

みずほマーケット・トピック(2019年5月10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: 「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入 ~ 「失言」と割り切って良いのか? ~

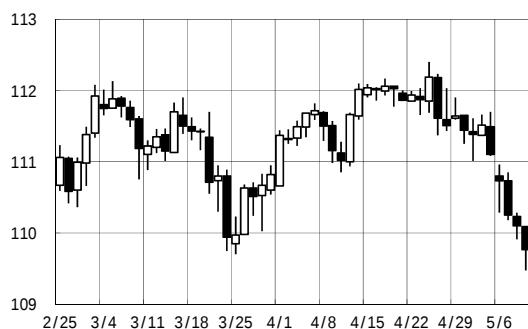
1. 為替相場の動向(関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落する展開。週初6日に110円台後半でオープンしたドル/円は、本邦休場となる中、前週末にトランプ米大統領が中国製品に対する関税の引き上げを表明したことを受けリスク回避の流れから110円台前半まで下落。しかしその後はショートカバーの動きが強まる中で、ドル/円は110円台後半まで反発した。翌7日は、米株価が大幅安となる展開に円買い優勢地合いとなり、ドル/円は110円台前半まで下落。8日にかけても米中通商協議への不透明感が高まる中、日経平均株価も大幅安となり、ドル/円は109円台後半まで下落した。その後は様子見ムードが広がる中、ドル/円は110円台前半で揉み合い推移となった。9日は、米金利の低下を受けたドル売りやリスク回避の動きが強まる中、ドル/円は一時週安値となる109.47円をつける場面が見られるも、その後はドルの買戻しに109円台後半まで反発。本日にかけてのドル/円も109円台後半で動意に乏しい推移が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は揉み合うも週後半急伸する展開。週初6日に1.11台後半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週安値となる1.1155をつける場面が見られるも、売り一巡後はユーロの買い戻しが優勢となり1.12台前半まで上昇。7日には、欧州委員会がGDP予想を前回から下方修正したことや米株価の大幅安を受けたユーロ/円の売りに連れ安となり、ユーロ/ドルは1.11台後半まで下落した。翌8日は、独3月鉱工業生産の良好な結果を好感すると、ユーロ/ドルは1.12台前半まで回復した。その後は米中通商協議を控え様子見ムードが強く、ユーロ/ドルは1.11台後半で揉み合い推移となった。9日は、米金利低下を受けたドル売りに、ユーロ/ドルは一時1.1251まで急伸する場面も見られたがドルが買い戻される展開に1.12台前半まで反落した。本日のユーロ/ドルは1.12台前半の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				
		5/3(Fri)	5/6(Mon)	5/7(Tue)	5/8(Wed)	5/9(Thu)	
ドル/円	東京9:00	111.50	110.65	110.81	110.27	110.04	
	High	111.73	110.96	110.85	110.29	110.11	
	Low	111.08	110.29	110.17	109.91	109.47	
	NY 17:00	111.10	110.73	110.25	110.10	109.77	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1173	1.1185	1.1202	1.1190	1.1198	
	High	1.1205	1.1209	1.1218	1.1214	1.1251	
	Low	1.1135	1.1155	1.1167	1.1183	1.1174	
	NY 17:00	1.1204	1.1200	1.1193	1.1192	1.1213	
ユーロ/円	東京9:00	124.56	123.77	124.14	123.34	123.19	
	High	124.65	124.29	124.25	123.52	123.26	
	Low	124.28	123.37	123.11	123.12	122.49	
	NY 17:00	124.42	124.07	123.39	123.23	123.11	
日経平均株価		-	-	21,923.72	21,602.59	21,402.13	
TOPIX		-	-	1,599.84	1,572.33	1,550.71	
NYダウ工業株30種平均		26,504.95	26,438.48	25,965.09	25,967.33	25,828.36	
NASDAQ		8,164.00	8,123.29	7,963.76	7,943.32	7,910.59	
日本10年債		-	-	-0.05%	-0.05%	-0.05%	
米国10年債		2.53%	2.50%	2.45%	2.48%	2.45%	
原油価格(WTI)		61.94	62.25	61.40	62.12	61.70	
金(NY)		1,281.30	1,283.80	1,285.60	1,281.40	1,285.20	

