

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 29 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～冷静なインフレ分析と盛り沢山の 12 月会合～

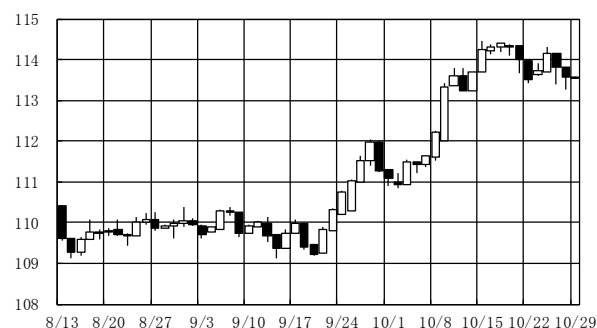
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に下落した。週初 25 日、113.65 円付近でオープンしたドル/円は米金利が上昇する場面では 114 円に迫るも上値を追う展開にはならず、再び 113 円台半ばまで押し戻され、その後も同水準で小幅に推移した。26 日、ドル/円は 113 円台半ばから後半での推移が継続も、米国時間に発表の米 10 月消費者信頼感指数など複数の良好な米経済指標の結果を受け、一時週高値の 114.31 円まで上昇した。27 日、ドル/円は 114 円台前半で堅調な値動き。後半にかけて米金利が低下する中、株式市場の軟調推移にリスク回避の動き強まり、113 円台半ばまで急落したが、一巡後は株価の下げ幅縮小を好感し 113 円台後半まで持ち直した。28 日、ドル/円は海外時間に米 7～9 月期 GDP の不冴えない結果を受けドル売りが強まり、一時週安値の 113.25 円まで下落。その後は米金利上昇で 113 円台半ばまで値を戻した。本日のドル/円も同水準での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に急上昇した。週初 25 日、1.1640 でオープンしたユーロ/ドルは海外時間に上値を伸ばすも独 10 月 IFO 景況指数の冴えない結果に急落し 1.16 を割り込んだ。その後、小幅に反発も戻りは鈍く、1.16 円前半での小動きとなった。26 日、ユーロ/ドルは欧米株の堅調推移に上昇するも、米経済指標の良好な結果にドル買い優勢となり 1.15 円後半まで下落。その後は 1.16 を挟んでの揉み合いとなった。27 日、ユーロ/ドルはリスク回避の動きに前日の安値水準まで下落するも米金利低下と株価の持ち直しで 1.16 円を回復。その後は ECB 政策理事会を翌日に控え、調整中心の動きが続き 1.16 円付近で小動きとなった。28 日、ユーロ/ドルは欧州時間に一時週安値の 1.1582 まで下落するも、米 7～9 月期 GDP の冴えない結果やラガルド ECB 総裁の会見での発言がタカ派の受け止められて一時週高値の 1.1692 まで急上昇した。本日のユーロ/ドルも前日の高値付近での取引となっている。

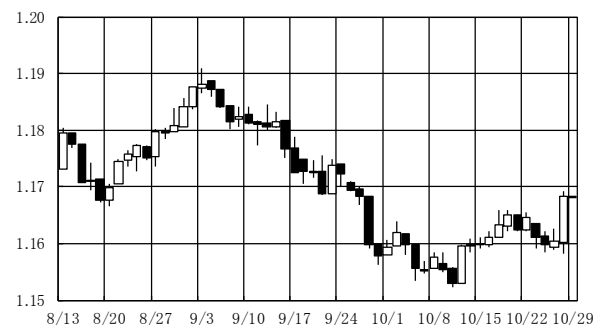
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		10/22(Fri)	10/25(Mon)	10/26(Tue)	10/27(Wed)	10/28(Thu)
ドル/円	東京9:00	113.84	113.67	113.77	114.18	113.78
	High	114.20	113.91	114.31	114.22	113.87
	Low	113.42	113.51	113.68	113.39	113.26
	NY 17:00	113.51	113.72	114.15	113.81	113.56
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1625	1.1640	1.1610	1.1596	1.1599
	High	1.1656	1.1665	1.1626	1.1626	1.1692
	Low	1.1621	1.1591	1.1585	1.1585	1.1582
	NY 17:00	1.1646	1.1611	1.1597	1.1604	1.1682
ユーロ/円	東京9:00	132.46	132.30	132.02	132.42	132.01
	High	132.77	132.59	132.64	132.46	132.68
	Low	131.94	131.89	131.99	131.62	131.56
	NY 17:00	132.17	132.05	132.41	132.04	132.68
日経平均株価		28,804.85	28,600.41	29,106.01	29,098.24	28,820.09
TOPIX		2,002.23	1,995.42	2,018.40	2,013.81	1,999.66
NYダウ工業株30種平均		35,677.02	35,741.15	35,756.88	35,490.69	35,730.48
NASDAQ		15,090.20	15,226.71	15,235.71	15,235.84	15,448.12
日本10年債		0.09%	0.10%	0.10%	0.10%	0.09%
米国10年債		1.64%	1.63%	1.61%	1.55%	1.58%
原油価格(WTI)		83.76	83.76	84.65	82.07	82.81
金(NY)		1,796.30	1,806.80	1,793.40	1,798.80	1,802.60

