

みずほマーケット・トピック(2019年4月19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: ユーロ圏 PMI を受けて ~ 「底打ち」しても正常化は別の話 ~	

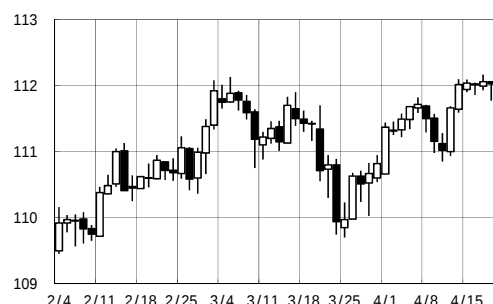
1. 為替相場の動向(関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、 「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は年初来高値を更新した。週初 15 日に 111 円台後半でオープンしたドル/円は、先週金曜日海外時間の流れを引き継ぎ日経平均株価が大幅上昇するなどリスクオンの展開となる中で 112 円前半まで上昇したが、年初来高値となる 112.13 円を上抜けることはできず失速。米 4 月 NY 連銀製造業景気指数が上回ったことから再度 112 円台まで上昇したが、上値を迫る動きはなく 112 円を挟んだ値動きが続いた。16 日は米 3 月鉱工業生産指数が予想を下回ったことや、高寄りした NY ダウ平均が上げ幅を縮小する動きに圧迫され 111 円台後半を推移した。17 日は日経平均株価が前日比プラスで寄り付き年初来高値を更新する中、日米通商協議を無難に通過した安心感もあり、ドル/円は年初来高値となる 112.17 円をつけた。18 日は独 4 月の製造業 PMI が予想を下回るとリスクオフの円買いとなり一時週安値となる 111.77 円をつけたが、米 3 月小売売上高など米新規失業保険申請件数が予想より良好な内容だったことから 112 円を回復。しかし、その後発表された米 4 月製造業 PMI、サービス業 PMI がともに予想を下回り 111 円台後半まで下落した。本日のドル/円は 112 円近辺で推移している。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に下落した。週初 15 日に 1.12 台後半でオープンしたユーロ/ドルは 1.13 台前半まで値を上げたが、株式市場がマイナス圏へ下落する展開にユーロ/ドルは売られ、1.12 台後半まで連れ安となった。16 日は関係筋の話として「先週の ECB 政策理事会で少数の理事が ECB の経済見通しは楽観的過ぎると見ている」と伝わり 1.12 台後半まで値を下げたが、その後「ECB はさらなる利上げを議論しておらず、マイナス金利階層化についても消極的」との報道を受けユーロは買い戻された。しかし、「英国の保守党と労働党がブレグジットを巡る話し合いで行き詰まっている」との報道を受けて 1.12 台後半まで再度下落に。17 日は良好な中国経済指標にリスク選好ムードが強まり、欧州株が堅調に推移する中、一時週高値となる 1.1324 まで値を上げた。その後はドイツ政府が 2019 年の成長見通しを引き下げたことが伝わると 1.12 台後半まで反落。18 日はフランス、ドイツ、ユーロ圏の 4 月製造業 PMI が軒並み予想を下回り、欧州景気の先行き不透明感が意識される中、一時週安値となる 1.1226 をつけ、本日のユーロ/ドルも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			
		4/12(Fri)	4/15(Mon)	4/16(Tue)	4/17(Wed)	4/18(Thu)
ドル/円	東京9:00	111.65	112.04	111.95	111.99	112.04
	High	112.09	112.09	112.04	112.17	112.06
	Low	111.59	111.86	111.85	111.92	111.77
	NY 17:00	112.02	112.04	112.02	112.06	112.02
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1260	1.1303	1.1305	1.1285	1.1297
	High	1.1324	1.1321	1.1314	1.1324	1.1304
	Low	1.1253	1.1298	1.1280	1.1279	1.1226
	NY 17:00	1.1300	1.1304	1.1280	1.1292	1.1234
ユーロ/円	東京9:00	125.72	126.63	126.55	126.35	126.56
	High	126.76	126.81	126.66	126.81	126.57
	Low	125.67	126.51	126.20	126.30	125.67
	NY 17:00	126.55	126.66	126.36	126.57	125.73
日経平均株価		21,870.56	22,169.11	22,221.66	22,277.97	22,090.12
TOPIX		1,605.40	1,627.93	1,626.46	1,630.68	1,614.97
NYダウ工業株30種平均		26,412.30	26,384.77	26,452.66	26,449.54	26,559.54
NASDAQ		7,984.16	7,976.01	8,000.23	7,996.08	7,998.06
日本10年債		-0.06%	-0.04%	-0.02%	-0.01%	-0.03%
米国10年債		2.56%	2.56%	2.59%	2.59%	2.56%
原油価格(WTI)		63.89	63.40	64.05	63.76	64.07
金(NY)		1,295.20	1,291.30	1,277.20	1,276.80	1,276.00

