

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 17 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～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～	

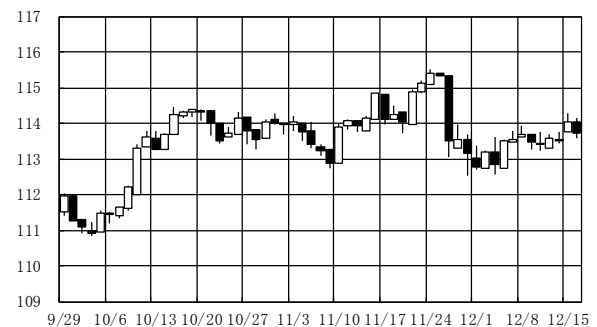
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半にかけて上昇した。週初13日、113.50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一巡し上値を伸ばすも、株式市場、米長期金利の反発を眺めながら113円台半ばまで反落した。14日のドル/円は週後半にFOMCなど多くの国の中銀イベントを控えての様子見の展開となり、113円台半ばを中心に狭いレンジでの推移となった。海外時間では株式市場の軟調推移に値を下げるも、ポジション調整や米11月PPIが市場予想を大幅に上回ったことから113円台後半まで上昇した。15日、ドル/円は米国時間に発表の米11月小売上高の冴えない結果に一時的にドル売りの動きが見られるも、FOMCではテーパリングペースの加速が決定された他、利上げ時期の前倒しが示されたことで、ドル/円は週高値の114.28円まで急伸した。16日、海外時間の流れを引き継ぎ堅調に推移していたドル/円は、英中銀の利上げによる対ポンドでのドル売りがドル/円にも波及し、米金利低下も相まって113円台半ばまで急落した。本日のドル/円は113円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は後半にかけて値を戻す展開。週初13日、1.1310付近でオープンしたユーロ/ドルは FOMC など多くの国の中銀イベントを控えた警戒感から調整の動きが見られ、1.12 台半ばまで下落。その後小幅に持ち直すも、1.13 台前半で上値の重い展開となった。14日、ユーロ/ドルは欧州時間に1.13 台前半まで上値を伸ばすも、オミクロン株の感染拡大懸念を背景とした株式市場の軟調推移を受け、1.12 台半ばまで下落した。15日、ユーロ/ドルは中銀イベントが近づく中、1.12 台後半での膠着した値動きとなったが、米国時間には FOMC の結果を受けたドル買いに瞬間的に下落し、一時週安値の 1.1221 を記録した。売り一巡後は、翌日の ECB 政策理事会を控えたポジション調整などが支援材料となり、1.13 付近まで反発した。16日、ユーロ/ドルは ECB 政策理事会でのパンデミック緊急購入プログラムの終了の発表を受け、一時週高値の 1.1360 まで急伸も、ラガルド ECB 総裁会見でのハト派な発言に上値は押さえられ、その後は 1.13 台前半での揉み合いとなった。本日のユーロ/ドルは前日の水準での取引が続いている。

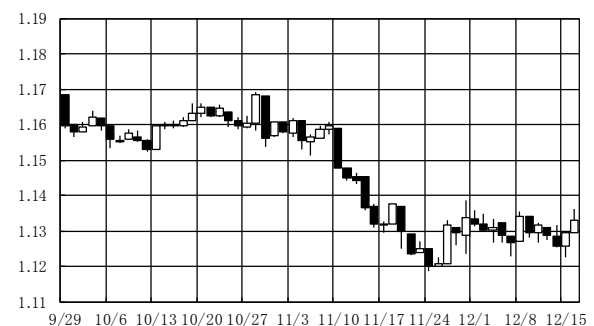
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		12/10(Fri)	12/13(Mon)	12/14(Tue)	12/15(Wed)	12/16(Thu)
ドル/円	東京9:00	113.46	113.52	113.58	113.75	114.14
	High	113.79	113.72	113.76	114.28	114.25
	Low	113.22	113.30	113.43	113.63	113.56
	NY 17:00	113.40	113.59	113.75	114.05	113.71
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1293	1.1311	1.1283	1.1257	1.1290
	High	1.1324	1.1319	1.1324	1.1299	1.1360
	Low	1.1266	1.1261	1.1254	1.1221	1.1282
	NY 17:00	1.1316	1.1286	1.1258	1.1296	1.1331
ユーロ/円	東京9:00	128.15	128.39	128.14	128.13	128.86
	High	128.40	128.44	128.55	128.81	129.60
	Low	127.82	128.03	128.00	128.04	128.48
	NY 17:00	128.33	128.20	128.04	128.81	128.85
日経平均株価		28,437.77	28,640.49	28,432.64	28,459.72	29,066.32
TOPIX		1,975.48	1,978.13	1,973.81	1,984.10	2,013.08
NYダウ工業株30種平均		35,970.99	35,650.95	35,544.18	35,927.43	35,897.64
NASDAQ		15,630.60	15,413.28	15,237.64	15,565.58	15,180.44
日本10年債		0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%
米国10年債		1.48%	1.41%	1.44%	1.46%	1.42%
原油価格(WTI)		71.67	71.29	70.73	70.87	72.38
金(NY)		1,784.80	1,788.30	1,772.30	1,764.50	1,798.20