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、2(火)～3日(水)にかけてFOMCが開催される。9月会合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2022年半ばに完了する見通しであることまで示唆された。さらにメンバーによる政策金利見直し(ドットチャート)では、「2022年も2023年も利上げ無し」と考えるメンバーはもはや主流ではなく、2022年以降の利上げが既定路線となりつつあることも重要なポイントとなった。また、世界的な供給網の混乱がインフレ高進を招く中で長期的なインフレ期待が著しく高まっており、今後も持続にする可能性があることが議事要旨で指摘された。足許でも実質金利の低位安定が実現している中で、パウエル議長自らが明確にハト派傾斜するのは困難な状況と見受けられる。金融政策の正常化プロセスが供給制約に対する直接的な処方箋になり得ないものの、米国には相応に大きなインフレ圧力が残る可能性があり、FRBはテーパリングを皮切りに金融政策の正常化へ着手するといった構図に変化はないだろう。その際にはテーパリングのペースや終了時期に関しても自ずと注目が集まることとなる。FOMC議事要旨によれば11年半ばあるいは12年半ばの開始でメンバーの見解が集約されおり、景気回復が引き続きおおむね順調に進むのであれば、来年半ば前後に終了することが適切になる見方が広がっている。その先には利上げをいつ開始するかといった議論が自ずと出てくるはずであるが、現状では供給制約がどれだけ深刻化し長期化するかを判断することが難しい中で、今回会合にて方向感が示される可能性は限定的とみられる。その他、経済指標関連では1日(月)に10月ISM製造業景気指数、3日(水)に10月ISM非製造業景気指数、5日(金)には10月雇用統計が発表される。

	本 邦	海 外
10月29日(金)	・9月失業率/有効求人倍率 ・9月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏10月消費者物価指数(速報) ・ユーロ圏7～9月期GDP(速報) ・米9月個人支出 ・米10月ミシガン大学消費者マインド(確報)
11月1日(月)	・10月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏10月製造業PMI(確報) ・米10月ISM製造業景気指数
2日(火)	・日銀金融政策決定会合議事要旨(9月会合分)	・米FOMC(3日まで)
3日(水)	・10月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏10月非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏9月失業率 ・米9月ISM非製造業景気指数(確報) ・米9月製造業受注
4日(木)	—————	・ユーロ圏9月PPI ・英BOE金融政策会合 ・米9月貿易収支 ・米パウエルFRB議長会見
5日(金)	・9月家計支出	・ユーロ圏9月小売売上高 ・米10月雇用統計

【当面の主要行事日程(2021年10月～)】

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)

日銀金融政策決定会合(12月16～17日、1月17～18日、3月17～18日)

ECB政策理事会(12月16日、2月3日、3月10日)

