

みずほマーケット・トピック (2019 年 3 月 1 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: 金融政策格差に落ち着いた年初の 2 か月間 ~ 互いに「住む世界が違う」様相 ~

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。週初 2 月 25 日に 110 円台後半でオープンしたドル/円は、トランプ米大統領が「3 月 1 日としていた中国製品への関税引き上げ期限を延期する」と表明したことが好感され 111 円を上抜ける場面が見られたが、200 日移動平均線が意識され反落。26 日はインドがパキスタンのテロリスト拠点を空爆と報じられリスクオフムードが強まったことや中国株の軟調となったことからドル/円は下落し、米 12 月住宅着工件数が予想を下回ったことなどを背景としたドル売りに 110 円台前半まで続落した。27 日はパキスタン軍がインド空軍機 2 機を撃墜との報に一時週安値となる 110.36 円をつけたが、米債利回りが上昇したことや米 1 月中古住宅販売仮契約件数が予想を上回ったことを受け 110 円台後半まで急反発。その後、米朝首脳会議成功への期待が高まったことにサポートされ 111 円台を回復した。28 日は米朝首脳会議が合意に至らず 110 円台後半まで下落したが、米 10~12 月期 GDP (速報値) が予想を上回ったことからドル/円は急伸し、米金利上昇に伴い 111 円台半ばまで上値を伸ばした。200 日移動平均線を上抜けたこともあり、本日のドル/円は 111 円台後半の年初来高値をつけている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上昇した。週初 2 月 25 日に 1.13 台前半でオープンしたユーロ/ドルは一時週安値となる 1.1324 をつけたが、週末に「メイ英首相が英離脱案の議会採決を 3 月 12 日までの延期を表明」と伝わったことやコービン英労働党党首が「合意なきブレグジットを回避するため修正離脱案を支持する」と発言したことを受け 1.13 台後半まで上昇した。26 日は米住宅関連指標の低調な結果によるドル売りや合意なきブレグジットへの懸念後退が引き続き意識され、ポンド/ドルの上昇にユーロ/ドルは 1.14 台前半まで連れ高となった。27 日は 1.13 台後半まで売り戻される場面も見られたが、ブレグジット延期への期待感やバイトマン独連銀総裁の「金融政策の正常化が基本シナリオである」との発言を受けて 1.14 台を再び回復。しかし、このレベルでは売り意欲も見られる上、米金利上昇によるドル買いもあり 1.13 台後半まで反落した。28 日は独 2 月 CPI への期待から一時週高値となる 1.1420 をつけたが、米経済指標が好調だったことからドル買いが強まり 1.13 台後半まで値を下げた。本日のユーロ/ドルは同水準で推移している。

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)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		2/22(Fri)	2/25(Mon)	2/26(Tue)	2/27(Wed)	2/28(Thu)
ドル/円	東京9:00	110.71	110.78	111.05	110.55	110.88
	High	110.90	111.24	111.08	111.07	111.49
	Low	110.56	110.58	110.41	110.36	110.66
	NY 17:00	110.68	111.06	110.59	110.99	111.38
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1340	1.1342	1.1365	1.1394	1.1378
	High	1.1356	1.1368	1.1402	1.1404	1.1420
	Low	1.1317	1.1324	1.1345	1.1363	1.1360
	NY 17:00	1.1333	1.1357	1.1389	1.1370	1.1370
ユーロ/円	東京9:00	125.55	125.63	126.18	125.96	126.15
	High	125.77	126.30	126.22	126.34	126.90
	Low	125.38	125.40	125.73	125.55	125.90
	NY 17:00	125.38	126.18	125.94	126.20	126.73
日経平均株価		21,425.51	21,528.23	21,449.39	21,556.51	21,385.16
TOPIX		1,609.52	1,620.87	1,617.20	1,620.42	1,607.66
NYダウ工業株30種平均		26,031.81	26,091.95	26,057.98	25,985.16	25,916.00
NASDAQ		7,527.55	7,554.46	7,549.30	7,554.51	7,532.53
日本10年債		-0.04%	-0.04%	-0.03%	-0.03%	-0.02%
米国10年債		2.65%	2.66%	2.64%	2.68%	2.72%
原油価格 (WTI)		57.26	55.48	55.50	56.94	57.22
金 (NY)		1,328.25	1,327.60	1,329.00	1,319.85	1,313.31