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、22日(水)に11月中古住宅販売件数、23日(木)に11月新築住宅販売件数の発表を控える。10月の中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は634万件で前月比+0.8%と市場予想を上回り、9か月ぶりの水準まで増加した。全米不動産業者会(NAR)の関係者によれば、家賃の高騰や消費者物価上昇が強まる中、固定的で一貫性のある住宅ローン支払を選好する動きが見られたほか、昨年以降、段階的ながら雇用の拡大が続いている点も住宅購入意欲を高めたと指摘された。また、中古住宅の在庫月数(在庫数÷販売数)は2.4か月と前月から横ばいの推移となっており、在庫不足は継続している。供給の遅れによって中古住宅在庫は125万戸と前年比▲12%減少している点も報告された。これに伴い中古住宅の販売価格(中央値)については前年比+13.1%と、上昇幅は再び拡大した。供給不足による販売価格の全般的な高騰の他、高価格帯の住宅市況が堅調であったと総括された。一方、10月新築住宅販売件数は74.5万件で前月比+0.4%とこちらも4月以来の水準まで回復した。住宅ローンが依然として低い水準を維持していることに加え、中古住宅市況がひっ迫している状況も相まって、新築住宅に選好がシフトしている可能性があることも要因として指摘された。とは言え、新築住宅価格も高騰が続き、需要の伸びに供給が追いついていない点は共通の課題となっている。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の中古住宅販売件数を652万件、新築住宅販売件数に関しては、76.9万件といずれも更に加熱することが予想されている。
- 本邦では24日(金)に11月全国CPIが公表予定である。10月の結果は前年比+0.1%となり、前月に続き僅かながらプラスを維持した。また、生鮮食品を除くコアCPIも同+0.1%とこちらもプラスを維持した。内訳をみると、ガソリンや電気代などを含むエネルギーの上昇幅が前年比+11.3%と、08年9月以来、約13年ぶりの上昇率となったこと(寄与度ベースでは+0.83ポイント)がCPI上昇に寄与した一方、携帯大手の格安プラン販売などにより、携帯電話の通信料が同▲53.6%低下(寄与度ベースでは▲1.54ポイント)したことが大きく、CPIを下押しさせた。なお、生鮮食品とエネルギーを除いた物価は前年比▲0.7%と7か月連続でマイナスとなっており、内需の改善が物価の押し上げに寄与しているとは言えない状況が続く。本日午後には日銀金融政策決定会合に際して黒田日銀総裁会見を予定している。金融政策の内容とともに来年後半以降の経済・物価見通しに修正が見られるかにも着目したい。

	本 邦	海 外
12月17日(金)	・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏11月消費者物価指数(確報)
20日(月)	—————	・ユーロ圏10月経常収支
21日(火)	—————	・米7～9月期経常収支 ・ユーロ圏12月消費者信頼感指数(速報)
22日(水)	・10月景気動向指数(確報) ・11月工作機械受注(確報)	・米11月シカゴ連銀製造業活動指数 ・米7～9月期GDP(確報) ・米12月コンファレンスボード消費者信頼感指数 ・米11月中古住宅販売件数
23日(木)	・11月工作機械受注(確報)	・米11月個人所得 ・米11月新築住宅販売件数 ・米12月ミシガン大学消費者マインド(確報)
24日(金)	・11月企業向けサービス価格指数 ・11月全国CPI	—————

【当面の主要行事日程(2022年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月17～18日、3月17～18日、4月27～28日)
 FOMC(1月25～26日、3月15～16日、5月3～4日)
 ECB政策理事会(2月3日、3月10日、4月14日)

