

みずほマーケット・トピック(2022年12月16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～「ターミナルレート 3%」では不十分というメッセージ～

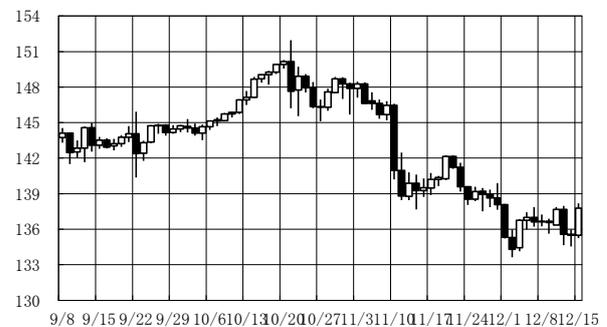
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週前半に急落も、後半に急騰した。週初12日、136.76円でオープンしたドル/円は、仲値にかけて上昇するも小幅にとどまり、136円台後半でのレンジ推移となった。海外時間は、米10年債入札が軟調な結果となったことを受け、米金利上昇とともに137円台後半まで上昇した。13日、ドル/円は米11月消費者物価指数(CPI)の結果を控え動意に欠くも、海外時間は米11月CPIが総合・コアベースともに市場予想以上の鈍化を見せたことで米金利が急落し、134円台後半まで値を下げた。その後はドルの買い戻しもあり、135円台後半まで下落幅を縮小した。14日、ドル/円は日銀が新体制のもと来年中にも金融政策の点検・検証を行うとの報道があったが、一時週安値となる134.53円まで下落。NY時間は、FOMCで発表されたドットチャートがタカ派と解釈され、米金利上昇に追随し136円を目指す展開。しかし、ドルの戻り売りもあり135.50円レベルで引けた。15日、ドル/円はFOMCの結果を受けたドル買い相場となり、じりじりと上昇。海外時間は、ECB政策理事会後に日欧の金利差拡大が意識されユーロ/円に連れ高となり、一時週高値の138.18円を記録。本日のドル/円はリスクオフのドル買いが続いた中、137円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは週前半に急騰も、その後は伸びを欠いた。週初12日、1.0521でオープンしたユーロ/ドルは、ドル買い相場の中、一時週安値となる1.0507まで下落も、ロンドン・NY時間には欧米金利差の動向に振らされつつ1.0540を挟んだレンジ推移となった。13日、ユーロ/ドルは動意薄な展開の後、米11月CPIの弱い結果を受け、米金利急低下とともに一時1.06台後半まで上昇した。14日、ユーロ/ドルはFOMCを控え動意薄。FOMC後にはドルが買われる場面もあったがドルの戻り売りもあり、1.06台後半まで上昇。15日、ユーロ/ドルはドル買い相場の中、じりじりと下落。しかし、ECB政策理事会でインフレ見通しが引き上げられ、ラガルド総裁がインフレへの強い警戒感を示したことやECBの今後の利上げ観測の高まりから、約半年ぶりの水準となる1.0737まで急騰。ただし、その後はリスクオフのドル買いが強まり1.06台に下落した。本日のユーロ/ドルも引き続き1.06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			
		12/9(Fri)	12/12(Mon)	12/13(Tue)	12/14(Wed)	12/15(Thu)
ドル/円	東京9:00	136.65	136.76	137.50	135.60	135.35
	High	136.91	137.85	137.97	135.99	138.18
	Low	135.61	136.57	134.67	134.53	135.24
	NY 17:00	136.57	137.65	135.57	135.48	137.76
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0557	1.0521	1.0542	1.0627	1.0676
	High	1.0587	1.0580	1.0673	1.0695	1.0737
	Low	1.0500	1.0507	1.0528	1.0619	1.0593
	NY 17:00	1.0531	1.0539	1.0630	1.0683	1.0631
ユーロ/円	東京9:00	144.40	143.92	144.94	144.06	144.63
	High	144.47	145.10	145.30	144.71	146.65
	Low	143.19	143.75	143.55	143.50	144.37
	NY 17:00	143.96	145.04	144.13	144.68	146.43
日経平均株価	27,901.01	27,842.33	27,954.85	28,156.21	28,051.70	
TOPIX	1,961.56	1,957.33	1,965.68	1,977.42	1,973.90	
NYダウ工業株30種平均	33,476.46	34,005.04	34,108.64	33,966.35	33,202.22	
NASDAQ	11,004.62	11,143.74	11,256.81	11,170.89	10,810.53	
日本10年債	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	
米国10年債	3.58%	3.62%	3.50%	3.48%	3.45%	
原油価格(WTI)	71.02	73.17	75.39	77.28	76.11	
金(NY)	1,810.70	1,792.30	1,825.50	1,818.70	1,787.80	

