

みずほマーケット・トピック(2022 年 10 月 28 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～政策間の整合性が問われる状況に～

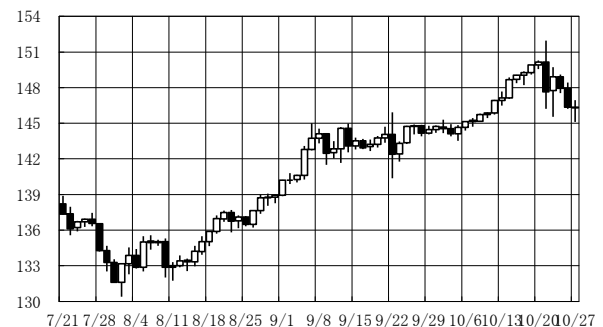
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円は週初に乱高下し値動きの荒い展開となった。週初24日、147.70円でオープンしたドル/円はシドニー時間に週高値の149.70円をつけた後、日銀による為替介入と思しき動きに145円台前半まで急落。その後ドル/円は急速に値を戻し値動きの荒い局面を見せた。海外時間では米10月製造業PMIの不冴えな結果にドル売りが加速も上昇基調は継続、149円を挟んでの揉み合いとなった。25日、149円手前での小動きだったドル/円は米10月コンファレンスボード消費者信頼感の市場予想を下回る結果にドル売りが加速し、147円台半ばまで値を下げた。終盤にかけては147円台後半までやや水準を戻す展開となった。26日、ドル/円はシドニー時間に一時148円台半ばまで上伸。海外時間ではカナダ中銀の利上げ幅縮小と米金利も低下が材料視され、ドル/円は146円台前半まで下落。27日、ドル/円は米国の利上げペースが減速するとの見方が広がり、一時週安値の145.11円まで値を崩すも、海外時間では米7～9月期GDPの良好な結果を受け一時146円台後半まで反発した。本日のドル/円も146円台半ばでの取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて上昇、堅調推移した。週初24日、0.9860付近でオープンしたユーロ/ドルはシドニー時間に上値を伸ばすも、米金利上昇に伴うドル買いやユーロ圏10月製造業PMIの冴えない結果が重しとなり週安値の0.9807まで下落。その後は複数の米経済指標が市場予想を下回ったことでドル売りが強まり、0.98台後半まで値を戻した。25日、ユーロ/ドルは欧州時間に下げ幅を広げるも、独10月IFO景況指数の良好な結果や欧州株の堅調推移を受けユーロ買いが加速し0.99台後半まで上昇、その後も底堅く推移した。26日、0.99台半ばで揉み合い推移していたユーロ/ドルは、欧州株の堅調推移や米金利低下に伴うドル売りにサポートされてパリティ(1ユーロ=1ドル)を回復。その後も1.00台後半まで急伸し、約1か月半ぶりの高値圏での値動きとなった。27日、ユーロ/ドルは週高値の1.0093をつけた。その後はECBの利上げ決定にサポートされる時間もあったが、米7～9月期GDPの良好な結果にドル買いが強まり、0.99台半ばまで下落した。本日のユーロ/ドルも前日の安値付近での取引が継続している。

