

みずほマーケット・トピック(2019年2月15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: 米小売売上高ショックをどう読むか? ~ 懸念される逆資産効果 ~	

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 111 円台に一時上昇後、経済指標の下振れから急落。週初 11 日に 109 円台後半でオープンしたドル/円は一時週安値となる 109.72 円をつけたが、米金利上昇を手がかりにドル買いが先行、日系企業が米テクノロジー企業へ出資すると報じられたこともあり 110 円台半ばまで急伸した。12 日は米共和党のシェルビー上院議員が「国境警備予算を巡る協議で原則合意に達した」と述べると 110 円台後半まで続伸したが、「トランプ米大統領は与野党が合意した国境警備予算案の承認についてまだ判断を下していない」と伝わる中、米金利の低下を背景に 110 円台前半まで反落。しかしその後は、トランプ大統領が「政府機関の閉鎖はないだろう」「3 月 1 日の対中追加関税の発動期限を遅延させることは可能」と述べたことなどから 110 円台半ばまで底堅く推移した。13 日は米 1 月消費者物価指数(CPI)およびコア CPI が前年比で予想を上回ったほか、トランプ大統領の発言により米中通商協議や米政府機関閉鎖問題に対する楽観的な見方が拡がり 111 円台前半まで上値を切り上げた。14 日は「トランプ大統領が中国製品への関税引き上げ期限の 60 日延長を検討している」と報じられると一時週高値となる 111.13 円をつけたが、米 12 月小売売上高が大幅に予想を下回ったことなどから 110 円台半ばまで急落、本日のドル/円は 110 円台前半で推移している。
- 今週のユーロ/ドル相場は大きく上下する展開。週初 11 日に 1.13 台前半でオープンしたユーロ/ドルは米金利の上昇を受けて下落、イタリア予算の見通しや将来の欧州議会および ECB の人選に対する懸念も響き 1.12 台後半まで値を下げた。12 日はユーロ売りが続いた反動で、ドイツなどの欧州国債利回りの上昇を手掛かりに持ち高調整目的のユーロ買いがやや優勢となり 1.13 台を回復した。13 日は前日の流れを引き継ぎ一時週高値となる 1.1342 をつけたが、12 月ユーロ圏鉱工業生産指数が予想を下回り、欧州の景気減速懸念が改めて強まったことや米長期金利の上昇で欧米金利差が拡大するとみたユーロ売り・ドル買いもありユーロ/ドルは 1.12 台後半まで大きく値を下げた。14 日は一時週安値となる 1.1248 をつけたが、米経済指標が予想よりも弱い内容だったことから 1.13 台前半まで反発した。しかし、ユーロの戻り売りに圧迫され 1.12 台後半まで反落、本日のユーロ/ドルは 1.12 台後半で推移している。

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				
		2/8(Fri)	2/11(Mon)	2/12(Tue)	2/13(Wed)	2/14(Thu)	
ドル/円	東京9:00	109.76	109.82	110.40	110.52	110.94	
	High	109.90	110.46	110.65	111.06	111.13	
	Low	109.65	109.72	110.35	110.43	110.41	
	NY 17:00	109.75	110.38	110.49	111.00	110.41	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1339	1.1324	1.1279	1.1334	1.1265	
	High	1.1351	1.1330	1.1340	1.1342	1.1310	
	Low	1.1321	1.1267	1.1258	1.1260	1.1248	
	NY 17:00	1.1321	1.1275	1.1327	1.1261	1.1296	
ユーロ/円	東京9:00	124.47	124.35	124.54	125.26	124.98	
	High	124.76	124.86	125.27	125.53	125.44	
	Low	124.18	124.30	124.47	125.01	124.75	
	NY 17:00	124.32	124.45	125.14	125.05	124.79	
日経平均株価		20,333.17	-	20,864.21	21,144.48	21,139.71	
TOPIX		1,539.40	-	1,572.60	1,589.33	1,589.81	
NYダウ工業株30種平均		25,106.33	25,053.11	25,425.76	25,543.27	25,439.39	
NASDAQ		7,298.20	7,307.91	7,414.62	7,420.38	7,426.96	
日本10年債		-0.03%	-	-0.01%	-0.01%	-0.01%	
米国10年債		2.63%	2.65%	2.69%	2.70%	2.65%	
原油価格(WTI)		52.72	52.41	53.10	53.90	54.41	
金(NY)		1,314.50	1,308.18	1,310.80	1,306.25	1,312.58	