3. ECB 政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～

表舞台から去る「ラガルド・バズーカ」

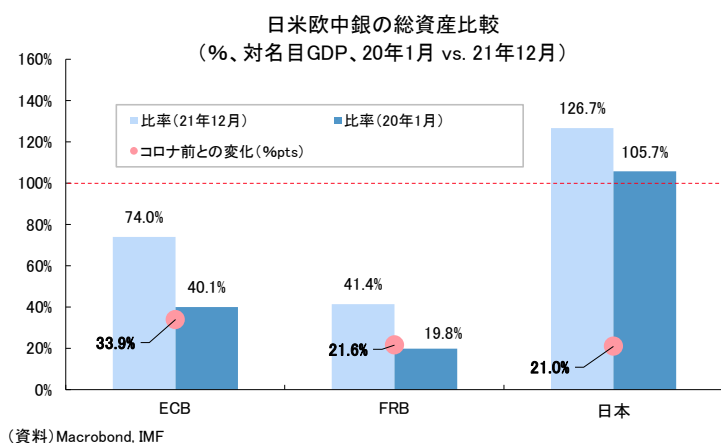
12 月の ECB 政策理事会はこれまで対外的に示唆してきた通り、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を当初予定通りの 2022 年 3 月末で終了することを決定した。一方、「少なくとも 2024 年末まで」は購入資産の再投資を継続する方針が示されており、既にバランスシート (BS) 縮小議論をちらつかせる FRB とのコントラストが見出せる。また、「必要があれば再稼働 (resumed) も可能」と枠組みが廃止されるわけではないことも公表文で謳われている。あくまで停止するのであって、廃止するわけではないというのが PEPP に対する ECB の基本認識と見受けられる。

とはいえ、その名の通り、パンデミック対応専用の枠組みとして生まれた PEPP は一旦、これで表舞台から消え、資産購入は定例プログラムである拡大資産購入プログラム (APP) に引き継がれることになる。本来は御法度であるギリシャ国債の購入を筆頭に形振り構わず買い続ける PEPP の存在がユーロ圏金融システムの安定に寄与したことは間違いない。2020 年 3 月 18 日の臨時政策理事会で急遽決定された PEPP はその直前の定例会合でラガルド ECB 総裁が市場から失望を買ったため、これを挽回するように導入された枠組みであった。結果、その圧倒的な規模により不安を鎮圧し、ECB の BS は FRB のそれを超えるに至った。かつてドラギ元 ECB 総裁は欧州債務危機が最も緊迫していた状況で 36 か月物長期流動性供給 (LTRO) と称して 1 兆ユーロの資金供給を打ち出し「ドラギ・バズーカ」と称賛されたが、PEPP はさしずめラガルド・バズーカであり、ラガルド総裁の任期はまだ先は長いものの、任期中の大きな功績の 1 つとして記録されるはずである。

資産購入の現状と展望

公表文によれば PEPP は 1～3 月期も今期対比で「at a lower pace」になるとされ、段階的な縮小を経て 3 月末に閉塞することが示唆されている。もっとも、購入実績からも確認できるように、9 月に減額を示唆して以降も PEPP の購入額は実は減っていない。具体的に言えば、9 月に約 710 億ユーロ、10 月に約 633 億ユーロと減少したが、11 月は約 690 億ユーロと増加している。12 月は週間で約 180 億ユーロ、月換算で約 720 億ユーロと 9 月の購入額を超えそうな勢いである。ユーロ圏においては感染拡大とインフレ高進が同時進行しており、購入額を減らすことで域内金利が浮揚する展開が受容しにくくなっているのかもしれない。公表文からは購入額の段階的減少が示唆されるものの、現実的には 3 月末で急に終わりを迎えるという展開が予見される。

この点、2022 年 4 月以降に用意されている激変緩和措置が注目される。具体的には月間 200 億ユーロの定例購入プログラムである APP が臨時増額される方針が示されており、4～6 月期が 400 億ユーロ、7～9 月期が 300 億ユーロ、10 月以降は元の 200 億ユーロに戻り、可能な限りこれを長く続ける方針とされている。既に ECB の BS は世界最大であり、GDP 比で見てもパンデミック下で +30% ポイント以上も拡大