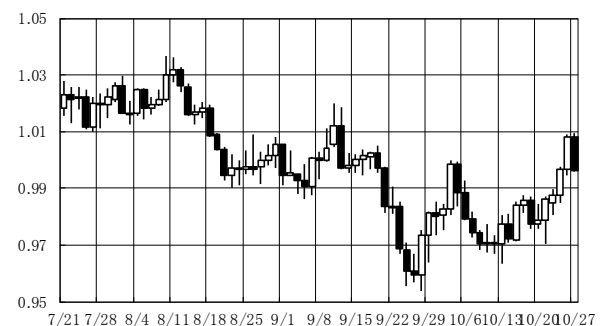
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		10/21(Fri)	10/24(Mon)	10/25(Tue)	10/26(Wed)	10/27(Thu)	
ドル/円	東京9:00	150.18	147.70	148.87	147.97	146.08	
	High	151.94	149.70	149.10	148.58	146.93	
	Low	145.50	145.28	147.52	146.23	145.11	
	NY 17:00	147.79	149.04	147.96	146.41	146.29	
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9780	0.9861	0.9885	0.9963	1.0093	
	High	0.9869	0.9899	0.9977	1.0088	1.0093	
	Low	0.9705	0.9807	0.9848	0.9943	0.9958	
	NY 17:00	0.9863	0.9875	0.9970	1.0080	0.9965	
ユーロ/円	東京9:00	146.81	145.74	147.15	147.35	147.38	
	High	148.38	147.23	147.45	147.71	147.69	
	Low	144.17	143.85	146.63	146.97	145.60	
	NY 17:00	145.49	147.23	147.44	147.57	145.60	
日経平均株価		26,890.58	26,974.90	27,250.28	27,431.84	27,345.24	
TOPIX		1,881.98	1,887.19	1,907.14	1,918.21	1,905.56	
NYダウ工業株30種平均		31,082.56	31,499.62	31,836.74	31,839.11	32,033.28	
NASDAQ		10,859.72	10,952.61	11,199.12	10,970.99	10,792.68	
日本10年債		0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	
米国10年債		4.22%	4.25%	4.10%	4.01%	3.93%	
原油価格(WTI)		85.05	84.58	85.32	87.91	89.08	
金(NY)		1,656.30	1,654.10	1,658.00	1,669.20	1,665.60	

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、11月1日(火)～2日(水)にFOMCが開催される。前回9月FOMCでは政策金利の誘導目標を+75bps引き上げ、3.00～3.25%とすることを決定。政策金利の中央値(ドットチャート)はまとまった幅で上方修正された。利上げの頂点は4%台後半へ、短期・長期金利も更に水準を上げた。ドットチャートに則せば今年の残りの利上げ幅は125bpとなり、利上げペース減速は早くても12月会合以降(11月75bps、12月50bps)からとなりそうな地合いである。9月の利上げによって米経済は中立金利を超える金利環境に置かれているが、FRBの政策スタンスとしてインフレ抑制を第一とする姿勢は変わらず、バイデン米大統領、イエレン財務長官がドル高を容認するスタンスをとっていることから、「年内は利上げ」という一点に関してFRBの政策指針は継続しそうだ。一方、23年は利上げ終了→現状維持の局面へ徐々にシフトすると見られるが、FRBが利下げを検討するのは早くとも23年後半と見られ、早晩FRBのタカ派姿勢が崩れるとは考えにくい。なお、このほかの経済指標としては1日(火)に10月ISM製造業景気指数、3日(木)に10月ISM非製造業景気指数、4日(金)に10月雇用統計が公表される。
- 欧州では31日(月)に10月消費者物価指数(HICP、速報)の公表が予定されている。前回9月の結果(確報)は前年比+9.9%と速報ベースの+10.0%から下方修正も統計開始以来で最大の伸び率を更新。エネルギー、食料品、アルコール、タバコを除いたコアベースも同+4.8%とこちらも騰勢を強めた。冬場におけるエネルギー価格高騰が大きな懸念材料となる裏で、サービス価格の上昇も着実に進んでいる。かかる状況を受けて、今週開催のECB政策理事会では75bpの利上げを決定。ラガルドECB総裁は物価水準を中期目標に戻すため一段と利上げを進める方針を示し、インフレへの警戒を強めている。なお、ブルームバーグの事前予想では10月の結果を前期比+9.4%としている。このほかの経済指標としては、31日(月)にユーロ圏7～9月期実質GDP成長率(速報)が公表予定。前回4～6月期の結果は前期比年率+4.1%とプラス成長を維持したが、ラガルド総裁は今後の景気減速の可能性を示唆。データを見ても今週公表の10月総合PMI(速報)は47.1と20年11月以来の低水準を記録しており、4か月連続で50割れとなっている。インフレや地政学リスクの悪化を背景とした景気後退リスクは着実に強まっている。