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、22日(月)に3月中古住宅販売の発表が予定されている。2月は前月比+11.8%の年率+551万件と急増し、2015年12月以来となる2桁増を記録した。全米不動産協会(NAR)の担当者は、金利低下や所得改善が2月の販売増につながったと指摘した。他方、先行指標である2月中古住宅販売留保指数は前月比▲1.0%と小幅に減少しており、前月の反動もあって3月の販売は同▲3.8%の年率530万件と予測されている。また、住宅ローン金利は4か月連続で低下するなど金利低下が続いているものの、中古住宅在庫率は3.5か月と供給不足が続いており、中古住宅販売を抑制する要因となっている。翌23日(火)には3月新築住宅販売件数の発表もあり、市場では前月比▲3.0%の年率+64.7万件とこちらも前月比マイナスが見込まれている。
- ・ 本邦では、24～25日に日銀金融政策決定会合が開催されるが、今回も特段の政策変更は行われない見込みである。なお、今会合では「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が公表される。日本経済は今年に入ってから減速の度合いを強め、3月の金融政策決定会合では景気の現状判断が一部下方修正された。もっとも、足許では中国経済に底入れの兆しが見られるなど世界経済の減速懸念はやや後退した。また、FEBやECBのハト派化を受けて、金融市場では株価が上昇基調にあり、為替レートも112円前後まで円安に戻しており、日銀が景気および物価見通しを大きく変更することはなさそうだ。今回新たに公表される2021年度の物価見通しも2%を下回ると見られるが、物価安定目標に向けたモメンタムが維持されているとの判断は変わらないだろう。
- ・ 経済指標では、26日(金)に3月鉱工業生産(速報)が発表される。2月の生産は前月比+0.7%(1月:同▲2.5%)と増加したものの、前月の落ち込みと比べると回復の勢いに欠ける結果となった。1月の大幅減産は年末年始や中華圏の旧正月が影響しており、その反動の一部は3月にも現れる可能性はある。製造工業生産予測調査をみると、3月は前月比+1.3%、4月は同+1.1%とともに増産が計画されている。1か月先の予測指数には上振れバイアスがあるが、経済産業省が補正した試算値でも、3月は同+0.4%と小幅な増産が見込まれている。他方、生産と関連の高い実質輸出は3月に前月比▲1.4%(2月:同+3.6%)と減少しており、市場では3月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と小幅な増加にとどまると予想されている。この通りの結果になったとすると、1～3月期の生産は前期比▲2.3%となり、消費税率引き上げの影響で大きく落ち込んだ2014年4～6月期(同▲2.9%)以来の大幅な減産になる見通しだ。

	本 邦	海 外
4月19日(金)	—	・米3月住宅着工
4月22日(月)	—	・米3月シカゴ連銀全米活動指数 ・米3月中古住宅販売
23日(火)	—	・ユーロ圏4月製造業/サービス業PMI(速報) ・米3月新築住宅販売
24日(水)	・3月企業向けサービス価格 ・2月景気動向指数(確報) ・日銀金融政策決定会合(～25日)	・独4月Ifo企業景況指数
25日(木)	—	・米3月耐久財受注(速報)
26日(金)	・3月労働力調査 ・4月東京都都区消費者物価 ・3月鉱工業生産(速報) ・3月新設住宅着工	・米1～3月GDP(速報値) ・米4月シンガン大学消費者マインド(確報)

【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(6月14～15日、7月29～30日、9月18～19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)

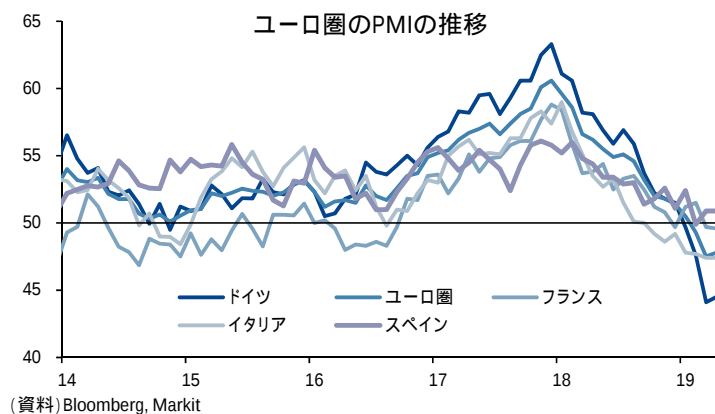
3. ユーロ圏 PMI を受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～

