

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 27 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～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～

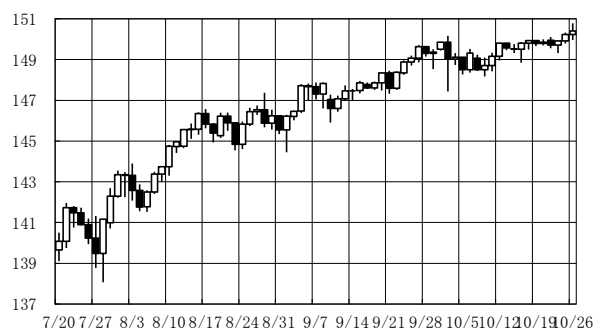
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、年初来高値を更新する展開となった。週初23日、149.89円でオープンしたドル/円は、材料に欠ける中、149円台後半でレンジ推移。海外時間は、著名投資家が債券のショートポジションを解消しているとの情報が材料視され、米金利低下に合わせ149円台後半でじり安推移した。24日、ドル/円はドル売りが続き、149円台半ばへじり安。海外時間は、一時週安値となる149.32円に下落してスタートも、米金利が上昇に転じる流れに合わせ、149円台後半に反転上昇した。25日、ドル/円は149円台後半で方向感なく推移。海外時間は、米9月新築住宅販売件数の良好な結果や米5年債入札の軟調な結果を受けた米金利上昇を受け、150円台に乗せた。26日、ドル/円は円売りが強まる中、150円台半ばに続伸。海外時間は、年初来高値となる150.78円を付けた後、一時150円を割り込んで急落も、すぐに水準を戻した。その後は、米GDP統計公表や米7年債入札などをこなしつつ、米金利低下で上値が押さえられる展開の中、150円台前半でレンジ推移した。本日のドル/円は、引き続き150円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、週前半には1.07手前まで上昇も、その後は反落に転じた。週初23日、1.0590でオープンしたユーロ/ドルは、米独金利差縮小を背景に1.06台後半に上昇した。24日、ユーロ/ドルは、一時週高値となる1.0695に続伸も、ユーロ圏10月製造業/非製造業PMI(速報)の弱い結果が嫌気され、1.06台を割り込んだ。25日、ユーロ/ドルは、欧州株安や米金利上昇が重しとなる中、1.05台後半でじり安推移となった。26日、ユーロ/ドルはECB政策理事会が政策金利の据え置きを公表すると、利上げ打ち止め感が意識され、一時週安値となる1.0521に続落。NY時間には、米金利低下が支えとなり、1.05台後半に水準を戻した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.05台後半での取引となっている。

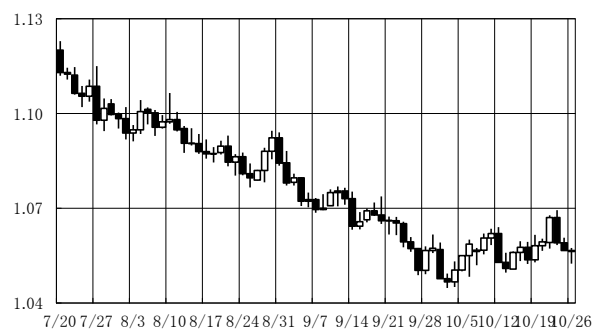
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		10/20(Fri)	10/23(Mon)	10/24(Tue)	10/25(Wed)	10/26(Thu)	
ドル/円	東京9:00	149.81	149.89	149.77	149.87	150.11	
	High	150.00	150.14	149.93	150.32	150.78	
	Low	149.60	149.56	149.32	149.80	149.87	
	NY 17:00	149.87	149.71	149.90	150.22	150.42	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0586	1.0590	1.0670	1.0596	1.0566	
	High	1.0603	1.0678	1.0695	1.0606	1.0569	
	Low	1.0565	1.0572	1.0583	1.0566	1.0521	
	NY 17:00	1.0595	1.0670	1.0590	1.0567	1.0560	
ユーロ/円	東京9:00	158.57	158.61	159.82	158.79	158.58	
	High	158.90	159.75	159.90	158.93	158.90	
	Low	158.37	158.55	158.56	158.42	158.00	
	NY 17:00	158.72	159.73	158.76	158.80	158.85	
日経平均株価		31,259.36	30,999.55	31,062.35	31,269.92	30,601.78	
TOPIX		2,255.65	2,238.81	2,240.73	2,254.40	2,224.25	
NYダウ工業株30種平均		33,127.28	32,936.41	33,141.38	33,035.93	32,784.30	
NASDAQ		12,983.81	13,018.33	13,139.88	12,821.22	12,595.61	
日本10年債		0.83%	0.86%	0.84%	0.85%	0.88%	
米国10年債		4.91%	4.85%	4.82%	4.96%	4.85%	
原油価格(WTI)		88.08	85.49	83.74	85.39	83.21	
金(NY)		1,994.40	1,987.80	1,986.10	1,994.90	1,997.40	