	本 邦	海 外
10月28日(金)	・日銀金融政策決定会合 ・黒田日銀総裁会見 ・9月失業率/有効求人倍率	・米9月個人消費 ・米9月PCEコアデフレーター ・米10月ミンガン大学消費者マインド(確報)
31日(月)	・9月鉱工業生産(速報) ・9月小売売上高	・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)
11月1日(火)	・10月製造業PMI(確報)	・米10月ISM製造業景気指数 ・米FOMC(2日まで)
2日(水)	—————	・ユーロ圏10月製造業PMI(確報) ・パウエルFRB議長会見
3日(木)	—————	・ユーロ圏9月失業率 ・ユーロ圏10月非製造業PMI(確報) ・米9月貿易収支 ・米10月ISM非製造業景気指数
4日(金)	・10月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏9月生産者物価指数 ・米10月雇用統計

【当面の主要行事日程(2022年11月～)】

FOMC(11月1～2日、12月13～14日、1月31～2月1日)

G20サミット(11月15～16日)

ECB政策理事会(12月15日、2月2日、3月16日)

日銀金融政策決定会合(12月19～20日、1月17～18日、3月9～10日)

3. ECB 政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～

「著しい進展」は引き締め終了の一里塚

10 月の ECB 政策理事会は預金ファシリティ金利を現行の 0.75% から +75bp 引き上げ 1.50% とすることを決定した。これに合わせて主要リファイナンスオペ金利は 2.00%、限界ファシリティ金利は 2.25% へ引き上げられている。2 会合連続での +75bp 引き上げは ECB 史上初であり、主要政策金利は欧州債務危機が発生し、ECB にとって長きにわたる緩和路線の入り口となった 2009 年以来の高水準である。周知の通り、ユーロ圏のヘッドラインのインフレ率は米国よりも深刻でありユーロ圏 9 月消費者物価指数 (HICP) は速報で 10% の大台に乗せた。10 月、11 月の結果次第では 3 回連続の 75bp も十分あり得る。

もっとも、声明文冒頭では「With this third major policy rate increase in a row, we have made substantial progress in withdrawing monetary policy accommodation」とあり、金融緩和の解除が「著しい進展 (substantial progress)」を遂げたことも認められている。これは域内の経済・金融情勢が顕著に減速していることを受けての表記と考えられ、引き締め終了のタイミングを探る局面も感じさせる。

利上げの「回数」と「水準」について

「著しい進展」が認められた以上、利上げの「回数」そして「水準」がますます注目される。この点に関してラガルド ECB 総裁は「We will have further rate increases in the future so the normalisation process continues」と述べ、当面の動きに変化がないことを強調している。だが、前回 9 月会合の声明文では残りの利上げ回数に関し「恐らく 2 回より多いが 5 回より少ない (it's probably more than two, including this one, but it's probably also going to be less than five)」と記載された経緯があり、話題を呼んだ。これが仮に 4 回だとした場合、10 月・12 月・1 月・2 月といったイメージになるため、残す利上げは 12 月・1 月・2 月の 3 回になる。今回の声明文ではこの「several」の表記が消えているため、9 月に提示された考え方は有効なのかを質す記者も現れている。ラガルド総裁は引き締め効果が厳密に特定できない以上、「it might well be several meetings」と 9 月の表記が依然有効性を持ち得る可能性を示唆している。もっとも、「how 'several' is, that will be determined meeting-by-meeting」として、利上げの回数それ自体は会合毎の判断になり、可変的だとして言質を取らせていない。

