

みずほマーケット・トピック(2019年4月5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: ドイツがけん引するユーロ圏の減速 ~ 大崩れしたドイツ製造業受注 ~

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/円相場は上昇した。週初1日に110円台後半でオープンしたドル/円は一時週安値となる110.66円をつけたが、中国3月製造業PMIが4か月ぶりに予想を上回りドル/円は111円台前半まで上昇。NY時間朝方の米2月小売売上が予想を下回ったことを受けて一時111円を下抜けたが、その後発表された米3月ISM製造業景気指数などが予想を上回る結果に111円台半ばまで反発した。2日は前日からレジスタンスとして意識されている200日移動平均線(111.48円)近辺では上値は重く、手掛かり材料が欠ける中で111円台前半を推移した。3日は、本日から再開される米中通商交渉を前に大半の問題が解消されたとの報道を受け、リスク志向思考から円売りが強まり111円台半ばまで上昇したが、米3月ADP雇用統計が予想を下回り週末の米雇用統計に対する警戒感が強まったことや、米3月ISM非製造業景気指数が予想を下回り111円台前半まで押し戻される場面も見られた。4日は米紙が「トランプ米大統領が中国の習主席とのサミットの日程を今日の午後発表する」と報じたことや(ホワイトハウスは否定)、トランプ大統領が「対中貿易合意は近い」と発言したことから111円台後半まで上値を伸ばした。本日のドル/円は111円台後半で週高値を更新している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場はもみ合い。週初1日に1.12台前半でオープンしたユーロ/ドルは、NY時間朝方の弱い米経済指標を受けて強まったドル売りを背景に1.12台半ばまで値を上げたが、その後に発表された米経済指標が予想よりも強かったことから1.12台前半まで反落した。2日はドイツ金利が低下したことから一時週安値となる1.1183をつけたが、「メイ英首相がブレグジット交渉の行き詰まりを打開するため労働党のコービン党首との協議を提案した」との報道が伝わり、ブレグジット交渉への進展期待にポンド買いが強まる中でユーロ/ドルは一時1.12台前半まで連れ高となる場面が見られた。3日は一時週高値となる1.1255をつけたが、堅調に推移していたNYダウ平均がマイナス圏へ沈む動きにユーロ/円の売りが強まりユーロ/ドルは1.12台前半まで値を下げた。その後は株式市場が再びプラス圏へ切り返すとユーロ/円の買いが優勢となり1.12台半ばまでサポートされた。4日はECB政策理事会議事要旨の内容がハト派と受け取られたことやドル買いが先行したことから1.12台前半まで下落した。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)

		前週末	今 週			
		3/29(Fri)	4/1(Mon)	4/2(Tue)	4/3(Wed)	4/4(Thu)
ドル/円	東京9:00	110.64	110.99	111.44	111.32	111.39
	High	110.95	111.44	111.46	111.57	111.68
	Low	110.54	110.66	111.25	111.21	111.34
	NY 17:00	110.82	111.37	111.33	111.49	111.68
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1231	1.1223	1.1206	1.1203	1.1245
	High	1.1246	1.1250	1.1216	1.1255	1.1248
	Low	1.1210	1.1204	1.1183	1.1201	1.1206
	NY 17:00	1.1218	1.1215	1.1205	1.1232	1.1221
ユーロ/円	東京9:00	124.26	124.56	124.87	124.71	125.25
	High	124.63	124.95	124.89	125.44	125.39
	Low	124.15	124.47	124.48	124.63	124.97
	NY 17:00	124.30	124.82	124.71	125.23	125.24
日経平均株価		21,205.81	21,509.03	21,505.31	21,713.21	21,724.95
TOPIX		1,591.64	1,615.81	1,611.69	1,621.77	1,620.05
NYダウ工業株30種平均		25,928.68	26,258.42	26,179.13	26,218.13	26,384.63
NASDAQ		7,729.32	7,828.91	7,848.69	7,895.55	7,891.78
日本10年債		-0.08%	-0.07%	-0.06%	-0.05%	-0.04%
米国10年債		2.41%	2.50%	2.47%	2.52%	2.52%
原油価格(WTI)		60.14	61.59	62.58	62.46	62.10
金(NY)		1,292.30	1,287.75	1,292.47	1,289.95	1,292.28