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、ソフトデータの公表が相次ぐ。今晚 15 日(金)には 2 月 NY 連銀製造業景気指数と 2 月ミシガン大学の消費者調査が発表されるほか、21 日(木)には 2 月フィラデルフィア連銀景況指数や 2 月 Markit 製造業 PMI が発表される。企業マインドについては、仕入価格や新規受注の DI 低下というかたちで米中貿易問題の影響がうかがえる。2 月は NY 連銀指数が前月比プラス、フィラデルフィア連銀指数は同マイナスと、単月では方向感はまちまちとなる見通しだが、米中協議が膠着するなかで指数の下振れには注意したい。他方、消費者マインドについては、株式市場の反発や一部政府部門閉鎖の解除などが支えとなりそう。2 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)は 93.5 と前月(91.2)から反発する見通しである。このほか、金融政策関連では、20 日(水)に 1 月に開催された FOMC の議事要旨の公表が予定されている。また、連銀幹部の講演予定では、今晚 15 日(金)と 21 日(木)にボスティック・アトランタ連銀総裁、来週 19 日(火)にはメスター・クリーブランド連銀総裁、20 日(水)にブラード・セントルイス連銀総裁、22 日(金)にはウィリアムズ・NY 連銀総裁の講演などが注目される。また、22 日(金)には、ブラード・セントルイス連銀総裁とハーカー・フィラデルフィア連銀総裁がバランスシート政策に関するパネル・ディスカッションに参加する予定である。
- ・本邦では、18 日(月)に 12 月の機械受注が発表される。11 月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比 ▲0.0%と 10 月からほぼ横ばいとなった。内閣府によれば、10～12 月期は前期比+3.6%になる見通しだが、達成するには 12 月に前月比+24.5%の伸びが必要になってくる。12 月の工作機械受注(内需)は前月比 +0.7%と、10 月の同 ▲10.5%、11 月の同 ▲0.1%からの持ち直しは小幅にとどまった。これを参考にすると、機械受注(同上)については、四半期ベースで内閣府見通しから下振れする可能性が高そう。また、12 月が前月比+13.1%に届かない場合、10～12 月期は 6 四半期ぶりとなる前期比マイナスに陥ることになる。他方、外需については、四半期ベースでいったん下げ止まりとなりそう。10 月が前月比+15.5%、11 月は同 +18.5%と、10～12 月期が 4 四半期ぶりの前期比プラスになるのはほぼ見えている。工作機械受注(外需)は 12 月が前月比+5.9%、1 月は同+0.3%であったことを考慮すると、内閣府見通し(前期比+4.3%)を上振れる可能性も高いといえる。また、20 日(水)に発表される 1 月の貿易収支では、赤字幅の拡大が予想される。既に明らかとなっている 1 月上中旬の貿易統計では、12 月比で輸出が輸入を上回る規模で減少しており、月間ベースでも同様な傾向が確認されるとみられる。このほか、22 日(金)に発表される 1 月の全国消費者物価指数(CPI)については、生鮮食品とエネルギーを除くコアコアベースで横ばいとなる見通し。ただし、1 月の東京都都区消費者物価指数が日並びの影響による宿泊料の伸びで上振れており、全国ベースでもいくらか影響が生じる可能性は残る。

	本 邦	海 外
2 月 15 日(金)	・12 月鉱工業生産(確報)	・独 12 月貿易統計 ・米 2 月 NY 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指数(速報) ・米 12 月 TIC レポート(対外対内証券投資)
18 日(月)	・12 月機械受注	米国祝日(プレジデント・デイ)
19 日(火)		・独 2 月 ZEW 景況指数
20 日(水)	・1 月貿易収支	・ユーロ圏 12 月鉱工業生産 ・米 FOMC 議事要旨
21 日(木)	・2 月製造業 PMI(速報) ・12 月全産業活動指数 ・1 月工作機械受注(確報)	・ユーロ圏 2 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・米 2 月フィラデルフィア連銀景況指数 ・米 12 月耐久財受注(速報) ・米 2 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・米 1 月景気動向指数 ・米 1 月中古住宅販売件数
22 日(金)	・1 月全国消費者物価指数	・ユーロ圏 1 月消費者物価指数(確報) ・独 2 月 Ifo 企業景況指数 ・独 4Q GDP(確報)

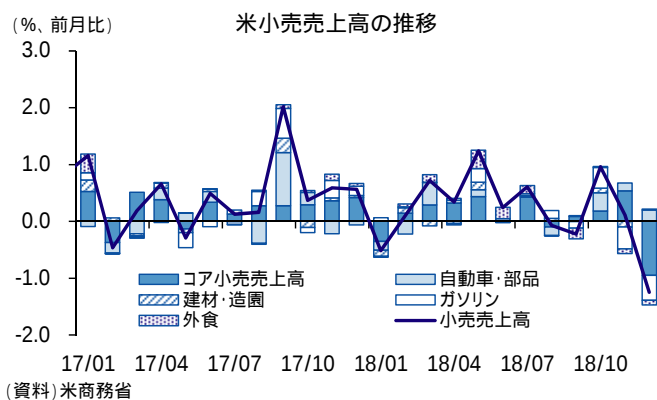
【当面の主要行事日程(2019 年 2 月～)】

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)
 米大統領予算教書、大統領経済報告書(いずれも 2 月中)

3. 米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～

米小売売上高「悲観の極み」以来の落ち込み

昨日の為替市場ではドル相場が下落した。米 12 月小売売上高が前月比▲1.2%、コアベース（総合から飲食店、自動車ディーラー、建材、ガソリンを除いたベース）では同▲1.7%と 2009 年 9 月以来、約 9 年ぶりの大幅減となったことが嫌気されている。とりわけコアベースの落ち込みが▲1%を超えたのは 2009 年 3 月（▲1.5%）以来であり、リーマンショック直後で「悲観の極み」を経験していた時代まで遡る