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、23日(金)に11月米個人消費支出(PCE)デフレーターが公表される。前回10月の結果は前年比+5.0%と市場予想に一致し、9月の同+5.2%から伸びが鈍化した。前月比では+0.2%となっており、年内で2番目に低い数字となった。今週公表の11月消費者物価指数(CPI)が予想以上の鈍化を見せたこともあり、FOMCでの経済・物価見通し(SEP)にも注目が集まった。SEPにおけるPCEデフレーター(コアベース)は2023年が前年比+3.5%、2024年が同+2.5%と、前回9月からそれぞれ+0.4%ポイント、+0.2%ポイント引き上げられた。パウエルFRB議長はインフレ率鈍化の兆候を認めつつも、依然、物価の上振れリスクを意識しているとした。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の結果に関し前年比+4.6%となっている。

また、同日に12月ミシガン大学消費者マインド(確報)も公表予定。速報時点では、59.1と市場予想の57.1を大きく上回り、11月の56.8からも上昇した。インフレピークアウト感の高まりが景況感の改善に寄与した。また、1年先期待インフレ率は+4.6%と市場予想の+4.9%を大きく下回り、21年9月以来約1年ぶりの低水準となった。ガソリン価格下落が主因とみられ、消費者が抱える物価上昇懸念が幾分か和らぎつつあることが示唆される内容であった。なお、5~10年先については+3.0%と市場予想と一致した。

そのほか、21日(水)には11月中古住宅販売件数、23日(金)には11月新築住宅販売件数が発表される。10月はそれぞれ中古が443万件、新築は63.2万件と、総じて軟調推移となった。足許では高水準のローン金利や住宅価格が着実に需要を押し下げている。総合CPIの3割を占める帰属家賃の動向を見通す上でも、公表予定の11月建設許可件数・11月住宅着工件数・MBA住宅ローン申請件数といった先行指標とともに住宅市場の現状・先行きを確認したい。なお、ブルームバーグの事前予想では、住宅販売件数に関しそれぞれ440万件、60.0万件となっている。
- 本邦では、19日(月)~20日(月)に日銀金融政策決定会合の開催が予定されている。前回10月会合では、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)付き量的・質的金融緩和策の現状維持を決定した。また、今後の金融政策に関しても「必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」姿勢を維持し、フォワードガイダンスも据え置いた。同時に公表となった展望レポートにおいては、22~24年度の物価見通し(生鮮食品を除くコアCPI)をいずれも引き上げたものの、23・24年度に関してはいずれも+1.6%にとどまった。これに関し、日銀の物価目標である前年比+2.0%を下回る水準であり、足元の物価上昇は輸入物価上昇に伴う一時的なものとした。黒田日銀総裁は記者会見において、一部の市場参加者が期待している金融政策の早期修正を否定し、賃上げを伴う物価上昇目標の達成に向けて大規模な金融緩和政策を続ける姿勢を堅持した。主要先進国の中で唯一、コロナ前の水準を回復できない日本経済とそれに伴い大規模金融緩和を堅持する日銀の存在は異質と言える。

	本 邦	海 外
12月16日(金)	・12月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏12月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏11月消費者物価指数(確報) ・米12月製造業/非製造業PMI(速報)
19日(月)	・日銀金融政策決定会合(20日まで)	・独12月IFO企業景況感指数
20日(火)	・黒田日銀総裁会見	・中国PBoC会合 ・10月ユーロ圏経常収支 ・12月ユーロ圏消費者信頼感指数(速報)
21日(水)	・11月工作機械受注(確報)	・米11月中古住宅販売件数 ・米12月コンファレンスボード消費者信頼感指数
22日(木)	・10月景気動向指数(確報)	・米7~9月期GDP(確報)
23日(金)	・11月全国CPI	・米11月個人消費支出(PCE)デフレーター ・米12月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米11月新築住宅販売件数

【当面の主要行事日程(2022年12月~)】

- FOMC(1月31~2月1日、3月21~22日、5月2~3日)
- ECB政策理事会(2月2日、3月16日、5月4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～「ターミナルレート 3%」では不十分というメッセージ～

「顕著で穏当なペース (significantly at a steady pace)」

12月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を現行の1.50%から+50bp引き上げ2.00%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2.50%、限界ファシリティ金利は2.75%へ引き上げられている。ECBとしては史上初となる2会合連続での+75bp引き上げを経て、+50bpへの減速が決断された格好である(利上げ自体は4会合連続)。事前の情報発信や各種インフレ指標を見る限り、12月までは+75bpの利上げが濃厚ではないかと筆者は考えていたが、实体经济への下押し効果を重視した模様である。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、ユーロ圏11月消費者物価指数(HICP)は前年比+10%と2か月連続で2ケタを記録しており、全く予断を許さない。ラガルドECB総裁は「これをECBの転換(pivot)と考えるのは誤りある(Anybody who thinks that this is a pivot for the ECB is wrong)」と明言している。