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- ・米国では、今晚 1 日(金)には 2 月 ISM 製造業景気指数が発表される。市場では 55.7 と前月(56.6)からやや低下すると予想されている。関連指標では、2 月 NY 連銀製造業景気指数や 2 月シカゴ購買部協会景気指数が市場予想を上回る改善となった。一方、2 月フィラデルフィア連銀景況指数は市場予想以上の落ち込みで 2016 年 5 月以来のマイナスに転じたほか、2 月製造業 PMI(速報)も市場予想を下振れる低下となっている。また、8 日(金)に 2 月雇用統計が発表される。非農業部門雇用者の増加数の市場予想は前月比 +17.0 万人と、前月の同+30.4 万人から大きく伸びが鈍化する見通し。NFIB 中小企業楽観指数にピークアウトの兆しがうかがえ、一部政府部門の閉鎖の影響もあって失業保険の新規申請件数は 2 月にやや増加傾向にある。雇用者数の伸び鈍化に違和感はない。ただし、市場予想ほどの伸び鈍化に至らない可能性もある。1 月は事前予想の前月比+16.5 万人を遥かに上回る同+30.4 万人であったが、同時に 12 月および 11 月の増加数を差し引き 7 万人下方修正された。なお、失業率については 3.8%と前月(4.0%)から小幅に改善、平均時給が前月比+0.3%と前月(同+0.1%)から加速、週平均労働時間は横ばいと市場では見られている。
- ・金融政策関連では、今晚 1 日(金)にボスティブ・アトランタ連銀総裁が、米企業エコノミスト協会(NABE)の会合で景気見通しと金融政策について講演する予定。6 日(水)にはウィリアムズ NY 連銀総裁の講演が予定されているほか、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁はパネル・ディスカッションに参加する予定。また、地区連銀経済報告(ページブック)の公表も予定されている。なお、FOMC(3 月 19~20 日開催予定)を控えて、9 日(土)~21 日(木)までは当局者が金融政策関連の発言を控えるブラックアウト期間となる。
- ・本邦では、3 月 1 日(金)に 2018 年 10~12 月期の法人企業統計が発表される。3 月 8 日(金)に発表される GDP2 次速報値算出のベースのひとつになる。前回 7~9 月期法人企業統計では、市場予想以上に設備投資が減速。7~9 月期 GDP2 次速報値では設備投資の下振れ(1 次速報値:前期比 ▲0.2%→2 次速報値:同 ▲2.8%)が全体の伸び率の下方修正につながった。10~12 月期の機械受注(船舶・電力除く民需)は 6 四半期ぶりとなる前期比マイナスに陥った。法人企業統計で前回(前期比 ▲4.0%)以上の設備投資の減速が確認されれば、10~12 月期 GDP(2 次速報値)は 1 次速報値から下振れする可能性が高まろう。
- ・欧州では、6 日(水)には OECD より世界景気見通しの半期見直しの結果が公表される予定。また、7 日(木)に ECB 政策理事会が開催される。前回会合では、リスクバランスを「均衡しているが下方に向いている(12 月会合)」から「下方にシフトした」に修正したものの、政策への影響は示さなかった。今会合では、政策面でさらに具体的な見解が示されるのか、なかでも金融機関の資金繰りに大きな影響を持つ TLTRO2 の後継スキームについて示唆があるのかが注目されよう。

	本 邦	海 外
3 月 1 日(金)	・1 月有効求人倍率 ・1 月失業率 ・2 月東京都都区消費者物価指数 ・4Q 法人企業統計 ・2 月製造業 PMI(確報) ・2 月自動車販売台数	・ユーロ圏 2 月製造業 PMI(確報) ・ユーロ圏 1 月失業率 ・ユーロ圏 2 月消費者物価指数(速報) ・米 12 月個人消費支出 ・米 2 月製造業 PMI(確報) ・米 2 月 ISM 製造業景気指数 ・米 2 月自動車販売 ・米 2 月ミシガン大学消費者マインド指数(確報)
4 日(月)	・2 月マネタリーベース	・米 1 月住宅着工件数 ・米 1 月卸売在庫(速報) ・米 1 月耐久財受注(速報) ・米 12 月建設支出
5 日(火)	・2 月サービス業 PMI	・ユーロ圏 2 月サービス業 PMI(確報) ・米 2 月サービス業 PMI(確報) ・米 2 月 ISM 非製造業景気指数 ・米 12 月新築住宅販売件数 ・米 1 月財政収支
6 日(水)		・米 2 月 ADP 雇用統計 ・米 12 月貿易収支 ・米 1 月耐久財受注(確報) ・米ページブック
7 日(木)	・12 月景気動向指数(確報)	・ユーロ圏 4Q GDP(確報値)
8 日(金)	・4Q GDP(2 次速報値) ・1 月国際収支 ・2 月銀行貸出 ・2 月景気ウォッチャー調査	・独 1 月製造業受注 ・米 2 月雇用統計 ・米 1 月卸売在庫(確報)

