

みずほマーケット・トピック(2021年10月8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 政策理事会議事要旨(9月9日開催分) ~ 争点は「PEPPの次」へ ~

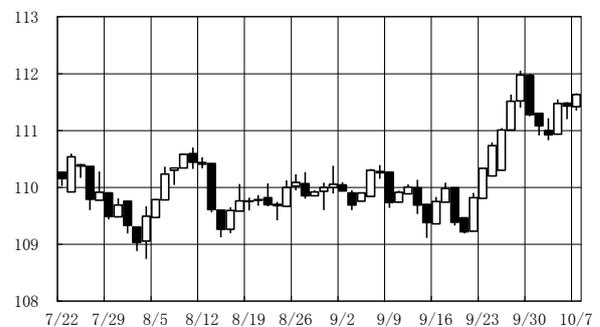
1. 為替相場の動向(関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週半ばにかけて上昇した。週初4日、110.95円付近でオープンしたドル/円は先週末からのドル売りの流れが継続。売り一巡後は米長期金利の反発を横目に111円台前半まで上昇するも、その後は株価の軟調推移や米債務上限問題を巡る動向が嫌気され、ドル/円は一時週安値の110.82円まで反落した。5日、110円台後半で推移していたドル/円は米長期金利や主要株式指数の上昇に加え、米9月ISM非製造業景気指数の良好な結果を好感し111円台半ばまで上昇した。6日、ドル/円は前日の流れが継続し、一時週高値の111.79円まで上昇するも、株価の急落に値を下げる展開となり、111円台前半まで下落。その後は原油価格の上昇が一服して米株が上昇に転じ、米債務条件問題を巡る懸念の後退を受け111円台半ばまで持ち直した。7日、ドル/円は111円台半ば付近での堅調推移が継続。ただ、翌日に米9月雇用統計を控え様子見で小幅上昇にとどまった。本日のドル/円は、111円台半ばでの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は軟調に推移した。週初4日、1.1610付近でオープンしたユーロ/ドルはアジア時間に1.15台後半まで値を下げた後、欧州株の堅調推移やドイツを巡る政局不透明感の後退を背景に一時週高値の1.1640まで上昇した。5日、1.16台前半で推移していたユーロ/ドルは米長期金利上昇に伴うドル買いの流れから1.15台後半まで値を下げたが、米株の堅調推移が好感され、1.16付近での小動きとなった。6日、ユーロ/ドルは米長期金利上昇と株安に加え、独8月製造業受注が悪化して9月小売上の予想が下振れしたことが嫌気され、一時1.1529まで急落し年初来安値を更新した。一巡後はユーロ/円上昇に連れ高となって1.15台半ばまで値を戻すも追加材料に欠けて上値は重かった。7日、ユーロ/ドルは米金利上昇や米経済指標の結果に左右され1.15台半ばから後半を小幅に推移する展開となった。本日のユーロ/ドルも1.15台半ばでの取引となっている。

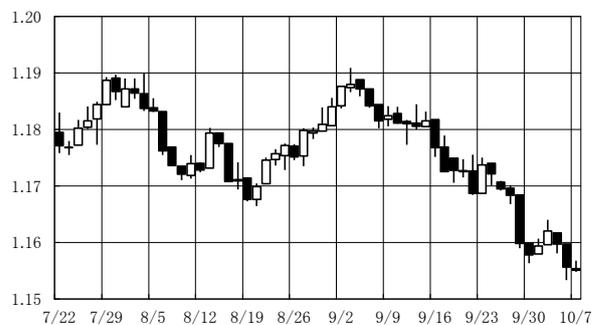
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		10/1(Fri)	10/4(Mon)	10/5(Tue)	10/6(Wed)	10/7(Thu)
ドル/円	東京9:00	111.46	110.96	110.96	111.49	111.41
	High	111.48	111.30	111.56	111.79	111.65
	Low	110.91	110.82	110.88	111.20	111.23
	NY 17:00	111.08	110.93	111.48	111.43	111.64
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1576	1.1607	1.1617	1.1595	1.1556
	High	1.1607	1.1640	1.1621	1.1600	1.1572
	Low	1.1564	1.1588	1.1581	1.1529	1.1548
	NY 17:00	1.1594	1.1621	1.1597	1.1557	1.1554
ユーロ/円	東京9:00	129.02	128.78	128.90	129.36	128.76
	High	129.03	129.35	129.36	129.50	128.99
	Low	128.57	128.70	128.78	128.36	128.66
	NY 17:00	128.76	128.92	129.29	128.80	128.92
日経平均株価	28,771.07	28,444.89	27,822.12	27,528.87	27,678.21	
TOPIX	1,986.31	1,973.92	1,947.75	1,941.91	1,939.62	
NYダウ工業株30種平均	34,326.46	34,002.92	34,314.67	34,416.99	34,754.94	
NASDAQ	14,566.70	14,255.49	14,433.83	14,501.91	14,654.02	
日本10年債	0.05%	0.04%	0.05%	0.08%	0.07%	
米国10年債	1.46%	1.48%	1.53%	1.53%	1.58%	
原油価格(WTI)	75.88	77.62	78.93	77.43	78.30	
金(NY)	1,758.40	1,767.60	1,760.90	1,761.80	1,759.20	

