

みずほマーケット・トピック (2019 年 2 月 8 日)

週末版

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: 2018 年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな 2019 年～

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/円相場は横ばい推移した。週初 4 日に 109 円台前半でオープンしたドル/円は、中国が春節で市場参加者が少ない中、日経平均株価の堅調推移や米 10 年債利回りの 2.70% 台回復を手がかりに上昇し、12 月 31 日以来となる高値 110.16 円をつけた。しかし、米政府機関の一部閉鎖の影響で延期されていた米 11 月耐久財受注が発表され、予想を下回ったことから 109 円台まで反落。5 日は再び 110 円台を回復する場面も見られたが、日経平均株価がマイナス圏に沈むと上値を重くし、米 1 月 ISM 非製造業景気指数が予想を下回ったことから 109 円台後半を推移した。6 日はロウ豪準備銀行 (RBA) 総裁の利下げを示唆する発言を受けた豪ドル/円の下落や、トランプ米大統領の一般教書演説で米中通商協議への具体策が述べられなかったことが重しとなり一時週安値となる 109.56 円をつけた。7 日は一時 110 円台に乗せたが、クドロー米 NEC 委員長長の「米中通商合意までかなり距離がある」との発言に米中通商協議の進展への期待が後退し、米株が下げ幅を拡大する動きを横目に 109 円台半ばまで反落した。本日のドル/円は 109 円台後半で推移している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は軟調な展開。週初 4 日に 1.14 台半ばでオープンしたユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1460 をつけたが、週末にイタリア中銀総裁が経済成長見通しの下振れリスクについて言及したほか、ユーロ圏 12 月 PPI が予想を下回り、米金利の上昇もあって 1.14 台前半まで下落した。ブレグジットを巡る不透明感やイタリアの財政状況悪化の懸念がくすぶる中で上値重く、5 日はユーロ圏 1 月 PMI 改定値の総合指数が 2013 年 7 月以来の低水準となったことが重しとなり 1.14 近辺まで続落した。6 日は、独 12 月製造業受注が予想を下回ったことやドイツの自動車メーカー大手の決算が予想よりも弱い内容だったことから 1.14 を割り込み、ユーロ圏の景気後退リスクが依然警戒される中で米金利の上昇を受けたドル買い優勢に 1.13 台後半まで値を下げた。7 日は欧州委員会がユーロ圏経済見通しを下方修正したほか、フランスが「度重なる非難や挑発的言動」へ抗議するため駐イタリア大使の召還が発表されフランスとイタリアの関係悪化への懸念が強まる中、一時週安値となる 1.1324 をつけた。その後は 1.13 台半ばまで反発、本日のユーロ/ドルは 1.13 台半ばで推移している。

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			
		2/1(Fri)	2/4(Mon)	2/5(Tue)	2/6(Wed)	2/7(Thu)
ドル/円	東京9:00	108.85	109.44	109.98	109.94	109.99
	High	109.58	110.16	110.04	110.05	110.09
	Low	108.73	109.44	109.77	109.56	109.61
	NY 17:00	109.49	109.92	109.97	109.96	109.83
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1448	1.1456	1.1436	1.1409	1.1366
	High	1.1488	1.1460	1.1440	1.1409	1.1369
	Low	1.1434	1.1425	1.1401	1.1361	1.1324
	NY 17:00	1.1453	1.1436	1.1406	1.1363	1.1338
ユーロ/円	東京9:00	124.61	125.43	125.78	125.43	125.04
	High	125.73	125.94	125.86	125.44	125.04
	Low	124.39	125.36	125.30	124.82	124.35
	NY 17:00	125.43	125.68	125.43	124.97	124.50
日経平均株価		20,788.39	20,883.77	20,844.45	20,874.06	20,751.28
TOPIX		1,564.63	1,581.33	1,582.88	1,582.13	1,569.03
NYダウ工業株30種平均		25,063.89	25,239.37	25,411.52	25,390.30	25,169.53
NASDAQ		7,263.87	7,347.54	7,402.08	7,375.28	7,288.35
日本10年債		-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
米国10年債		2.68%	2.72%	2.70%	2.69%	2.66%
原油価格 (WTI)		55.26	54.56	53.66	54.01	52.64
金 (NY)		1,317.65	1,312.25	1,315.38	1,306.60	1,310.10

