30	110.22
	High	110.07	109.94	110.32	110.45	110.27
	Low	109.59	109.73	109.67	110.15	109.63
	NY 17:00	109.69	109.90	110.30	110.26	109.74
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1874	1.1885	1.1874	1.1843	1.1817
	High	1.1909	1.1888	1.1885	1.1850	1.1841
	Low	1.1866	1.1856	1.1838	1.1802	1.1805
	NY 17:00	1.1880	1.1872	1.1842	1.1816	1.1825
ユーロ/円	東京9:00	130.53	130.47	130.40	130.65	130.22
	High	130.74	130.48	130.64	130.68	130.24
	Low	130.20	130.28	130.27	130.18	129.68
	NY 17:00	130.33	130.36	130.60	130.30	129.74
日経平均株価	29,128.11	29,659.89	29,916.14	30,181.21	30,008.19	
TOPIX	2,015.45	2,041.22	2,063.38	2,079.61	2,064.93	
NYダウ工業株30種平均	35,369.09	-	35,100.00	35,031.07	34,879.38	
NASDAQ	15,363.52	-	15,374.33	15,286.64	15,248.25	
日本10年債	0.03%	0.04%	0.04%	0.040%	0.04%	
米国10年債	1.32%	-	1.38%	1.34%	1.30%	
原油価格(WTI)	69.29	-	68.35	69.30	68.14	
金(NY)	1,833.70	-	1,798.50	1,793.50	1,800.00	

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、14日(火)に8月CPIの公表を控えている。7月の結果は前年同月比+5.4%と6月に続いて約13年ぶりの大きな伸び幅を維持した。食品・エネルギーを除くコアベースでは前年同月比+4.3%と引き続き強い伸びを記録した。内訳をみると住居、自動車関連の価格が物価上昇をけん引した。特に中古車・トラックは6月、7月において前年比+40%を超える結果となっている。従前から製造業に関しては原材料や輸送費の高騰が指摘されてきたものの、米国にてワクチン接種の拡がりとともに活動制限措置が緩和されるに伴い、娯楽・サービス関連の物価も騰勢を強めていることが確認された。片や、前月比では+0.5%、コアベースでは前月比+0.3%となった。共にプラス基調を維持したがインフレの加速懸念が強まった4~6月期からはやや落ち着きをみせた。ベース効果が薄れつつあり、インフレ上昇が一過性というFRBの認識を後押しする材料となるとの見方もある。21~22日にはFOMCを控える中、FRBがテーパリングの着手を議論するにあたり、物価安定は雇用の最大化とともに大きな争点となるため注視したい。なお、ブルームバーグでは8月CPIを前年比+5.3%、前月比+0.4%と予想している。

そのほか、17日(金)には9月ミシガン大学消費者マインド(速報)が公表される。8月は70.3と7月の81.2から市場2011年12月以来の低水準まで急落した。高止まりする物価上昇率に加え、デルタ変異株の感染拡大が嫌気されたことが要因と見受けられる。また、好調を維持しているコンファレンスボード消費者信頼感指数も8月は113.8と7月の129.1から大きく下落し、新型コロナウイルスが急拡大した昨年4月以来の下落幅を記録した。インフレは一時的という見通しを背景に消費者心理は改善を続け、経済活動の正常化が株価に波及してきた米経済であったが、上述の8月CPIの結果を受けてインフレの長期化懸念が高まった場合においては、消費者心理の更なる冷え込みと株価への影響も考慮したい。なお、ブルームバーグの事前予想では9月の結果を72.0と予想している。

	本 邦	海 外
9月10日(金)	—————	・米8月PPI ・米7月卸売在庫(確報)
13日(月)	・8月国内企業物価指数	—————
14日(火)	・7月鉱工業生産(確報) ・7月設備稼働率	・米8月財政収支 ・米8月CPI
15日(水)	・7月コア機械受注 ・7月第3次産業活動指数	・ユーロ圏7月鉱工業生産 ・米9月NY連銀製造業景気指数 ・米8月輸出/輸入物価指数
16日(木)	・8月貿易収支	・ユーロ圏7月貿易収支 ・米8月小売売上高
17日(金)	—————	・ユーロ圏8月HICP(確報) ・米9月ミシガン大学消費者マインド(速報)

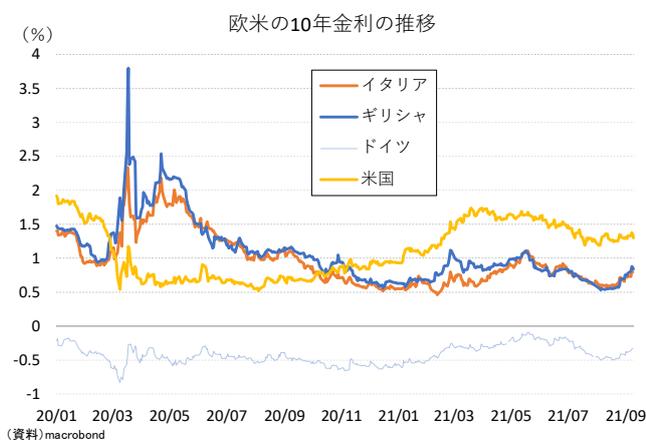
【当面の主要行事日程(2021年9月~)】

- 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)
- ECB政策理事会(10月28日、12月16日、1月20日)