【当面の主要行事日程(2019 年 3 月~)】

ECB 政策理事会(3 月 7 日、4 月 10 日、6 月 6 日)

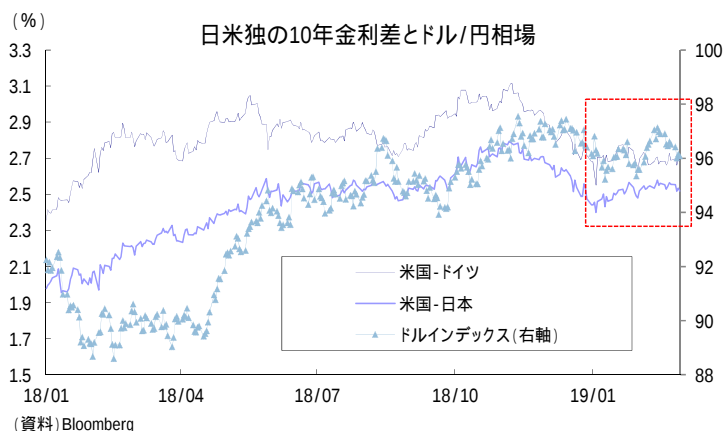
日銀金融政策決定会合(3 月 14~15 日、4 月 24~25 日、6 月 14~15 日)

米 FOMC(3 月 19~20 日、4 月 30 日~5 月 1 日、6 月 18~19 日)

3. 金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～

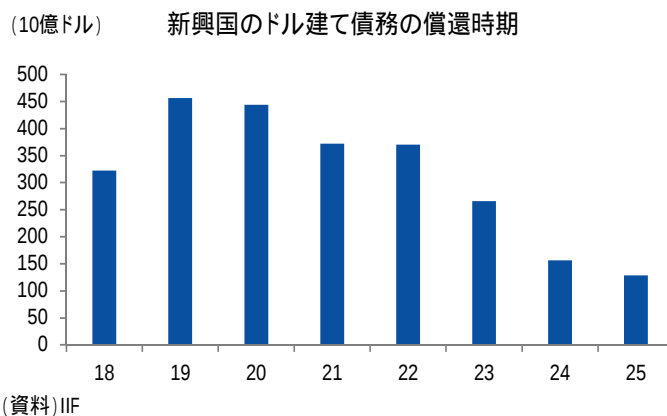
ユーロ圏・日本と米国ではまだ「住む世界が違う」のか

昨日の為替市場では米 10～12 月期実質 GDP(速報値)が前期比年率+2.6%と市場予想の中心(同+2.2%)を上回ったことを好感しドルが買われ、ドル/円相場は一時 111.49 円まで上昇した。それにしても今年も2か月が経過したが、為替相場は昨年から大きく代わり映えのない地合いが続いている。1 月 FOMC で事実上の利上げ停止宣言が行われたにもかかわらず対ユーロでも、対円でもドル売りが活気づく雰囲気は感じられない。結局、FOMC が正常化プロセスの歩みを緩めたところで ECB や日銀との金融政策格差が不変という構図が続く限り、変わりようがないと理解すべきだろうか。確かに、年初の相場混乱から約2か月が経過しているが、米独金利差、日米金利差は殆ど変わっておらず、だからこそドル相場も堅調なのだという解説は相応に説得力がある(図)。ラフに言えば、「FRB ハト派傾斜を契機にドル全面安」というシナリオが実現するには未だ弱気(金利低下幅)が不足しているということか。まさに昨日、クラリダ FRB 副議長が「世界の他の多くの地域、特に欧州と日本が危機対応の金融政策や危機対応モードから本格的に脱していない事実を米国として見落とすことはできない」と述べているが、ユーロ圏および日本と米国では「住む世界が違う」という現実を念頭に為替相場を見るべき状況なのかもしれない。



「2つの責務」+世界経済

しかし、同じ講演でクラリダ副議長はそうした世界経済の成長鈍化は米国の輸出と資産市場に影響を与えることから「考慮に入れる必要がある」と述べ、「2つの責務に重点置くが世界経済も1要素」とも述べている。米国経済がいくら堅調でも世界経済を振り回すような正常化プロセスは結局、壁にぶつかるという可能性に配慮しているのだろう。1 月 FOMC がやや性急にハト派へ転じなければならなかった最大の決め手は株式市場の混乱