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、15 日(水)には 4 月小売売上高の発表があり、前月比+0.2%(3 月:同+1.6%)と増加する見通しである。ガソリンスタンドの売上高は良好な需要と価格の大幅上昇により全体を押し上げたと予想される。一方、4 月の自動車販売台数は前月比 ▲6.3%と 2011 年 5 月以来の大幅な減少となり、小売売上高の自動車部分も減少したとみられる。ここのと振れが大きくなっている自動車とガソリンを除く小売売上高は同+0.4%(3 月:同+0.9)と過去半年平均並みの増加が見込まれている。また、16 日(木)には 4 月住宅着工件数の発表が予定されている。年初、住宅着工件数は大きく振れたが、3 月は前月比 ▲0.3%の年率 113.9 万件と小幅に減少した。均してみると昨年半ばから弱い基調が続いており、住宅着工の先行指標である住宅建設許可件数を確認すると、3 月は前月比 ▲1.7%の年率 126.9 万件と 3 か月連続で落ち込んだ。ただし、着工件数とのかい離が大きくなっているほか、このところ住宅ローン金利が大きく低下していることも下支えとなり、4 月の住宅着工件数は前月比+7.1%の年率 122.0 万件に反発すると予想されている。金融政策関連では、13 日(月)にローゼングレン・ボストン連銀総裁、14 日(火)にはウィリアムズ NY 連銀総裁とジョージ・カンザスシティ連銀総裁など、2019 年に投票権を持つ FOMC メンバーが相次いで講演する予定である。
- ・ 本邦では、17 日(金)に 3 月第 3 次産業活動指数の発表があり、市場では前月比横ばいと予想されている。既に発表されている 3 月の消費関連統計を確認すると、商業動態統計では卸売販売額が前月比+0.1%(2 月:同 ▲1.2%)と小幅ながら 5 か月ぶりのプラスとなり、小売販売額は同+0.2%(2 月:同+0.4%)と 2 か月連続で増加した。このほか、チェーンストア販売額や百貨店売上高も 2 か月連続で増加した一方、乗用車販売台数(普通乗用車と軽乗用車の合計)が前月比 ▲4.2%(2 月:同 ▲1.2%)と 2 か月連続で減少している(みずほ銀行による季節調整値)。

	本 邦	海 外
5 月 10 日(金)	_____	・米 4 月消費者物価指数 ・米 4 月財政収支
13 日(月)	・3 月景気動向指数(速報)	_____
14 日(火)	・3 月国際収支 ・4 月景気ウォッチャー調査	_____
15 日(水)	・4 月マネーストック	・米 4 月小売売上高 ・米 5 月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米 4 月鉱工業生産 ・米 3 月企業在庫 ・米 3 月 TIC レポート(対外対内証券投資)
16 日(木)	・4 月企業物価	・米 4 月住宅着工 ・米 3 月フィラデルフィア連銀製造業景気指数
17 日(金)	・3 月第 3 次産業活動指数	・米 4 月景気先行指数 ・米 5 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 5 月～)】

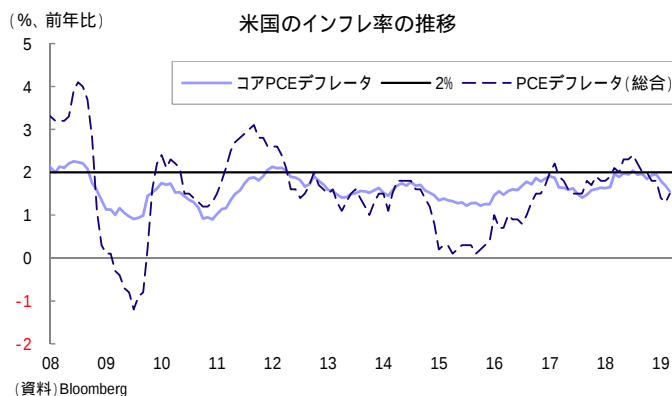
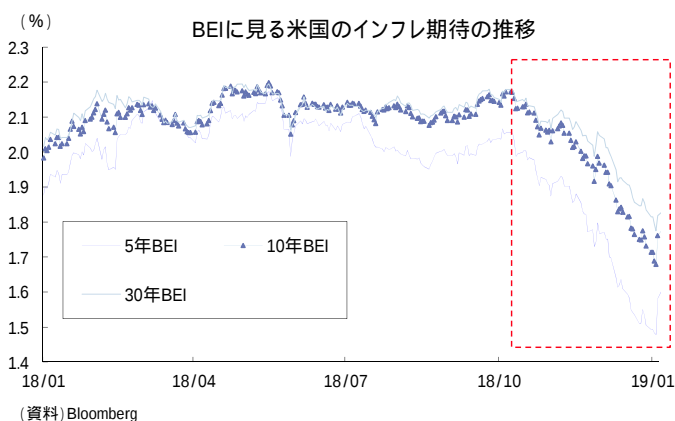
ECB 政策理事会(6 月 6 日、7 月 25 日、9 月 12 日)
 G20 財務相・中央銀行総裁会議(6 月 8～9 日)
 日銀金融政策決定会合(6 月 14～15 日、7 月 29～30 日、9 月 18～19 日)
 米 FOMC(6 月 18～19 日、7 月 30～31 日、9 月 17～18 日)
 欧州議会選挙(5 月 23～26 日)

3. 「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～

トランプ発言は全くの「失言」と処理すべきか？

ドル/円相場はじりじりと値を下げており、昨日は一時 109.47 円の高値をつける場面があった。本稿執筆時点では目下進行中の米中貿易協議の混迷が直接的なトリガーであることに異論はないが、もっと本質的なことに目を向けたい。年内という期限に拘るかどうかがどうかはさておき、FRB の「次の一手」が「利上げへの復帰」ではなく「利下げの着手」であることを徐々に為替市場も織り込み始めているのではないか。昨年半ば以降、トランプ大統領は断続的に FRB の正常化プロセスに横やりを入れ、その物言いは徐々に直接的かつ具体的になってきている印象すらある。直近では本邦 10 連休の間に「例えば 1 ポイント程度の幾分かの利下げが実施され、幾分かの量的緩和が実施されれば、米経済はロケットのように上昇する可能性がある」との発言が記憶に新しい。目下、大統領として FRB にやって欲しいことは利下げと量的緩和 (QE) の再開である。しかし、この発言はいつも通り「失言」と割り切るべきなのだろうか。