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、13日(水)に1月消費者物価指数(CPI)、翌14日(木)には1月生産者物価指数(PPI)の発表がある。総合CPIは前月比+0.1%と、エネルギー価格の下落による下押し圧力がやや緩和したことで9か月ぶりにマイナスとなった12月(同▲0.1)から加速し、コアCPIは同+0.2%と前月から横ばいになる見通しだ。総合PPIもエネルギーによる押し下げが和らいだことで前月比+0.1%(12月:同▲0.2%)、コアPPIは同+0.2%(12月:同0.0)とそれぞれ加速すると予測されている。また、14日(木)には12月小売売上高の発表もあり、前月比+0.1%(12月:同+0.2%)と小幅減速が予想されている。12月の自動車販売台数は減少となった11月から持ち直しており、小売売上高の自動車部分も増加したとみられる。他方、ガソリンスタンドの売上高は需要が小幅に増加した一方で価格が大幅に減少しており、大きめの押し下げとなりそう。自動車とガソリンを除く小売売上高は同+0.4%前月の同+0.5%からやや減速し、過去12か月平均(同+0.4%)並みの伸びが見込まれている。金融政策関連では、今晚にデイリー・サンフランシスコ連銀総裁が講演を行うほか、来週13日(水)にはメスター・クリーブランド連銀総裁、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁およびボスティック・アトランタ連銀総裁の講演などが予定されている。
- ・本邦では、14日(木)に10～12月期GDP(1次QE)の公表があり、前期比+0.3%(年率+1.4%)と2四半期ぶりのプラス成長になる見通しである。もっとも、7～9月期に相次ぐ自然災害の影響で大きく落ち込んだことの反動を踏まえると、力強さにかける結果との評価になりそう。個人消費は、夏場の自然災害の影響が一服し、良好な雇用・所得環境が続く中で持ち直したと予想される。また設備投資についても、米中貿易摩擦への警戒から一部の投資計画が先送りされるケースも出ているが、人手不足を背景とした省力化投資が下支えし、底堅く推移したとみられる。輸出は、前期に大型台風の影響で機能が低下していた関西国際空港が全面再開したことなどが押し上げに寄与したものの、中国向け輸出が減速したことで緩やかな伸びにとどまった。他方、輸入は内需の持ち直しなどにより大幅に増加したとみられ、純輸出の前期比寄与度は3四半期連続のマイナス寄与になる見通しだ。

	本 邦	海 外
2月8日(金)	・1月景気ウォッチャー調査	・独12月貿易統計
11日(月)	建国記念日	・米11月耐久財受注(確報)
12日(火)	・1月マネーストック ・12月第3次産業活動指数	・ユーロ圏財務相会合
13日(水)	・1月国内企業物価	・ユーロ圏12月鉱工業生産 ・米1月消費者物価 米1月財政収支
14日(木)	・10～12月期GDP(1次QE)	・独10～12月期GDP(速報) ・ユーロ圏10～12月期GDP(速報) ・米1月生産者物価 米12月小売売上高 ・米11月企業在庫
15日(金)	・12月鉱工業生産(確報)	・ユーロ圏12月貿易統計 ・米2月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米1月鉱工業生産 ・米2月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・米12月TICレポート(対外対内証券投資)

【当面の主要行事日程(2019年2月～)】

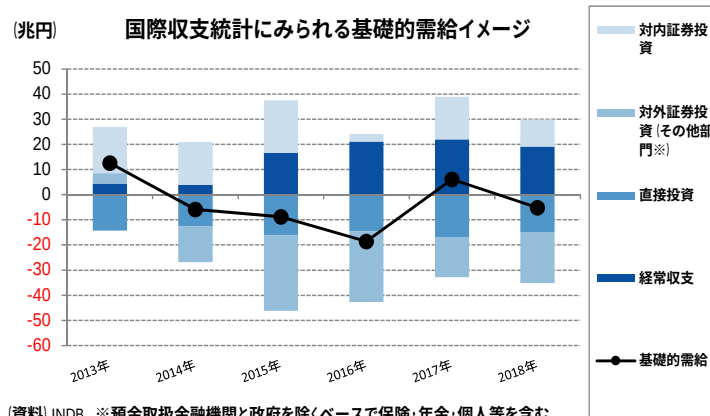
ECB政策理事会(3月7日、4月10日、6月6日)
 日銀金融政策決定会合(3月14～15日、4月24～25日、6月14～15日)
 米FOMC(3月19～20日、4月30日～5月1日、6月18～19日)
 FRB議長半期議会証言(2月中)
 米大統領予算教書、大統領経済報告書(いずれも2月中)

3. 2018 年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな 2019 年～

過去 2 年、円相場の需給は均せば中立という印象

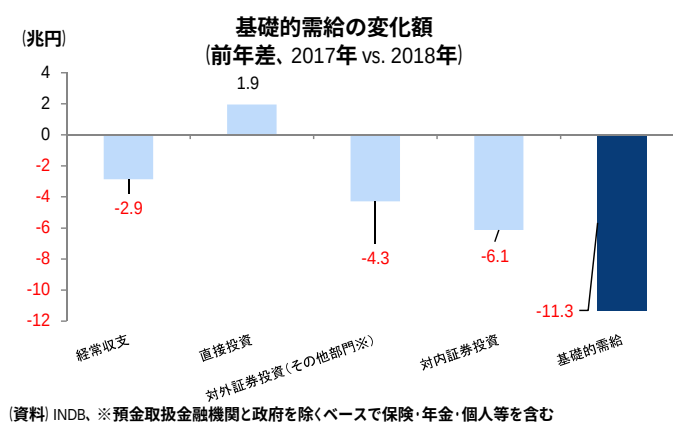
今朝方には本邦 12 月国際収支統計が公表され、2018 年通年で見た円相場の基礎的需給バランス（以下基礎的需給、図）が把握できるようになったので整理しておきたい。本欄で予測の指針としている基礎的需給に関し、2018 年は約▲5.2 兆円と 2 年ぶりの円売り超過に転じている。イメージとしては 2017 年の小幅な円買い超過（+6.1 兆円）をちょうど相殺するようなイメージである。いずれせよ、どちらも際立った超