だったと思われるが、米金利上昇の独走ムードが新興国からの資本流出を惹起し昨年前半から夏場にかけてアルゼンチン、トルコでショックが起きたことは記憶に新しい。そうした直近の苦い経験に加え、近年の国際金融市場では新興国のドル建て債務が積み上がっていることが脅威として指摘されることがある。この点、2019～2020年に迎える新興国のドル建て債務の償還額が2018年の1.5倍程度に及ぶというデータ(図)も見逃せないだろう。このような国際金融環境を見るだけでも、今後、FRBが再び正常

化意欲を取り戻し、米金利とドルの相互連関的な上昇を引き起こすハードルは上がっているように思えてならない。さらに、クラリダ副議長は「インフレが予想外に高進するリスクよりも、無用に引き締めを行うことで不当に景気回復を阻害するリスクのほうが大きい」とも述べ、当の米国経済自体も磐石ではないと言及している。足許の実質 GDP 成長率こそ加速しているものの、今後は 2% 程度と目される潜在成長率に軟着陸を果たしていけるかという局面に入る。その中で FRB として取るべき選択肢は「インフレが加速していないのであれば辛抱強く現状維持」というのが最も合理的な戦略になるだろう。就任以来、糊代論に固執した利上げ意欲が見え隠れしていたパウエル FRB 議長とは対照的にクラリダ副議長は長年の金融市場におけるエコノミストとしての知見に基づき市場の機微に精通している様子が感じ取れる。

結局、金融政策格差に落ち着いた 2 か月間

かかる状況下、再び為替市場が「米経済の堅調→FRB の連続利上げ→ドル高」という過去 5 年の循環に戻ってくるという想定は現実的ではないと考える。年初から見られているドル相場の底堅い地合いは来るべき調整（下落）局面の前の「踊り場」というのが本欄や「中期為替相場見通し」の基本認識だ。前頁図のドルインデックスの推移を見て、昨年 12 月からのドル安基調が完全に反転したのかどうかは判別が難しい状況だろう。片や、ユーロについても、こちらはこちらで円とは「住む世界が違う」という雰囲気がある。ECB が現在フォワードガイダンスで示唆している時期（最短今年 9 月頃に利上げ）からは大分遅れるが（表）それでも「次の一手」として利上げが期待されている中央銀行であることには変わりなく、この点では日銀と明確に異なる。その結果、年初来 2 か月間の 3 通貨の強弱関係が「ドル > ユーロ > 円」に落ち着いているのだろうか（対ドルでの変化率は 3 月 1 日時点でユーロが ▲0.8%、円が ▲1.8%）。結局、年初の 2 か月間は金融政策格差に応じた通貨の強弱関係に集約されただけにも見える。

しかし、それだけに FRB や ECB が現状の立ち位置からさらにハト派色を強めた場合、その立ち位置から殆ど動かない（動けない）であろう日銀との距離が詰まる

ことになる。それは金利差として如実に表れ、それに伴う円相場の騰勢に繋がるというのが筆者の基本認識である。とりわけ FRB はまだ正常化プロセスの「停止」であって、いずれまた同方向での政策調整を控えているような体勢にあるが、「次の一手」が再び利上げ路線に復帰できる可能性は、上述したように、決して高くないように思われる。

しかし、それだけに FRB や ECB が現状の立ち位置からさらにハト派色を強めた場合、その立ち位置から殆ど動かない（動けない）であろう日銀との距離が詰まる

ことになる。それは金利差として如実に表れ、それに伴う円相場の騰勢に繋がるというのが筆者の基本認識である。とりわけ FRB はまだ正常化プロセスの「停止」であって、いずれまた同方向での政策調整を控えているような体勢にあるが、「次の一手」が再び利上げ路線に復帰できる可能性は、上述したように、決して高くないように思われる。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(2月28日時点)

	EONIA	想定される預金 ファシリティ金利	時期
現在	-0.37	-0.40	
6か月先6M	-0.32	-0.35	2020年1月
12か月先3M	-0.27	-0.30	2020年4月
15か月先3M	-0.24	-0.27	2020年7月
18か月先3M	-0.19	-0.22	2020年10月
21か月先3か月	-0.15	-0.18	2021年1月
24か月先3M	-0.09	-0.12	2021年4月
24か月先6M	-0.06	-0.09	2021年7月

(資料) Bloomberg

色つき部分は完全に10bpsの利上げを織り込むイメージの時期

預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

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27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(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～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
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たポンド相場
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「振り返り」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～)