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、今晚に3月雇用統計が発表される。非農業部門雇用者(NFP)は前月比+17.7万人(2月:同+2.0万人)と予想されている。関連指標を確認すると、週次の失業保険統計では、雇用統計調査週(12日を含む週)の新規失業保険申請件数は低下している。1日に発表されたISM製造業景気指数の雇用指数は大きく上昇し、3日の非ISM製造業景気指数の雇用指数も改善。同日発表のADP全米雇用報告では、民間部門雇用者数が前月比+12.9万人と市場予想(同+17.5万人)を下回ったものの、前月分は上方修正された。失業率に関しては3.8%と前月から横ばい、時間当たり平均賃金は前月比+0.3%(2月:同+0.4%)と伸びが鈍化する見通しだ。10日(水)に3月消費者物価指数(CPI)、翌11日(木)には3月生産者物価指数(PPI)の発表がある。総合CPIは前月比+0.3%と、エネルギー価格の上昇による押し上げ圧力に伴い2月の同+0.2%から加速し、コアCPIは再び同+0.2%(前月:同+0.1%)に戻る見通しだ。総合PPIもエネルギーによる押し上げから前月比+0.3%(2月:同+0.1%)に加速し、コアPPIも同+0.2%(2月:同+0.1%)と上昇ペースが早まると予測されている。なお、金融政策関連では、10日(水)にクラリダFRB副議長が講演を行うほか、同日にFOMC議事要旨(3月19~20日開催分)が公表される。
- ・欧州では、10日(水)にECB政策理事会が開催される。ECBは3月の理事会で①政策金利のフォワードガイダンスで現行水準を維持する期間を従来の「少なくとも19年夏まで」から「19年末まで」に先延ばしすることを決定。また、②ターゲット型長期性資金供給第三弾(TLTRO3)の実施方針を示した。同時に公表されたECBスタッフによる見通しでは、2019年の経済成長率は+1.7%から+1.1%に、インフレ率は1.6%から1.2%にそれぞれ大幅に下方修正している。ECBは3月会合でフォワードガイダンスの修正とTLTRO3の実施を決めており、当面は様子見姿勢が続くだろう。3月末からマイナス金利の階層化についての報道が増えているが、4月3日付の本欄で議論したように、単一通貨圏特有の構造的問題を踏まえると、現時点では実現可能性が低いと考える。
- ・本邦では、10日(水)に1月コア機械受注(船舶・電力を除く民需)が発表される。1月のコア機械受注は前月比▲5.4%と3か月連続でマイナスとなった。なお、1月分の発表に際して季節調整系列の遡及改訂が実施されており、1~3月期の機械受注見通しは前期比▲1.8%から同▲0.9%へと修正された。2月工作機械受注(みずほ銀行による季節調整値)が前月比▲12.0%と6か月連続で減少する中、市場では機械受注も同+2.9%と増加すると予測されている。2月が予想通りとなった場合、10~12月期比でみると▲4.2%となり、機械受注見通しの達成は困難であることを示唆する結果となりそうだ。

	本 邦	海 外
4月5日(金)	・2月景気動向指数(確報)	・独2月鉱工業生産 ・米3月雇用統計
4月8日(月)	・2月国際収支 ・3月企業倒産件数 ・3月景気ウォッチャー調査	・独2月貿易統計 ・米2月耐久財受注(確報)
9日(火)	—————	—————
10日(水)	・2月機械受注 ・3月国内企業物価 ・3月貸出・預金動向	・ECB政策理事会 ・米3月消費者物価 ・FOMC議事要旨(3月19~20日開催分) ・米3月財政収支
11日(木)	・3月マネーストック	・独3月消費者物価(確報) ・米3月生産者物価
12日(金)	—————	・ユーロ圏2月鉱工業生産 ・米4月ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2019年4月~)】