実際、声明文には「インフレ率はあまりにも高く、目標を超える状態があまりにも長期化することが予見されるため、まだ著しい利上げが想定される(We decided to raise interest rates today, and expect to raise them significantly further, because inflation remains far too high and is projected to stay above our target for too long)」と警戒感が追記されている。今後の利上げについては繰り返し「顕著で穏当なペース (significantly at a steady pace)」と表現されている。会見ではこの意味を質す記者が現れており、ラガルド総裁は「+50bpを一定期間(a period of time)続けること」と回答している。「一定期間」の意味が分からない以上、何とも言えないが、この書きぶりであれば少なくとも今後1~2会合は+50bpの利上げが既定路線なのだろう。ラガルド総裁自身も「顕著で穏当なペース (significantly at a steady pace)」が今回のキーメッセージであると述べているため、ECBのインフレ高進に対する評価がこの表現に反映されているものと思われる。

「ターミナルレート 3%」ではインフレ制御できず

改定されたスタッフ見通しではHICPの2023~25年の予測に関し「+6.3%→+3.4%→+2.3%」と前回(9月)と比較すると、2023年が+0.8%ポイント、2024年が+1.1%ポイントと大幅に上方修正されている。また、コアベースで見れば2023年のHICPが+4.2%と9月予測から+0.8%ポイントも上振れており、2024年に

ECBスタッフ見通し (2022年12月、前年比%)

	2022年12月見通し			悪化シナリオ		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
実質GDP	0.5	1.9	1.8	-0.6	0.2	2.0
HICP(総合)	6.3	3.4	2.3	7.4	3.6	2.0
HICP(コア)	4.2	2.8	2.4	4.3	3.0	2.4

(資料)ECB、2022年12月

入ってからも+2.8%と+2%を大きく超える仕上がりが見込まれている。こうした予測を踏まえる限り、2023年中の利下げはかなり非現実的な予想と言って良いだろう。

今後のインフレに関するリスク評価に関しても「主にアップサイド(primarily on the upside)」とされ、理由としては短期的にはエネルギー価格の高騰を背景に企業による価格転嫁が予見されること、中期的にはインフレ期待が持続的に目標を上回るような状況になれば賃金およびインフレ期待の上昇につながりかねないことが指摘されている。ダウンサイドとしてはエネルギー価格のピークアウトが見られており、景気減速に伴い内需の弱まりも見えていることが挙げられるが、与えられている紙幅は小さい。

なお、スタッフ見通しに関連して注目すべきラガルド総裁の言動もあった。ある記者が「市場が織り込

んでいるターミナルレート 3%程度という水準についてどう考えるか」と質問しており、ラガルド総裁は「スタッフ見通しはそれ（3%）を前提としているが、結果としてインフレ見通しは 2%に戻れないことになっている」と回答している。さらに「よって、さらなる利上げが必要であり、結果として新たな市場の織り込みを前提にスタッフ見通しも作成することになるだろう」と続けている。つまり、「2023 年半ばまでに 3%程度」という市場期待は今後上振れし、これに応じてユーロ相場も押し上げられると思われる。

