

みずほマーケット・トピック(2020年2月21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: 忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～

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/円相場は週後半に 112 円を上抜ける展開。週初 17 日に 109 円台後半でオープンしたドル/円は、米国休日で動意に乏しい中、アジア株の堅調推移を受けて小幅に上昇した。18 日は、新型コロナウイルスの感染拡大懸念が増大し、日経平均株価とともにドル/円も下落。さらにオーストラリア準備銀行が追加利下げの妥当性を議論したことが判明すると円買いが勢いづき、一時週安値の 109.66 円まで下落した。その後はニューヨーク連銀製造業景気指数が大幅に予想を上回り、米金利縮小の動きとともにドル買いが強まると 110 円付近まで上昇したが、NY ダウ平均の上値が重い中、小幅に反落した。19 日は新型コロナウイルス感染者数の増加が落ち着き、中国で企業支援策が打ち出されるとの見方に円売りが先行し、欧州株も堅調に推移する中、ドル/円はじり高の展開。その後も米国の好調な経済指標の結果や株式市場の堅調推移を背景に上昇は続き、111 円台乗せとなり、一時 111 円台半ばまで上昇した。20 日も、アジア、米国の株式市場が堅調に推移したことで円売り・ドル買いの流れは続き、10 か月ぶりに 112 円を上抜けし、一時週高値の 112.23 円まで上昇した。本日は 112 円付近での推移が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は 1.08 を割り込む展開。週初 17 日に 1.08 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米国休場の中、大きなトピックはなく小幅の推移が続いた。18 日は、独 2 月 ZEW 景況感指数が大幅に悪化し、米金利の低下幅が縮小する動きを受けて、ユーロ売りが勢いづき 1.08 を下抜けた。その後、米金利が再び低下したことで 1.08 台前半まで回復したが、ユーロ買いの材料に乏しく再度 1.08 を割り込んだ。19 日は 1.08 付近を推移する展開で、欧州経済の減速懸念や好調な米国経済指標を背景にユーロ売り・ドル買いが進み、一時週安値の 1.0782 まで下落した。20 日は米金利の低下幅拡大とユーロのショートカバーを受け、一時 1.08 台を回復するも、堅調な米国の株式市場と経済指標の結果を受けて上値は重く、じりじりと下落した。本日は 1.08 付近での推移が続いている。

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			
		2/14(Fri)	2/17(Mon)	2/18(Tue)	2/19(Wed)	2/20(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.78	109.78	109.84	109.92	111.20
	High	109.91	109.96	109.94	111.60	112.23
	Low	109.70	109.72	109.66	109.85	111.12
	NY 17:00	109.77	109.86	109.87	111.35	112.13
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0842	1.0841	1.0837	1.0795	1.0810
	High	1.0861	1.0851	1.0838	1.0812	1.0821
	Low	1.0827	1.0817	1.0785	1.0782	1.0778
	NY 17:00	1.0831	1.0839	1.0791	1.0808	1.0784
ユーロ/円	東京9:00	119.04	119.01	119.03	118.67	120.22
	High	119.23	119.18	119.04	120.49	121.38
	Low	118.87	118.91	118.47	118.60	120.10
	NY 17:00	118.90	119.13	118.61	120.33	120.91
日経平均株価		23,687.59	23,523.24	23,193.80	23,400.70	23,479.15
TOPIX		1,702.87	1,687.77	1,665.71	1,671.86	1,674.48
NYダウ工業株30種平均		29,398.08	-	29,232.19	29,348.03	29,219.98
NASDAQ		9,731.18	-	9,732.74	9,817.18	9,750.97
日本10年債		-0.03%	-0.04%	-0.06%	-0.05%	-0.04%
米国10年債		1.59%	-	1.56%	1.57%	1.52%
原油価格(WTI)		52.05	-	52.12	53.29	53.78
金(NY)		1,586.40	-	1,604.50	1,611.80	1,622.30