ECB政策理事会(6月6日、7月25日、9月12日)
 日銀金融政策決定会合(4月24~25日、6月14~15日、7月29~30日)
 米FOMC(4月30日~5月1日、6月18~19日、7月30~31日)
 スペイン総選挙(4月28日)、欧州議会選挙(5月23~26日)

3. ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～

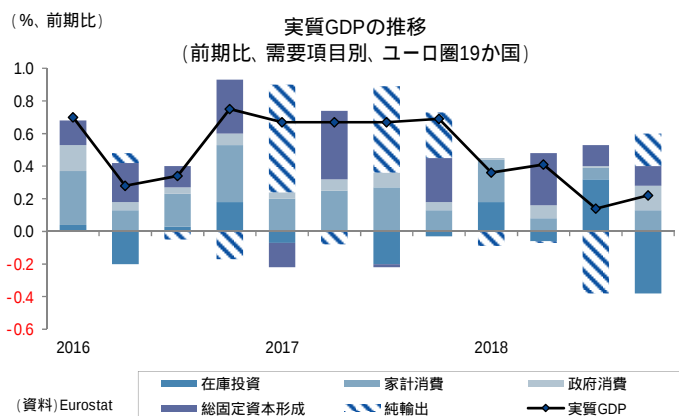
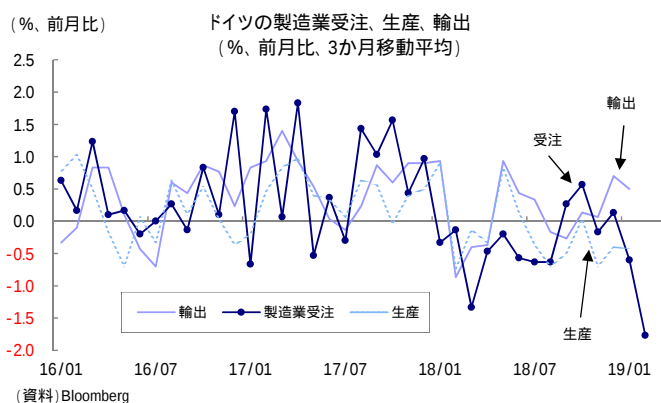
結局、首脳会談の日程は決められず

昨日の金融市場ではトランプ米大統領と劉・中国副首相の会談を前に米中通商協議の完全解決への期待が高まっており、米10年金利が2.5%台で安定推移する中、ドル/円相場も111円台後半で推移している。また、米新規失業保険申請件数が約半世紀ぶりの低水準を記録したこと、英国において合意なき離脱に向けた与野党協議が進んでいそうなことなども手伝って、リスク許容度の改善が先行する展開が見られている。米中協議についてはトランプ大統領からあと1か月ほどで「歴史的合意」が発表されるとの言及が見られているが、米国が是正を求める構造問題の解決に関し、その実施状況を検証（トレース）する手法や程度について隔たりが大きいとの評も目立つ。中国側からすれば、内政干渉のような米国の口出しを容認できるはずもなく、米国側からすれば検証できなければ意味がないという当然の言い分もある。様々なヘッドラインが交錯しているが、結局は米中首脳会談の日程を決められずじまいで終わってしまったことが重要だろう。やはり中間選挙までまだ時間のある現段階で市場ムードを一変させるような合意があるとは期待しない方が良いのではないだろうか。