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、10月31日(火)～11月1日(水)にFOMCが開催される。9月会合では、市場予想通り政策金利の据え置きを決定。パウエルFRB議長は、利上げサイクルの終了宣言は明確に否定した一方、データ次第での追加利上げの実施を匂わせるなどタカ派なスタンスは維持した。ただ、「利上げに対し慎重に進める立場にある」「然るべきと考える状態にかなり近づいている」とも述べており、更新されたドットチャートの仕上がりに合わせて考えても、ターミナルレートに限りなく近づいたことは事実だ。19日の講演においても、パウエル議長は強靱な経済成長が続くようであれば追加利上げをする用意があると、総じてタカ派姿勢を維持。ただし、足許の米金利上昇に関しては「金融政策の道筋に影響を与え得る」としており、他のFRB高官同様、利上げの肩代わりになることを指摘した。追加利上げに対しそれほど前のめりではないのも事実だが、デフインフレ進行が遅れるリスクにも警戒感を示しており、利上げ停止を宣言できる状況にはない。11月会合でも、政策金利は据え置くものの、タカ派な姿勢は維持する公算が大きい。
- 本邦では、30日(月)～31日(火)に日銀金融政策決定会合が開催される。9月会合では、マイナス金利付きのイールドカーブ・コントロール(YCC)政策と、資産買い入れ方針の現状維持を決定。9月上旬に植田日銀総裁が、大規模な金融緩和策の柱であるマイナス金利政策解除を含め「いろいろなオプションがある」と語ったことを受け、一部ではフォワードガイダンスの変更を予想する向きもあった。植田総裁は会見で、上記の報道に関し「年内の可能性まったくないと総裁が言う」と決定に縛りかける」と説明し、報道に冷や水を浴びせた。ただ、市場の拡大解釈のおかげでマイナス金利解除を議論する上での難易度は若干下がったことは事実だ。とはいえ、実質賃金下落が顕著であり、10月会合では現状維持が基本線だ。なお、合わせて公表される展望レポートでは、24年度にかけての物価見通しが上方修正されるとの観測報道もあり、先行きを占ううえで注視が必要だ。また、賃金動向では、連合が24年の春闘において、「5%以上」の賃上げ目標を掲げる方針を示した。これは、今年の「5%程度」から引き上げられている。日銀が継続的な利上げ路線に至るには、現状の政策枠組みの下では実質賃金上昇が必要不可欠なだけに、春闘を前にどれだけの企業が先んじて賃上げ路線を公表するのも含めて注目が集まる。

	本 邦	海 外
10月27日(金)	・10月東京消費者物価指数	・米9月個人所得/支出 ・米9月個人消費支出デフレーター ・米10月ミシガン大学消費者マインド(確報)
30日(月)	・日銀金融政策決定会合(31日まで)	・ユーロ圏10月消費者信頼感(確報)
31日(火)	・9月失業率/有効求人倍率 ・9月小売売上高 ・9月鉱工業生産(速報) ・10月消費者態度指数 ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏7～9月期GDP(速報) ・ユーロ圏10月消費者物価指数(速報) ・米7～9月期雇用コスト指数 ・米10月コンファレンスボード消費者信頼感 ・米FOMC(1日まで)
11月1日(水)	・10月製造業PMI(確報)	・米10月ADP雇用統計 ・米10月製造業PMI(確報) ・米9月JOLT求人件数 ・米10月ISM製造業景気指数 ・米パウエルFRB議長会見
2日(木)	—————	・ユーロ圏10月製造業PMI(確報) ・米9月製造業受注
3日(金)	—————	・独9月貿易収支 ・ユーロ圏9月失業率 ・米10月雇用統計 ・米10月非製造業PMI(確報) ・米10月ISM非製造業景気指数

【当面の主要行事日程(2023年10月～)】

日銀金融政策決定会合(10月30～31日、12月18～19日、1月22～23日)

FOMC(10月31日～11月1日、12月12～13日、1月30～31日)

ECB政策理事会(12月14日、1月25日、3月7日)

3. ECB 政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～

見守りモードに入った ECB

昨日行われた ECB 政策理事会は 2022 年 7 月に利上げ着手して以来、11 会合ぶりに利上げの見送りを決定した。7 月以降、ECB 政策理事会はインフレよりも景気に軸足を置いた政策運営にシフトしつつあったが、今回の会合ではっきりとその路線が確認されたと言える。現行の預金ファシリティ金利 (4.00%) は ECB 設立以来で過去最高であり、この引き締め効果を見守るモードに入ったと考えるのが適切だろう。これは声明文からも確認できる。9 月声明文では「Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration」と現在完了形を用いて中立金利水準への到達が表現され話題になった。これに対し今回は「Based on our current assessment, we consider that the key ECB interest rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to this goal」と現在形を用いて、既に中立金利水準にあって、それがインフレ収束に寄与するというニュアンスに変わっている。政策金利水準を維持した上で、経済・金融環境がどう反応してくるかを考えることが最大の問題意識になってきていると見受けられる。