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、12日(火)に、FOMC 議事要旨(9月会合分)が公表される。9月 FOMC では現状維持を決定したが、会合後のパウエル FRB 議長による記者会見では量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を11月に決定すること、それが22年半ばに完了する見通しであることまで示唆された。また、ドットチャートから確認される正常化プロセスのペースも順調であり、21年末に関して利上げ無しという見解は据え置きとなったが、22年に関する予想中央値は「1回利上げ」に変わった。23年末に関しては利上げ無しとするメンバーは1名に留まり、22年、23年とも利上げ無しと考えるメンバーはもはや少数派となっており、22年以降の利上げは既定路線となった点が9月会合の最重要ポイントとなった。議事要旨内ではテーパリングの開始時期やそのペースに関する詳細のほか、テーパリング完了後に利上げに着手する上での具体的な要件にまで議論に及んでいかなどが FRB の次の一手を見据える材料となりそうだ。

また、経済指標関連では12日(火)に9月 CPI が公表予定。8月の結果は前年同月比+5.3%と7月から僅かに減速する結果となった。食品・エネルギーを除くコアベースでは前年同月比+4.0%と横ばいの推移となった。内訳をみると、製造業における原材料や輸送費の高騰、人件費の上昇について依然として改善の兆しは見られていない。FRB はあくまでインフレ上昇が一過性という評価しているが、市場では22年上半期までは厳しい状況が続くといった声も出ている。また、賃金は上昇傾向にあるものの、物価上昇がそれを超えるペースで進んでいるため、8月の実質平均時給は前年比▲0.9%減少しており、消費者の購買力が損なわれつつある点も指摘されている。また、8月 CPI 前月比では+0.3%と2月以来の低い伸びとなったが、その結果をもとにインフレは抑制傾向にあると判断するのは早計であるとみられる。なお、ブルームバーグでは9月 CPI を前年比+5.3%、前月比+0.3%と予想している。この他、本日8日(金)には9月雇用統計の発表を予定している。

	本 邦	海 外
10月8日(金)	・8月経常収支	・米9月雇用統計
11日(月)	・9月工作機械受注(速報)	・英8月 GDP ・米休場
12日(火)	・9月銀行貸出動向 ・9月国内企業物価指数	・ユーロ圏10月 ZEW 景気期待指数 ・米9月 CPI ・米 FOMC 議事要旨(9月会合分)
13日(水)	・8月コア機械受注	・米9月 PPI ・ユーロ圏8月鉱工業生産
14日(木)	・8月鉱工業生産(確報) ・8月設備稼働率	
15日(金)		・ユーロ圏8月貿易収支 ・米9月小売売上高 ・米10月 NY 連銀製造業景気指数 ・米10月シガン大学消費者マインド(速報) ・IMF・世界銀行年次総会(17日まで)

【当面の主要行事日程(2021年10月～)】

日銀金融政策決定会合(10月27～28日、12月16～17日、1月17～18日)
 ECB 政策理事会(10月28日、12月16日、1月20日)
 衆議院解散総選挙(10月31日)
 FOMC(11月2～3日、12月14～15日、1月25～26日)

3. ECB 政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～

「高い接種率→経済再開」が認められた結果

昨日は ECB 政策理事会議事要旨(9月9日開催分)が公開されている。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース減額が決定した会合である。議事要旨を見る限り、様々な意見はあれども、対立色は薄かったように見受けられた。まず、レーン ECB 理事(チーフエコノミスト)による経済情勢の評価に関しては概ね良好な記述が続いたが、やはり「With more than 70 per cent of European adults fully vaccinated, there had been an extensive reopening of the economy and the services sector was recovering (if still unevenly)」との指摘が特筆される。高いワクチン接種率が経済再開に結びつき、今回の判断に至ったというのが大まかな理解である。この点、日本の接種率は既にユーロ圏に匹敵する状況にあるが、経済再開は遅れ、真の意味でコロナ以前の水準に実質 GDP が回帰するのは 2022 年後半になる可能性も見えている。彼我の差を感じる記述であった。先行きのリスクも上下に概ね均衡していると評価されているが、やはり下方リスクとしては「感染再拡大による活動制限」や「供給制約の長期化」が指摘されている。供給制約も感染動向に依存する論点であるため、結局はウイルス次第という話でもある。

インフレ高進への基本認識

昨日の本欄でも議論したように、一部の ECB 高官は現状のインフレ高進を一時的ではないと考えている節もある。こうした雰囲気は今回の議事要旨からも見て取れた。現在見られているインフレの加速はエネルギー以外の工業品(NEIG: Non-Energy Industrial Goods)に起因するとしながらも、これは幾つかの加盟国で夏のセールが7月から8月へ延期されたことに伴うベース効果ではないかとの指摘が見られている。それ以外のインフレの背景としては、エネルギー価格の急騰やドイツにおける付加価値税減税の反動、供給制約の影響などが指摘されており、やはり永続するものではないとの評価である。