立ち上がりが遠そうなドイツ経済

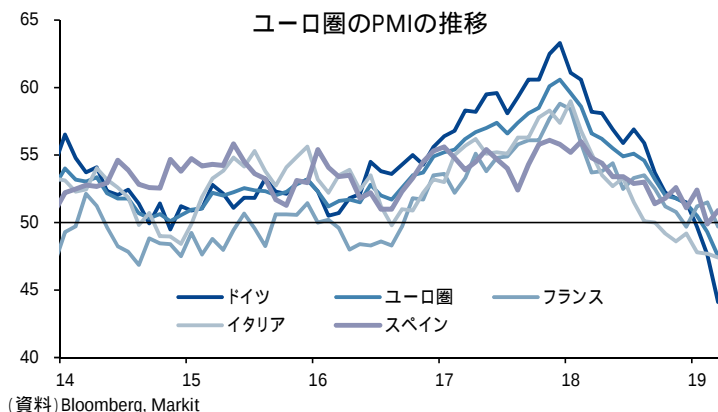
ところで現状の世界経済では中国と並んで欧州、とりわけドイツを中心とするユーロ圏景気の弱さが世界経済の足枷と指摘されることが多い。この点、昨日発表されたドイツ2月製造業受注指数はそうした懸念をさらに強める内容だった。若干の増勢を見込む市場予想の中心（前月比+0.3%）に対して同▲4.2%とかなりギャップの大きい結果が示されている。なお、前年比では▲8.4%であり、前月比で見ても前年比で見ても下げは加速しているのが現状である。国内と海外の別に見ると、国内新規受注が前月比▲1.6%であるのに対して海外新規受注は同▲6.0%となっており、圧倒的に国外の需要減退が響いている。ちなみに国外のうちユーロ圏からの新規受注は同▲2.9%、その他の国（域外）からの新規受注は同▲7.9%であるため、域外経済（恐らく大部分は中国）における需要の減退が相当に響いている様子が見て取れる。右図（上）を見る限り、外需（≒輸出）の落ち込み

を受けて受注と生産が伸びてこない状況は当面続きそうである。過去2年、ユーロ圏経済の方向を規定してきた需要項目が純輸出であることを踏まえれば（図・下）、今回のドイツ製造業受注から想定される未来はやはり明るいものではない。当面の減速は所与と考えるべきだろう。



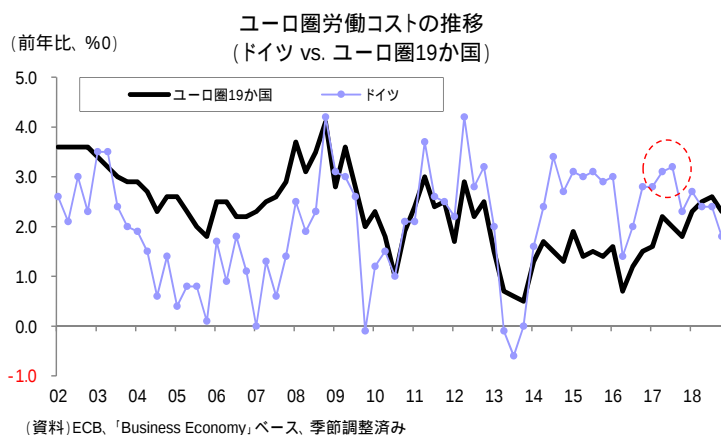
ドイツの主導する心理悪化

過去を振り返ってみると、ユーロ圏経済が本格的に立ち上がり、これに呼応して ECB がタカ派色を強め、ユーロが買われる局面というのは往々にしてドイツの強さがその他加盟国の弱さを糊塗し、域内全体の経済指標（象徴的にはユーロ圏 GDP）が改善しているタイミングである。しかし、上で見てきたように、見通せる将来においてドイツ経済のはっきりとした立ち上がりを想定するのは難しそうである。ド