している。金額で見ても、GDP 比で見ても、今次局面で最もアクセルを踏んだのは ECB であり、この事実はもっとクローズアップされても良いものだろう。今後、毎月のフローの購入額は減少するが、ここまで膨れ上がったストックの購入残高が緩和環境の維持に寄与するというのが ECB の主張と考えられる。これはラガルド総裁の「PEPP が終わった後も PEPP を活かそうとしている」という発言にも表れており、2024 年末まで（ギリシャ国債を含めて）再投資を持続することの意味を強調している。

利上げ議論は 2023 年前半か

「量」に関する道筋が明らかになる中、当然、次の焦点は利上げに移る。ECB の正常化プロセスには「The Governing Council expects net purchases to end shortly before it starts raising the key ECB interest rates」とフォワードガイダンスが付されており、APP も含めた「量」の緩和が終了した直後に「金利」の引き上げに着手することになっている。上述したように、2022 年 10 月以降、APP が月間 200 億ユーロの購入ペースに戻った後、金融政策がどのような軌道を描くのかについてはまだ不明である。しかし、4～6 月期が 400 億ユーロ、7～9 月期が 300 億ユーロ、10 月以降は 200 億ユーロという運営を前提とすれば、2023 年 1～3 月期に 100 億ユーロ、4～6 月期には閉塞と進むのが自然である。利上げ議論 だけならば 2022 年 10～12 月期から 2023 年 1～3 月期には可能になるのではないか。

APP の閉塞が視野に入り、利上げにシフトできるかどうかは最終的に物価安定に関する判断に依存する。実際、物価安定と判断される可能性は十分ある。ECB の新たな金融政策戦略では物価安定の定義に関し、①予測期間終盤

ECB のスタッフ見通し(2021 年 12 月)

(%)

	2021	2022	2023	2024
消費者物価上昇率(HICP)	2.6	3.2	1.8	1.8
(前回:2021年9月)	2.2	1.7	1.5	—
実質GDP	5.1	4.2	2.9	1.6
(前回:2021年9月)	5.0	4.6	2.1	—

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2022～24年が1.13。

よりも相当前で 2%に到達すること、②残りの予測期間もそれを維持すること、③インフレ率の基調が『中期的に 2%で安定』と整合的な状況で推移することの 3 つを挙げている。この点、今回改定されたばかりのスタッフ見通しを前提とすれば(表)、①は実現されそうだが、②や③に関しては「2023～24 年は 2%を割り込む」として物価安定を認めない可能性も残る。

だが、予測期間中の HICP が平均すれば約+2.3%である。高いインフレ率の翌年はそもそも伸び率が抑制されることを割り引けば、2023～2024 年に関しても物価安定と判断される余地はあるだろう。ラガルド総裁が会見で「2022 年に利上げする可能性は極めて低い」と述べるが、実際に利上げせずとも、2022 年中に政策理事会の議題になる可能性は十分ある。今回、会見で最初に質問した記者は 1 年前のスタッフ見通しでは 2021 年の HICP 見通しが+1%であり、今の半分ではないかと不透明感を指摘した上で「2023 年まで利上げ無し」の見通しの妥当性を質している。

オミクロン変異株とユーロ/ドル相場

もっとも、足許でタカ派色を強めるにあたってはオミクロン変異株への認識を整理する必要がある。この点、一昨日にはファウチ米首席医療顧問が、新たなオミクロン変異株に特化した追加接種は不要であり、既存の追加接種(ブースター接種)プログラムを進めることで対応可能との見解を示したことが思い返される。FRB の踏み込んだタカ派スタンスの背景にはオミクロン変異株に対するこうした整理がある

と思われる。大陸欧州が同様の見解を取るかどうかは分からず、ラガルド総裁もその影響を評価しきれていないと述べている。しかし、今回改定された実質 GDP 成長率では、2022 年は▲0.4%ポイント引き下げつつも、2023 年は+0.8%ポイントも引き上げられており、総合すれば見通しに大きな揺らぎはない。また、同じ変異株に対する基本認識が欧米当局間でそこまで大きく変わることも不可思議な話であり、ECB も FRB と類似の基本認識にシフトしつつ、1～3 月期に予見される感染ピークアウトに合わせ、正常化プロセスに弾みがつくと予想したい。もっとも、ユーロ/ドル相場の先行きに関しては利上げに加え、BS 縮小議論まで視野に入れる FRB と ECB の差はやはり大きなものであり、当面は下振れリスクの大きな地合いが続くと予想したい。

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12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(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～)
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～現実味帯びる「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～