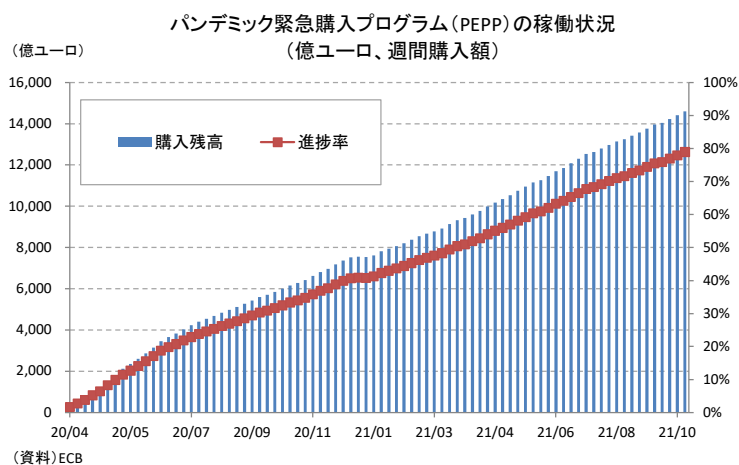
3. ECB 政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の 12 月会合～

PEPP 終了を認めたラガルド総裁

10 月の ECB 政策理事会はやはり 12 月の露払いをするにとどまった。ECB が 7 月以降運用している新戦略ではスタッフ見通しの数字が極めて重要になるため、12 月改定を待たずに大きな政策変更は予想されない。しかし、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) に関しラガルド ECB 総裁は「at this point in time, in my view, going to end at the end of March '22」と 2022 年 3 月終了の予定を認めており、そう考えるだけの「十分な理由 (every reason)」があると述べている。

会見中に PEPP 終了は繰り返し言及されているため、ここまでは既定路線になったと考えて差し支えないだろう。なお、PEPP の 1.85 兆ユーロという総枠を使い切るかどうかに関しても 12 月に決めるとしており (図)、これは後継プログラムとの関係において注目される論点である。このままいけば余裕をもって 3 月の終了を迎える可能性が大きい。

とすれば、必然的に市場は正常化プロセスに関して「量」から「金利」へのシフトを期待する。実際、既に市場では利上げ織り込みが始まっており、必ずしも新戦略が求めるガイダンスが理解されていない状況がある。この点、ラガルド ECB 総裁は「our analysis certainly does not support that the conditions of our forward guidance are satisfied at the time of lift-off, as expected by markets, nor any time soon thereafter」と市場期待が誤りであることに言及している。昨日の本欄でも議論したように、12 月スタッフ見通しにおけるユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が 2021～2022 年にかけて +0.3～+0.5% ポイント程度引き上げられることになれば、拡大資産購入プログラム (APP) の縮小・終了、その後の利上げというテーマが浮上することになるが、今はそこまでの話ができる状況にはない。



ECB のインフレ分析 : 3 つの要因

会見では当然ながらインフレに対する見解を質す記者が多かった。ラガルド総裁も「Actually, we talked about inflation, inflation, inflation. That has been a topic that has occupied a lot of our time and a lot of our debates」と質疑応答の冒頭で強調するほどであり、インフレを議論するための会合だったと言っても差し支えなさそうである。ラガルド総裁は ECB の分析結果を説明しており、足許のインフレ高進は 2 つのカテゴリーから考える必要があるとしている。1 つが「パンデミックと景気回復」に関連するもの、もう 1 つが「エネルギー」に関連するものである。前者はパンデミックからの需要膨張があらゆる不足 (shortage) を引き起こしており、「需給の断絶 (supply-demand disconnection)」が起きてしまっていることを指摘するものである。後者のエネルギーも景気回復を受けた需要膨張に起因する部分があるが、それ以外にもエネルギー自体の在庫が少ないことや、ノルウェーなど一部欧州諸国における風力発電の不振、中国における需要急増、ロシアの供給姿勢といった要因も指摘されている。これに加え、2021 年下半年は 2020 年下半年に実施されたドイツの付加価値税 (VAT) 引き下げのベース効果が出て