3. ECB 政策理事会を終えて～12 月が PEPP 終了判断の分かれ目に～

やはりキーは資金調達環境

注目された ECB 政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペースに関し、従前の「a significantly higher」から「a moderately lower pace」へ表現が修正され、減額方針が明確にされた。決定内容もその理由も事前に本欄で想定した通りのものである。8 月末以降、域内の各国中銀総裁が図ったように PEPP における購入ペース減速を示唆し始めていた。先週の本欄では PEPP の性質に関し「あくまで『量』は手段、達成すべきは『安定した資金調達環境 (financial conditions)』」と解説



し、「既に PEPP の購入ペースが減速しても金利環境が安定しているのだから、無理に「量」を追求する理由は無い」と論じた。今回の声明文では「favourable financing conditions can be maintained with a moderately lower pace of net asset purchases under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) than in the previous two quarters」と記述され、やはり金利環境の落ち着きが購入ペース減額の背景にあったと明記されている。事前に大分織り込まれていたこともあり、会合前から上昇傾向にあった域内金利は落ち着いた反応であった。現状、域内金利の水準は「significantly higher pace」が挿入された 3 月中旬と同程度である。しかし、当時と現在では実体経済の現状と展望が格段に改善しているため、名目金利が同程度の水準ということは実質的な緩和度合いが増しているという理解になる。

なお、ラガルド ECB 総裁は会見で決定の理由に関し、資金調達環境の落ち着きに言及しつつ、足許で見られている銀行貸出の減速はあくまで予備的動機に基づく資金需要の後退として、むしろ前向きな材料との見解を示している。また、決定は全会一致であったことも認められている。

スタッフ見通しもはっきり上方修正

ECB スタッフ見通しも 6 月時点から明確に上方修正されている。

2021 年の消費者物価指数 (HICP)

および実質 GDP 成長率に関し、それぞれ+0.3%ポイント、+0.4ポイントも引き上げられている以上、正常化プロセスへの着手は妥当である。

それでもデルタ変異株の不透明感を

を重く見るならば現状維持という手もあり得たが、予測期間中、安定的に 2%超えを実現できるのは今年だけでもあり、この機に乗じて購入ペースくらは減らしたいと考えるのは自然である。細かいところ言えば、前提となるユーロ/ドル相場が前回の 1.21 から今回は 1.18 へ、▲3%ほどユーロ安に修正されている。これも外需主導のユーロ圏経済を支える一因になるだろう。そもそもユーロ圏の潜在成長率は 2%

ECBのスタッフ見通し(2021年9月)

(%)

	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	2.2	1.7	1.5
(前回:2021年6月)	1.9	1.2	1.4
実質GDP	5.0	4.6	2.1
(前回:2021年6月)	4.6	4.7	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.18。

前後であり、今後1年以上にわたってこれを超える速度で走ることが見えている以上、「次の一手」は正常化プロセスになるはずである。ちなみに、予測通りならば、年末のユーロ圏実質GDPの水準はコロナ前（19年10～12月期）を余裕で復元するため、後述するPEPPの取り扱いにも影響する話になる。会見ではGDP水準がコロナ前を回復することがPEPP終了の条件になると質す記者が既に現れている。

PEPPの着地を探る10～12月期

さすがに2022年3月末という期限を睨んで「PEPPという枠組みをどうすべきか」という方向性までは示されなかった。ラガルド総裁は会見を通じて購入ペースの調整（re-calibration）は四半期ごとの定例作業であって、今後の減額（ひいては枠組みの終了）を約束するものではないと再三強調している。実際のところ、冬場を前に感染事情が読めない中、パンデミックの名を冠した枠組みを廃止するのは勇気が要ることは理解できる（この点、「危機はまだ脱しておらず、ゴルフで言えば、まだグリーンに乗っていない」というラガルド総裁の表現は言い得ている）。ラガルド総裁は12月改訂のスタッフ見通しに合わせてPEPPの運営方針（terms and conditions）が議論されると述べているが、裏を返せば10月28日会合の時点でも踏み込んだ決定はないということでもある。10～12月期いっぱいをかけて、感染状況睨みでPEPPの着地点を探る局面という整理だろう。

今後の争点はPEPPの取り扱いが最重要としても、その先にある定例の枠組みである拡大資産購入プログラム（APP）をどう扱っていくべきかという議論もある。というのも、PEPPはあらゆる例外が認められた枠組みゆえ、国債保有上限など細かな規制が免除されていた。しかし、PEPPがなくなれば規制は復活する。既に購入済みの保有国債が膨大な量に及ぶ中、ECBとしてこれをどう考えるのか。例えばPEPPで購入した分だけ分別管理するのか。新たな理屈を検討する必要がある。

APPと利上げの関係性という難題

さらに先の問題としてAPPと利上げの関係性が未だに曖昧という論点もある。7月以降に導入された2%のオーバーシュートを容認する新たなフォワードガイダンスはあくまで「金利」に関する文言であって、「量」に関しては何も約束していない。この「量」に関するガイダンスを欠いた状態はいつまでも放置できない問題である。同じ「量」でもPEPPに関しては「パンデミックが収束するまで」というガイダンスが付されており、これは既に視野に入るが、定例のAPPは野放しのままだ。とりあえずは「量が片付いてから金利」というシーケンス（時間的順序）が約束事として謳われるが、「量」の本格的な手仕舞いをどこで公言するかは来年以降のECBに遺された大きな宿題である。それは現状から順当に進んだとして、早くても2022年3月もしくは同年6月のスタッフ見通しで検討される論点になりそうである。

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8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(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～)
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(ワクチン相場の意味期限とリスク～「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ェレン長官の存在～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～イェレン長官の思惑は～
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世界経済見通しを示す新興国の憂鬱