イツに限らず実体経済が悪化する経路はショックが発生した後、企業や家計部門の心理が悪化し個人消費や設備投資が減退し、最後に雇用・賃金情勢へ波及するというのが雑駁なイメージになる。この点、過去 1 年間のユーロ圏ではドイツ製造業の心理悪化が域内全体をけん引し、これにドイツ経済ひいてはその他加盟国経済が追随しているという構図は見逃せない（図）。これほど急激な悪化が年内続くことは考えにくい、下げ止まった後、低空飛行ということは十分考えられよう。先月 7 日の政策理事会でフォワードガイダンスを緩和的な方向に修正したばかりであるにもかかわらず、そこから 3 週間後の講演でさらなる修正を示唆したドラギ ECB 総裁にはこうしたドイツを中心にもたつくだらう域内景気の未来が見えており、「恐らく悪化はもっと長引く（ゆえに利上げも後ずれする）」との思惑があったのだろう。

なお、昨日、アルトマイヤー独経済相は、昨年来から続く景気減速について今年から段階的に克服していくとの見方を示している。理由としては賃金上昇など労働市場に明るい動きが見られることが挙げられている。確かに、ユーロ圏およびドイツの労働コスト¹は前年比で増勢を維持しているが、2017 年下期以降、ドイツについては失速が始まっているのも事実である（図）。あくまで雇用や賃金は実体経済の状況を受けてバックワードルッキングに決まるものであることを踏まえれば、現状の賃金の増勢を理由に先行き楽観ムードを形成するのは危ういのではないだろうか。



新総裁も 1 年程度は我慢

ちなみに年初来から見られている一連の ECB からの情報発信を受けて金融市場が織り込む初回利上げは今から 2 年後の 2021 年 1～3 月期にようやく視野に入ってくるイメージまで後退している（表）。

¹ 企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト。従業員の総所得と間接コストの合計とされる。総所得は報酬・特別賞与・所得税・社会保険料を含む。間接コストは従業員のための社会保障費用と雇用に係る税金を含むとされる。

「2019 年どころか 2020 年も利上げは無理」という市場期待の実勢に合わせ、ECB も相応に政策運営を修正していかざるを得ないだろう。今年 11 月に就任する新総裁も着任後 1 年程度は正常化を我慢せざるを得ない時間帯が続くそうである。現状のフォワードガイダンスは年内の利上げを否定する内容となっているが、これは新総裁の手足を早々に縛りたくないという配慮も含まれていると推測され、本音では年内回復に自信を抱くメンバーは多

数派ではないと推測される。実際、昨日に公表された 3 月政策理事会の議事要旨には「多くのメンバー (A number of members)」が 2020 年 3 月末までフォワードガイダンスを伸ばすことを主張したという記述が見られており、最終的にはチーフエコノミストであるプラート理事との平仄を合わせることで引き下がったという内幕が示されている。3 月会合後の本欄ではフォワードガイダンスの僅か 3 か月の延長は金融市場の利上げ織り込みや大幅下方修正されたスタッフ見通しと整合的ではないと指摘したが、同様の旨の指摘が議事要旨に記されていることも見逃せない。

かかる状況下、経済・金融情勢に応じて早ければドラギ総裁にとっての最終会合となる 10 月 24 日、遅くとも新総裁にとって最初の政策理事会となる 12 月 5 日の会合で利上げに係るフォワードガイダンスは 2020 年半ば頃まで引き伸ばされる可能性があるのではないかと推測される。これに応じてユーロを敬遠する動きも強まりやすくなるだろう。だが、本欄や『中期為替相場見通し』では今年下期以降に失速感が露わになるだろう米経済、米金利そしてドル相場の状況にも鑑み、ユーロ/ドル相場は大崩れしないという基本認識を抱いている。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(4月4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	-0.38	-0.41	2020年1月
12か月先3M	-0.36	-0.39	2020年4月
15か月先3M	-0.36	-0.39	2020年7月
18か月先3M	-0.32	-0.35	2020年10月
21か月先3か月	-0.30	-0.33	2021年1月
24か月先3M	-0.26	-0.29	2021年4月
24か月先6M	-0.25	-0.28	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4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(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～)
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を前に～
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	パリ暴動の読み方～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の挙動～
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