いるという技術的な要因も指摘されている。

要するに、①景気回復に伴う需要超過、②エネルギー価格上昇、③ドイツの VAT 減税のベース効果という 3 つの要因が現在のインフレを支えているとの分析である。ラガルド総裁はいずれの効果も 2022 年には減衰すると主張している（③に関しては 2022 年 1 月以降、完全に消滅する）。①も徐々に需要が掃ける以上後退していくであろうし、②についても価格が下がらないにしてもここから上がっていくことは考えにくいとし、「現在インフレを引き起こしている全ての理由が 2022 年にわたって減衰していくと信じるに足る理由がある」と自信を示している。

供給制約問題の時間軸は 2022 年いっぱい？

記者からは一体、この供給制約の状況がどれくらい続くのか見通しを尋ねる質問もあった。この点に関し、ラガルド総裁は半導体も造船も新たに製造する動きが始まっており、終始、「供給制約問題は解消に向かうもの」という達観した見方を示している。ただ、それが想定以上に時間がかかっているというだけであって、永続的な問題ではないというのが ECB の立場と見受けられ、これは中長期的な物価安定を志向する中央銀行としては適切な回答と感じられた。また、ラガルド総裁は ECB として大企業・中小企業向けに電話調査を行い、状況把握に努めたことも明らかにしている。そこでは入荷遅延の期間なども訊ねられており、結論として「2022 年をかけて供給制約は解消に向かうものの、それが 2022 年 1～3 月期ということではなく、2022 年いっぱいかかると回答した企業もいた」としている。総じて、2022 年の大部分 (a good chunk of '22) を使うことで解消に向かうというのが ECB の基本認識と見受けられた。この点、2022 年半ばの解消を想定する IMF 見通しよりはやや慎重な見方という印象も抱かれるが、あくまでユーロ圏全体の話（ECB）と世界の話（IMF）という差異はあるのかもしれない。

そのほか、記者からはドイツの経済見通しが大幅に引き下げられたことを懸念する声も上がったが、ラガルド総裁はそれも供給制約に起因するものであり、2022 年に対応できなかった需給関係は 2023 年に先送られるため、2023 年は逆に高成長になると述べている（実際、ドイツもそう予想している）と返している。結局、全ては時間の問題であり、制御不能なインフレではないというのが ECB にとって重要な点であろう。総じて、インフレやその背景にある供給制約に関しては納得的な説明が多かった。

12 月会合の論点と物価安定の定義

冒頭述べたように、PEPP が終われば、残された「量」の論点である APP をどうするのが注目される。「APP 終了直後に利上げ」というガイダンスを採用している以上、それは利上げの号砲でもある。もちろん、今回この点を質す記者も現れたが、これは 12 月以降の議題に持ち越されている模様であった。かくして、スタッフ見通し改定を伴う 12 月会合では①PEPP の終了、②PEPP の残枠の扱い、③APP の運営（購入ペースや終了時期の目安など）、④③に伴う利上げ時期の見通しなど、論点が盛り沢山という状況になっている。その上で ECB は利上げ期待の鎮静化に努める必要がある。

昨日の本欄でも議論したように、ECB は新戦略の下で (1)「インフレ率が予測期間終盤よりも相当前で 2%に到達すること（※「相当前」とは予測期間の中間地点を指すこと）」、(2)「残りの予測期間もそれを維持すること」、(3)「基調的なインフレ率の実績が『中期的な 2%での安定』と整合的な状況に向かって十分に進捗していること」の 3 つを物価安定の定義として要求している。ラガルド総裁は (1)～(3) が 2022 年中に満たされることはないとの見解を口にしており、利上げが 2023 年以降になることを暗に

示している。ラガルド総裁は現状に関して上述の定義が理解されていないのか、それとも ECB の物価見通しが誤っているのかいずれかの理由で市場の利上げ期待が高まっている分析しているが、あくまで前者が理由だろうと述べている。しかし、市場は後者が理由と考えているのだから、結局、見通しを信じるか・信じないかという水掛け論にしかならない。こうした状況に陥っている時点で、新戦略で提示された物価案の定義がそもそも「分かりにくい」のであり、何らかの改善を要する状況にあるように思える。これは目先というよりも、ECB が走りながら少しずつ解消していかなければならない話だろう。

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28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
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