もちろん、「中央銀行の独立性」は神聖不可侵なものという基本認識に大きな異論をさし挟むつもりはない。だが、その自明とも言える前提に敢えて考察を与えてみると、見えてくるものもあるかもしれない。そもそも「中央銀行の独立性」が重要とされるのは、政治介入を許せば野放図な金融緩和が容認され、それが制御不能な物価の上昇を招来する可能性があるからである。極めてラフに言えば、インフレ予防ないしインフレ警戒が根底にある。だが、現在は世界的に物価の騰勢が抑えられており、むしろ「インフレにならないこと」が問題となっている。それは米国も例外ではない。図(上)は市場ベースのインフレ期待(5年・10年・30年)の推移だが、いずれの年限も FRB の政策スタンスが軟化し始めた昨秋以降、明確に屈折しており、株価が戻りを見せ始めた今年に入ってからこれと言って復調の兆しが無い。賃金や消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターなどの一般物価が冴えないことも周知の通りである(図・下)。



事態をややこしくした正常化への固執

ここでトランプ大統領の金融緩和催促に目を戻す。教科書的な懸念が正しければ、一国の元首がこれほど露骨に金融政策に口先介入すれば、「不適切な金融緩和の実施→景気過熱→インフレ高進→金利上昇」といったネガティブな反応が想定される。しかし、現実にはトランプ大統領が口先介入すると米金利は下がり、ドルも売られることが多い。本当に米国経済にインフレ懸念が内在し、トランプ大統領の緩和催促が

「失言」ならば、インフレ期待も米金利も上がり、通貨の信認が毀損することからドル安が進むのではないのか。ドル安が起きていることは共通しているが、単純に「米金利の低下に応じた売り」と「通貨信認の毀損に応じた売り」では意味が異なる。結局、大統領がこれだけ放言しても金利が下がり（米債価格は上がり）、インフレ期待も低迷したままということは「インフレ懸念などない」ということであり、言い換えれば「利上げが正当化されるような環境ではない」と理解すべきだろう。トランプ大統領は-正否は別にして-自分の言動をもって主張の正しさを証明したようにも思える。

トランプ大統領は昨年夏頃から FRB の正常化プロセスに公然と苦情を申し立てており、例えば昨年 7 月 22 日には利上げについて「さほど喜ばしいとは思っていない」と述べ、追加利上げへの懸念も示していた。しかし、それでも FRB は 9 月、12 月と粛々と利上げを行い、12 月にはパウエル議長解任報道も取り沙汰されるに至った。国家元首が中銀総裁の生殺与奪を握るような状況が危ういことは言うまでもないが、FRB が利上げを重ねていた局面でインフレ期待が上がっていたわけではないし、平均時給も一般物価も落ち着いたものだった。フォワードルッキングな政策運営という観点に照らせば、トランプ大統領にここまで踏み込まれる以前に正常化プロセスは再考すべき機会があったというのが筆者の基本認識である。この期に及んでは政治圧力に屈したとの誤解を回避したい思惑から、さらなるハト派化（利下げへの助走）がやや難しくなってしまったように見える。もちろん、結果論に過ぎないが、FRB の正常化への固執が事態をややこしくしてしまった感は否めない。

「デシインフレ下での中央銀行の独立性」と「インフレ懸念下での中央銀行の独立性」

金利先物市場において年内の利下げ確率は 60% 程度に達している。スポットの為替市場でそのような思惑が強いとは考えにくい、「次の一手」が「利上げへの復帰」ではなく「利下げの着手」であることが現実味を帯び始めている中、昨日議論¹したような投機的なドル買いポジションは明らかに維持が難しくなりつつあると推測する。繰り返しになるが、国家元首（政府）と中央銀行の間には適切な距離感というものがあって然るべきだ。一方で、「デシインフレ下での中央銀行の独立性」と「インフレ懸念下での中央銀行の独立性」では考えるべき論点も若干変わってくるという視点はあっても良いのではないかな。少なくともトランプ大統領の一連の発言と市場の反応を見て、筆者はそのような印象を抱いた。

危機後、財政ファイナンス、ヘリコプターマネー、物価の財政理論（FTPL：いわゆるシムズ理論）、最近では現代貨幣理論（MMT）など、過去であれば問答無用で禁忌とされたであろうフレーズが多用されるようになっている。それは金融政策に対する伝統的な考え方が曲がり角を迎えていることの証左なのだろう。トランプ大統領の「失言」は意外にも、そうした考えさせられる論点も含んでいるように思えた。

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。

¹ 本欄 2019 年 5 月 9 日号『「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか』をご参照下さい。

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5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
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～正真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～