必要がある。増勢を見込んでいた市場予想との溝は大きく、米 10 年金利は 2.70%超から一時 2.64%まで低下しており、その後戻っていない。一方、株価がそれほど大崩れしていないのはブレイナード FRB 理事が年内でバランスシート縮小路線を停止することに言及したからであろう。それはそれで米経済への弱気を示す証左ゆえ、看過はできない。昨日の本欄でも言及したが、この 1 か月半でにわかに「やっぱり世界および米経済は大丈夫」という楽観ムードが復元された。そうした中、米経済にまつわるハードデータがはっきりと崩れたことは、そうした楽観ムードに一石を投じるものだと捉えたい。

急悪化の背景と逆資産効果の怖さ

米経済の 60%が個人消費であることを思えば、今回の小売売上高の大幅減をどう評価するかは今後の見通しを検討する上で重要なテーマである。既報の通り、今回の急悪化の背景には①政府機関の一部閉鎖、②株価急落、③年末商戦が 11 月へ前倒しされたことなどが挙げられている。このうち、主犯と目されているのが③であり、オンライン販売を中心に消費の多くが 11 月に前倒しされた影響が指摘されている。今回の 1 月小売売上高を見てもオンライン通販を含む無店舗販売が同▲3.9%と顕著に悪化していることから、③が足枷となった疑いは非常に強い。また、政府機関が閉鎖されている以上、経済活動が縮小するのも不可避であり①も事実であろう。今後に関しては、③は忘れても良いが、①は残ることになる。

しかし、気にしたいのは②だ。株式市場の不安定化は 11 月から発生している。NY ダウ平均株価は 12 月単月で約▲10%、10～12 月期では約▲22%、S&P500 指数は 12 月単月で約▲11%、10～12 月期で約▲17%も下落している。過去の本欄でも議論したが、近年、平均時給の緩慢な伸びにもかかわらず、米国の個人消費が堅調を維持できた背景には堅調な株価がもたらした資産効果の存在があった。少なくとも

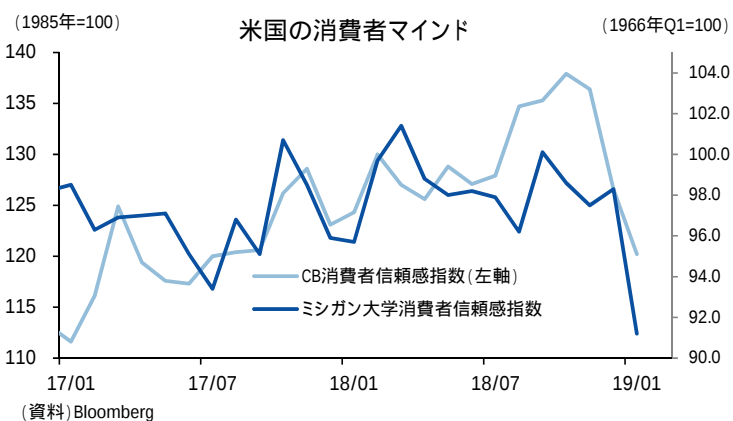


米家計金融資産の 3 割以上が株式で構成される以上、株高が旺盛な消費・投資意欲を駆動した面は否定できない。図で示されるように、2018 年 9

月末時点で米家計部門の純資産は GDP 比率で 500%を優に突破しており、過去最高を更新している。米株が崩れ始めたのが昨年 10 月以降（とりわけ 12 月以降）であることを思えば、その影響はやはり出てきても不思議ではない。先行して公表されていた消費者マインド系の指標が 1 月に入ってから崩れていることから（図）、1 月の小売売上高も楽観は出来ないのではないか。

12 月の小売売上高の不調を上述した①

～③のどれに求めるかで今後の見通しは変わってくるだろうが、仮に②が最も大きいのだとすると、根は深いかもしれない。確かに株価は 1 月に値を戻したし、1 月雇用統計が雇用・賃金共に極めて良好だったことを思えば 1 月は増勢に復帰する可能性があるだろう。だが、FRB が過去 5 年間続けてきた正常化プロセスを撤回しようとしている以上、消費者マインドは景気に対して前向きになれないと考えるのがまずはセオリーではないか（繰り返しになるが 1 月に入ってから消費者マインドは悪化している）。それに加えて 1 月以降も政府機関閉鎖は続いていし、米中貿易戦争を巡る不透明感は今に至るまで続いている。単純に「1 月は株価が戻ったから大丈夫なはずだ」という考えは禁物であり、次回 1 月分も相応の警戒を持って構えておきたいところである。



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.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
2019年2月14日	看過できない伊伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(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～)
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～金利に追隨する株価～
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」が勢いつかない理由
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「7.0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～理想主義の後始末へ～
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」が勢いつかない理由
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～底う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	ベース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～今回ばかりは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～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～厳寄せは新興国に～