記者会見では「過去の利上げが資金調達環境への影響を通じて影響を与えると言うが、あとどれくらいの影響が残っているのか」という質問が見られた。これに対し、ラガルド ECB 総裁は「影響はまだ今後顕在化する」と述べた上で、スタッフ見通しの前提を引き合いに「2023 年末から 2024 年 1～3 月期を通じて引き締め効果は持続する」と述べている。つまり、2024 年 1～3 月期までは従前の利上げが実体経済減速に効く想定であり、裏を返せば「利上げをしなくても引き締めが期待できる状況」が続くということになる。もっとも、中東リスクに応じたエネルギー価格の上振れや雇用・賃金情勢の堅調など、不確定要素は枚挙に暇がない。これらを評価するかで利上げの必要性は随時変わるはずであり、だからこそ data dependent のフレーズは今回も多用されていた。実際、スタッフ見通しにおける想定原油価格 (2023 年:1 バレル 82.7 ドル、2024 年: 81.8 ドル) は現実に追いつけていない。ラガルド総裁もその点を認識した上で「再び利上げしないと言っているわけではない」と強調している。エネルギー価格高騰により再び利上げ路線に引き戻される可能性はあって、その展開は中東リスクに依存するというのが現状だろう。

なぜ、再投資停止は議論されないのか？

なお、昨日の本欄プレビューでも議論したパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入した資産の再投資停止前倒しや所要準備率 (MRR) 引き上げに関しては、1 番目の記者がその議論の有無を確認しているが、ラガルド総裁はいずれも議論されていないと明言し、それ以上の言及すら全く見られなかった。しかし、今月 11 日にはカザークス・ラトビア中銀総裁が、直前となる 25 日にはミュラー・エストニア中銀総裁が PEPP 再投資停止について「2024 年末まで待つ必要が無い」と言った趣旨の発言をしており、ともに政策理事会メンバーとして投票権を持つことを考えると、何の議論もなかったというのはやや違和感を覚える。今回の政策理事会の正式アジェンダとして挙がっていなかっただけで、恐らく問題意識は芽生え始めているというのが正確な現状なのではないかと推測する。ECB の金融政策運営は、正副総裁と専務理事からなる役員会 (executive board) を経てアジェンダが決まった上で政策理事会 (governing council) が開催されるため、事前に議論される論点は会合前からある程度決まっているとされる。今回は利上げ見送りという節目の決断に時間が割かれたということかもしれない。

もっとも、PEPP 再投資停止はイタリアを筆頭とする一部の脆弱国の国債利回りが騰勢を強めている現状に配慮して議論されていない可能性もあり、そうだとすると次回 12 月会合で a も争点にならない可能性はある。今回の記者会見でも域内債券利回りのワイドニング傾向、端的には「域内市場の分断化 (fragmentation)」がしばしば話題になった。ある記者からはイタリアの対独スプレッドが 200bps 以上に達しており、これは ECB としてどう考えているの



かと質す場面も見られた。夏場を境としてイタリア国債の利回りは騰勢を強めており、まだ昨年のピーク時には及ばないものの、天然ガス価格もインフレ率も落ち着き始めている現状に照らせば、この急騰は目に付く。こうした状況について、ラガルド総裁は「ユーロ圏の全加盟国を通じて適切な金融政策の波及経路が確保されるようにしなければならない。我々は、それを実現するための十分な政策ツールを全て持ち合わせている」と返すにとどまっている。ここで言う「それを実現するための十分な政策ツール」は PEPP 再投資の柔軟化政策であり、具体的には「ドイツ国債やフランス国債の償還金をイタリア国債やスペイン国債の再投資に充てる」という変則的な運営を意味していると思われる。

仮に、ECB スタッフ見通しが想定するように 2024 年 1～3 月期までは利上げ効果が持続するならば、イタリアを筆頭とする脆弱国への負担感は蓄積するはずであり、PEPP 再投資の柔軟化自体はむしろ、停止するどころか、今後必要性が高まっていくという読みが合理的になる。上述したカザークス・ラトビア中銀総裁などはイタリア国債利回りの上昇はあくまで同国の財政赤字拡大の結果であって、PEPP 再投資柔軟化の議論に影響すべきではないと発言している。表面化こそしていないものの、既に政策理事会内では「イタリアに配慮して再投資を止められない」という勢力と「インフレ抑制のために早く再投資を打ち切るべき」という勢力があって、これをけん制する発言なのではないか。別の記者からも「他のメンバーから色々な発言が出ているが、再投資停止はリスクがある動きと思うか」という質問があった。徐々に「議論していない」だけでは通らない雰囲気は確実に強まっている。この辺りは今回の政策理事会議事要旨が公表される際、注目すべき論点になる。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～