ようやく「底打ち」の兆しが出てきたユーロ圏

昨日は注目されたユーロ圏 4 月製造業

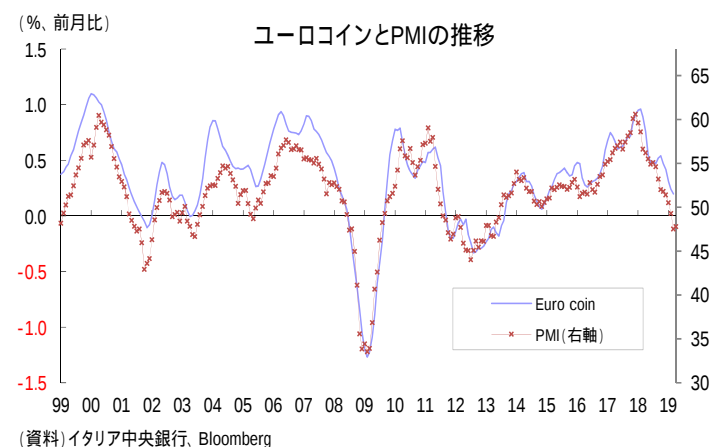
PMI が公表されている。GDP を筆頭に中国の経済指標が軒並み底打ちを見せている中、ユーロ圏 PMI の回復を期待する向きは多かったものの肩透かしに終わった。結果は 47.8 と市場予想の中心 (48.0) を下回った。もっとも前月の 47.5 からは改善しており、これが昨年 7 月以来、9 か月ぶりの前月比上昇であることを踏まえれば、中国の経済指標改善から連なる世界経済の持ち直しシナリオに

望みを繋いだとも言えるかもしれない。同じタイミングで公表されたドイツ 4 月製造業 PMI も市場予想 (45.0) を下回る 44.5 にとどまったが、やはり前月の 44.1 から 9 か月ぶりの前月比上昇である。この底打ちが本物であるかどうかを 5 月以降に判断することになるが、底打ちの真偽を逡巡できる状況になったこと自体が進展である。なお、サービス業は 53.3 から 52.5 へ低下しており (予想は 53.1) これを加味した総合ベースも 51.6 から 51.3 へと低下している (予想は 51.8)。実体経済が心理面から痛んでおり、それゆえに企業部門からの消費・投資があまり期待できそうに無いという状況は大きく変わっていない。



「一時的」ではなく「慢性的」である

また、ユーロ相場を見通す上で重要な「ECB の正常化プロセスが当面棚上げになる」という前提もやはり大きく変わるものではない。そもそも PMI を含む経済指標が軒並み悪化していたにもかかわらず正常化プロセスに固執してきたことが異常なのである。ようやく底打ちの真偽を探る局面に差し掛かっているのは良いとしても、そうした状況で利上げやバランスシート縮小を検討するのが難しいことは言うまでもない。昨日、



ハンソン・エストニア中銀総裁は「減速は一時的な現象であり、遅かれ早かれ、年後半のいずれかの時点で成長は加速すると見なしている」と楽観的な見通しを示しているが、ユーロ圏の減速は 2018 年 1～3 月期から始まっており、当時から「一時的」との評価が下されてきた。しかし、実質 GDP 成長率 (前期比) を見ると、2017 年の前期比成長率が平均 +0.7% であったものが、2018 年は平均 +0.3% へ切り下がっている。減速が 1 年続けば立派な「踊り場」である。いや、イタリアに至ってはリセッションに陥っているのだから、景気循環の用語にしたがえば 2018 年は景気の「踊り場」どころか「山」だったという話になる。景気循環の評価は事後的にしかできないので現段階では色々な表現があっても良いかもしれないが、

ユーロ圏の減速は「一時的」ではなく、ある程度「慢性的」な症状と考えるべきではないのか。

今月 30 日には 1～3 月期 GDP が公表されるが、底打ちを確信するような結果にはなるまい。ユーロ圏の月次 GDP のイメージとして注目されるユーロコイン指数（The €-coin indicator）は製造業 PMI とほぼ同じ動きをする（前頁図）。ユーロコイン指数の 1～3 月平均は前月比 +0.25% であることから、同期間の GDP もこれを大きく逸脱することは考えにくい。上記のハンソン総裁以外にも 17 日にはノボトニー・オーストリア中銀総裁も域内経済の下期安定を口にしており、14 日にはワシントンでドラギ ECB 総裁も同じようなことを述べていた。「年後半に緩やかに回復」が現在の政策理事会のメインシナリオゆえ当然と言えば当然だが、製造業 PMI が 40 台前半からさらに落ち込みを見せるようなことは元々考えにくい。一時的な悪化を乗り切ったというよりも、「落ちきったので上がるしかない」という達観した評価が実情に近いのではないのか。それは確かに「底打ち」と言える状況なのだが、金融政策の正常化を視野にユーロ相場が騰勢を強めるまでの話ではあるまい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(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～)
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	「パブルは崩れてからがパブル」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を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	ノーテ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～理想主義の後始末へ～