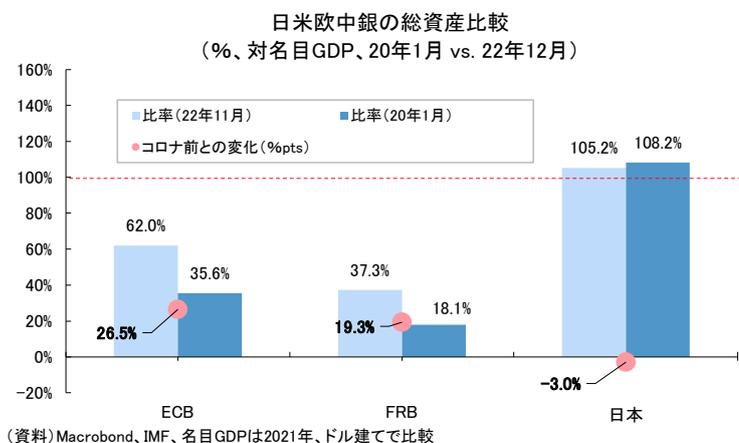
バランスシート縮小は 3 月から

今回の会合で最大の注目点とされたバランスシート縮小の行方も基本方針が明記された。2023 年 3 月以降、拡大資産購入プログラム (APP) で購入した資産の再投資を停止することが宣言されている。もっとも、満期が到来した資産の全てに関して再投資を停止するわけではなく、あくまで「慎重かつ予測可能なペース (at a measured and predictable pace)」にすることも付言されている。具体的には 3 月に着手した後、4~6 月期までは月 150 億ユーロのペースで再投資が停止される予定である（再投資停止にまつわる細かな仕様は 2 月会合で発表予定）。この 150 億ユーロという数字の根拠に関しラガルド総裁は「想定される償還額の約半分であり、市場参加者などから助言を得た適切な数字 (an appropriate number)」と述べている。また、資産購入の段階的縮小 (テーパリング) を決めた時と同様だが、このペースは定期的に見直しが入ることも確認されている。タイミングについて明言はないが、スタッフ見通し改定の時期 (3・6・9・12 月) に合わせるのだろう。その上で、あくまで主要な手段 (the key tool) は金利であってバランスシート縮小自体は補完的な位置づけであるとの基本認識を念押ししている。

「糊代論」としてのバランスシート縮小

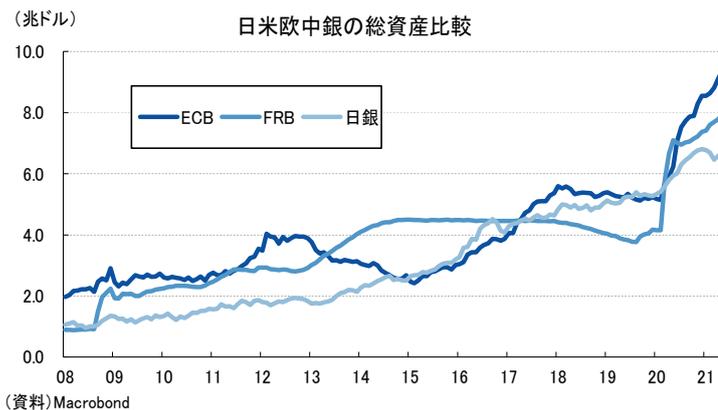
なお、インフレ抑制という視点に限らず、中長期的な政策運営を考える視点に立っても、極力早くバランスシート縮小に踏み切る意味は大きい。それは利上げ局面時に必ず出てくる糊代論の視点である。現在の引き締め局面の結果として到来する不況に備え、手札を積んで置いた方が良いという文脈はあり得る。金利に関しては、このままいけば預金ファシリティ金利が 2023 年央に 3.00%へ到達する。マイナス金利の下限が既に経験済みの▲0.50%で、1 回の利下げ幅を▲25bp とした場合、14 回分の利下げが可能になる。1 年に用意された会合が 8 回であるため、2 年弱は「利下げで対応する」というポーズが取れる。

しかし、金融危機後の諸々の混乱を見てきた立場からすれば、本格的な景気後退に突入した場合、それを利下げだけで乗り越えるというイメージは抱きにくい。過去の本欄でも言及したように、今回のパンデミック局面でバランスシートを最も膨張させたのは ECB であり、現状で最も巻き戻しが進んでいないのも ECB である (図)。GDP 比で言えば、日銀の 105%が元より世界最大としても、FRB の 37%に対して ECB は 62%とかなり開きがある。パンデ



ミック直前と比較した場合、日銀は現在▲3.0%、FRB は+19.3%であるのに対して、ECB は+26.5%と

抜きん出ている。また、バランスシートの絶対額(ドル建て)で言えば、日銀は約 5.2 兆ドル、FRB が約 8.6 兆ドルであるのに対して ECB は約 9.0 兆ドルと世界最大だ(図)。パンデミックの名を冠した PEPP の再稼働は考えにくいとしても、APP はいずれかの時点で再び活用される可能性が高いのだろう。確かに、ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の早期返済を通じてバランスシート縮小は



図られるとしても、これも金融機関の自由意志であり、実体経済が弱含む中において本当に返済が進むのか(流動性を保持していた方がベターと考える向きが多いのではないかと)という不透明感が残る。ECB も世界で最も肥大化してしまったバランスシートを抱えながら次回の後退局面を迎えたくないはずであり、実体経済への影響が多少顕現化されたとしても、PEPP 再投資や TPI の可能性をちらつかせながらその縮小は優先的に進められていく公算が大きいと考えられる。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(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～)
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～
2022年10月18日	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17日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
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	水際対策完全撤廃を前に論点整理
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	伊メロニニ新政権、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は冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
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)
2022年9月13日	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月12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～スタグフ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)
2022年8月15日	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「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～前門のリセッション、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)
2022年7月14日	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12日	米インフレ加速も住宅市場には変調の兆しも
2022年7月11日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月8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～日銀がスケ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ピング構想～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～