片や、「水準」すなわち最高到達点はどう考えるべきか。これを質す記者は多く、1 番手の記者から「来年 3% 程度の政策金利でピークを迎えるという期待をどう思うか」といった趣旨の質問が出ている。この点についてラガルド総裁は「数字として特定できるほどははっきりしていない。それはできない」と述べつつ、スタッフ見通しが改定される 12 月会合では経済・物価見通しやリセッションの可能性、ラグを伴って現れる金融引き締めの効果などが明らかになるため、それに基づいて利上げ幅は決定されるとしている。3 回に 1 回はスタッフ見通しの改定があるスケジュールの中、ECB は重要な質問は全て「スタッフ見通しの改定を見ないと分からない」と回答しがちだが、今回も同じような口上が展開されている。なお、金利市場では 2023 年半ばを目途に 2.50% 程度とあと 100bp 程度の予想が大勢を占めている。

TLTRO3 の仕様変更は QT か？

今回、政策変更の目玉としてターゲット型長期流動性供給オペ第 3 弾 (TLTRO3) の条件が厳格化されており、これ自体は借入コスト上昇を通じて引き締め政策に類する措置とは考えられる。具体的は実施済みの TLTRO3 について、①11 月 23 日以降はその後の政策金利の平均値が適用されること、②11 月 23

日を含めて期前返済日を3回追加するの2点が条件として示されている。当然、①は借入コストの大幅上昇を、②は回収される流動性の増加を、意味している。①は利上げ路線と整合的であるが、注目は②である。ラガルド総裁はTLTRO3の早期返済に絡めて「it is also going to reduce the size of the overall Eurosystem balance sheet, which also goes in the same direction as our monetary policy stance」とユーロシステムにおける金融機関の**バランスシートが縮小する意味合いに言及している**。後述するように、今回、ECBは注目された拡大資産購入プログラム（APP）の再投資停止について議論はしていない。しかし、**APPによる保有資産削減に先駆けてTLTRO3による流動性を回収することで量的引き締め（QT）に着手したということだろうか。とすると、APPのQTという本丸も近いという話になる。**

「金利」から「量」へ

利上げの終点を見越した議論が見られ始める中、「12月は保有資産の削減に関する計画を出す用意ができていると考えるのが妥当だと思って良いか」との質問が出ている。この点、ラガルド総裁は10月会合では多くのことを決定する必要があったため議論はしていないが、12月会合では「APPで購入した資産のポートフォリオに関する基本方針（the key principles of the reduction of our APP monetary portfolio）」を決定すると明言している。12月会合で議論し、実施前にこれを公表するとも明言されており「12月に方針決定、最短で1月以降は再投資停止（もしくは保有資産売却）」という政策が稼働する可能性が高い。**ECBの「次の一手」に関するテーマはいよいよ「金利」から「量」へ移ることになる。**

このように考えると12月会合は「金利」の引き締めについて終点が意識される中で、「量」的な引き締め、すなわちQTの論点が付加される会合になる。しかし、ここでECBは複雑な問題に直面する。仮に本格的なQTに着手した場合、**ECBの政策運営は①利上げ、②QTと同時に③脆弱国を救済するためのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資柔軟化が並走することになる。**①と②は引き締め措置だが、③は緩和措置に類する。もちろん、金融政策スタンスに影響はないというのがECBの説明だが、とりわけ②と③を同時並行させることの意味はかなり分かりにくい。APPで購入した資産（イタリア国債も当然含まれる）の再投資を停止して、PEPPで購入した資産について再投資を柔軟化させるという構図に至った場合、究極的な政策効果は引き締めのものか。それとも緩和的なものか。政策に色はあるがお金に色はないわけで、政策間の整合性が問われる局面に入っていくように思える。この点が次回会合以降のECBウォッチの見どころになっていくだろう。

市場営業部
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、当行は本情報を実費で提供していません。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
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り越えられるのか～結局、節電類み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着いたラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着いたラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サブプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりののか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