過幅ではなく、過去 2 年は「均してみれば需給は中立」という印象が適切なのかもしれない。例えばドル/円相場の値幅に関し、2017 年は史上 3 番目の小ささであり、2018 年は史上最小という地合いだった。国際収支で見た需給バランスの均衡も、そのような方向感に乏しい地合いの一因だったのだろうか。



クロスボーダーM&Aの潮流は変わるか？

こうした需給バランスを項目別に見るとどうか。2018 年の経常収支は約+19 兆円の黒字となり、黒字額としては 3 年ぶりの低水準、前年比での減少は 4 年ぶりの動きとなった。主として原油価格の上昇が輸入金額を底上げしたことが大きい。世界経済のピークアウトが懸念される 2019 年のマクロ環境を踏まえると、輸出の減速も 1 つの見どころになってくるだろう。その際、原油価格もピークアウトしていると思われるため、経

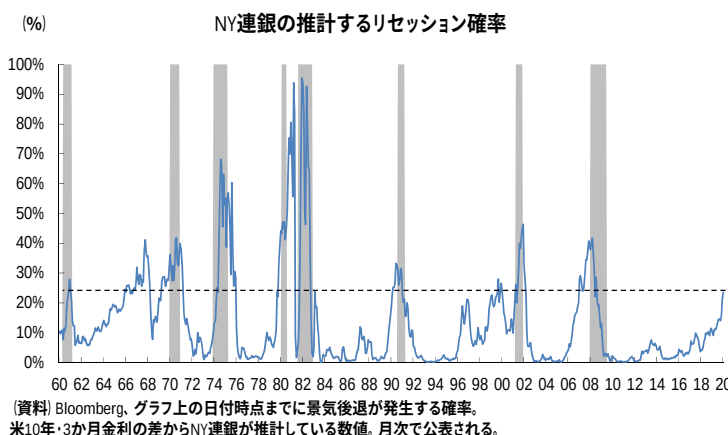


常黒字に与える影響はその綱引きということになるが、貿易戦争の収束が早期に見込めないという前提に立てば、自動車を武器とする日本の輸出は打撃を受けやすく、黒字も圧縮されやすいかもしれない。

一方、対外証券投資は約▲20 兆円の買い越しとなり、前年の約▲16 兆円からやや加速した。年 4 回の利上げに準じた動きであり、例年通り、この部分がどう変わってくるかが 2019 年の見どころだろう。ちなみに対内証券投資は日本株売りの動きを中心として買い越しが減少しているため、対内・対外証券投資をネットアウトした資本フローは流出超、すなわち円売りを後押すような動きとなっている。そのほか、近年、安定的な円売りフローとして注目されている対外直接投資は約▲18 兆円の買い越しと引き続き旺盛だが、前年の約▲19 兆円から減速している。対外直接投資の減速は 2014 年以来、4 年ぶりである。超が付くほど大型のクロスボーダーM&A 案件が相次ぐような潮流が曲がり角に差し掛かっているのか。筆者は基本的に潮流の継続を見込むが、目を配っておきたい論点ではある。

不況確率が高まる中で対外証券投資は出にくいはず

2019 年の需給環境はどう変わってくるだろうか。1 月の FOMC 声明文に象徴されるように、もはや FRB の「次の一手」は利上げではなくなった。こうなってくると円相場の基礎的需給バランスを左右する対外証券投資は衰えることはあっても加速することはないと考えるのが自然である。国際収支と同タイミングで公表された 1 月分の『対外及び対内証券売買契約等の状況（週次・指定報告機関ベース）』を見ると、対外証券投資は中長期債主導で約▲1.4 兆円の買い越しとなっているが、1 月 FOMC であれほど明確に金融政策の方向転換が図られた以上、本邦機関投資家の今後の挙動にも影響は免れまい。今週はニューヨーク連銀が 2 月 4 日に公表したリセッション確率の推計が 24%と 2008 年以来の高水準をつけたことが報じられていた。図示されるように、推計確率がこの水準まで高まったケースで不況を免れたケースは稀である。かかる状況下、少なくとも今後米金利が上昇し、日米金利差拡大をドライバーとする円安シナリオを描くのは相当無理があるというのが引き続き筆者の基本認識である。米経済が退潮となるタイミングにおいては本邦投資家のリスク回避姿勢も強まり、対外証券投資はどちらかと言えば、売り越しに傾きやすいというのが経験則ではないだろうか。結果として、基礎的需給環境が円売りを支持するような展開は予想が難しいように思える。



国際為替部
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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底ほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデーター～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～齟齬せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～