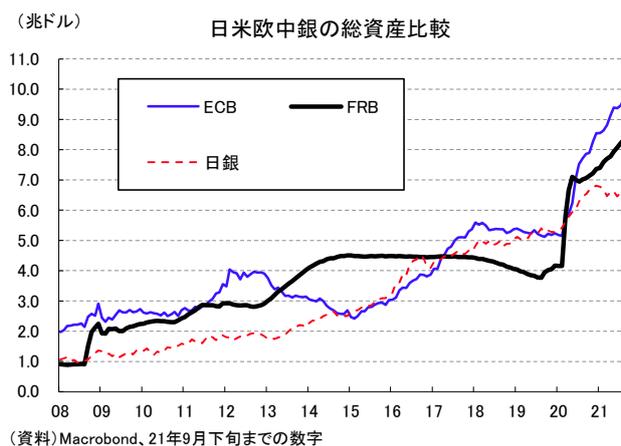
もともと、政策理事会は9月スタッフ見直しにおけるインフレ高進を一時的とするシナリオ(the hump-shaped pattern of inflation)に同意しつつも、インフレ圧力が当面残存するリスクにも警戒を払っている。とりわけ2023年に関しては現在予想されている+1.4%では過小評価になる可能性も指摘されている。その具体的な背景としては、仮に原油価格の予想パスが供給制約によって異なった(価格の高い)軌道に押し上げられてしまうケースや、フィリップス曲線がスティーブ化してしまうケース(≒賃金が想定以上に押し上げられてしまうケース)が列挙されている。

なお、この点も昨日の本欄で議論したが、議事要旨においても気候変動に拘るほど炭素価格が高止まりし、これが長期(a number of years)にわたってインフレ圧力となる可能性が指摘されている。中央銀行である ECB が政治的な意見を表明する立場にはないが、やはり「目先の生活」と「地球の気温」とどちらが大事なかという議論は今後盛り上がってくる可能性があるのではないか。

PEPPの処遇は・・・

注目された PEPP の処遇に関しては、資金調達環境や経済・物価見通しが良好であることを踏まえれば、副作用抑制の観点からも「a more substantial reduction in the pace of purchases」が求められると

の指摘が見られ、周知の通り、最終的にはこれが実行に移されたことになる。一方、域内金利がやや浮上し始めている状況に照らせば、「a prudent reduction」が求められるという慎重な意見も出たが、そもそも経済・物価見通しが改善しているのだから名目金利の上昇は必然である。購入ペース減速を躊躇する理由にはなり得ないし、実際にならなかった。また、購入ペースの減速自体が、引き締め観測を呼び、金融調達環境をタイトにし、インフレ期待の立ち上がりを阻害 (thwart) する



のではないかと警戒感も出たようだが、結果的に見ればこれは杞憂に終わっている。そうした警戒感に対しては「PEPP に関し、2022 年 3 月末終了という観測は既に出ているが、これが資金調達環境に影響している様子はない」と反論が出ている。そもそもストックベース (バランスシート) で評価すれば、ECB は世界最大であり (図)、これ自体が緩和的な金融環境に寄与するという議論も見られている。

争点は「PEPP の次」へ

以上のような議論を見る限り、正常化プロセスを支持するメンバーに分があるように見える。極めつけは「緊急プログラム (an emergency programme) として設計され、パンデミックの影響に対抗するという明確に定義された目的 (a clearly defined objective) があるのだから、その他の緩和手段で対応できるような一般的な金融政策の姿勢とは区別されるべき」という意見が出ていることだろう。冒頭でレーン理事がワクチン接種率の高まりとそれによる経済再開を評価している以上、こうした意見は当然である。確かに、これまでは引き締めの措置がインフレ期待に影響を及ぼすという懸念に相応の説得力があったが、もはや現在の世界は制御不能なインフレ高進という逆のリスクを懸念している。購入ペースの漸次的な減額および 2022 年 3 月末の廃止自体は既定路線に近いのではないか。

争点は「PEPP の次」である。昨日はブルームバーグが PEPP 終了に備えて ECB が新たな債券購入プログラムを検討しているという匿名当局者の談話を紹介している。現状、ECB には拡大資産購入プログラム (APP) による定例の月間購入 200 億ユーロがある。報道では「APP を補完する措置」としての新プログラムが検討されているというが、無理に新たなプログラムを作らずとも定例購入額を増やすという手もあり得るだろう。実際、幅広い選択肢が協議されており、必ずしも政策理事会に提出されるわけではないとも報じられている。いずれにせよ、感染動向が不測の事態がなければ、12 月 16 日の政策理事会で PEPP の廃止方針およびその代替措置 (新プログラムなのか APP なのかは不明) が示される可能性が高い。争点は「PEPP の次」に移っており、その後、利上げ時期の議論へシフトすることになる。

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10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に悩まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
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(ワクチン相場の真味期限とリスク～「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・モーメントが否か～
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か～)
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」