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 27 日(木)に 1 月新築住宅販売件数の発表を予定している。12 月は前月比▲0.4%の 69.4 万件(季節調整済)と小幅に減少し、市場予想も下回った。また、在庫月数(在庫件数÷販売件数)は 5.7 か月と前月の 5.5 か月から若干拡大し、販売価格の中央値については、前月比+0.5%と小幅に上昇した。販売件数に関しては、前月比 3 か月連続でのマイナスとなり、住宅市況がピークアウトしている印象だが、通年でみると前年を 10%上回り、結果として 2007 年以来の高水準での推移となった。この背景には、米国金利が低下し、雇用動向が良好であった点があり、これらについては年明け以降も継続している。それゆえ、市場では住宅市況は昨年後半ほどの活況ではないにせよ堅調に推移するとの見方が広がっている。なお、ブルームバーグの予想では、1 月新築住宅販売件数を 70.4 万件、前月比+2.2%と拡大を見込んでいる。その他中銀関係では、本日 21 日(金)にバーキン・リッチモンド連銀総裁、カプラン・ダラス連銀総裁が講演予定で、来週 25 日(火)にはロレッタ・クリーブランド連銀総裁が、26 日(水)にはクラリダ FRB 副議長が講演を行う予定。
- 欧州では本日 21 日(金)にユーロ圏 2 月 PMI の発表を控える。1 月総合 PMI の結果は、米中協議フェーズ 1 合意やリセッション回避の期待感から 51.3 と昨年 8 月以来の高水準となった。しかし、ユーロ圏 10～12 月期 GDP や CPI の推移を見ると足許の数字は決して良好ではない。かかる中、欧州への新型コロナウイルスの感染拡大の影響が気になるところであるが、先週 13 日開催の欧州委員会では 20 年、21 年の実質成長率の見込みが据え置かれたほか、今週 17 日のユーロ圏財務相会合にて、センテノ議長は新型コロナウイルスの影響は限定的と述べた。また、株式市場は世界各地で感染拡大が懸念された 1 月下旬以降も一部業種を除き堅調に推移しており、感染者の絶対数が少ないせいも、欧州では未だ楽観的な見方も存在しているようだ。とはいえ、今週 18 日にドイツで発表された 2 月 ZEW 景気期待指数は前月から大幅に悪化し、これは主要輸出先の中国の経済減速が懸念されたからにはほかならない。また、ユーロも今月に入り対ドルで約 3 年ぶりの安値をつけ、多くの市場参加者が新型コロナウイルスはユーロ圏の経済へのマイナス影響をもたらすと考えていることを映し出している様相だ。中国の景気減速がユーロ圏に与える負のインパクトについては、昨年実際に経験したばかりであり、今後の影響については、上述した今現在の観測からはある程度慎重に考えておく必要があるだろう。なお、ブルームバーグではユーロ圏 2 月総合 PMI について、51.0 と予想されている。

	本 邦	海 外
21 日(金)	・1 月全国 CPI ・2 月製造業 PMI (速報)/サービス業 PMI (速報)	・米 2 月製造業 PMI(速報)/サービス業 PMI(速報) ・ユーロ圏 2 月製造業 PMI(速報)/サービス業 PMI(速報) ・ユーロ圏 1 月 CPI(確報)
24 日(月)	・祝日	・米 1 月シカゴ連銀全米活動指数 ・米 2 月ダラス連銀製造業活動
25 日(火)	・12 月景気動向指数(確報)	・米民主党大統領選候補者討論会(サウスカロライナ州) ・独 10～12 月期 GDP(確報)
26 日(水)	・1 月スーパーマーケット売上高	・米 1 月新築住宅販売件数
27 日(木)	_____	・米 1 月中古住宅販売仮契約 ・ユーロ圏 2 月景況感/消費者信頼感(確報)
28 日(金)	・1 月失業率/有効求人倍率 ・1 月住宅着工件数/建設工事受注	・米 1 月 PCE コアデフレーター ・仏 10～12 月期 GDP(確報) ・ユーロ圏 2 月 CPI(速報)

【当面の主要行事日程(2020 年 2 月～)】

G20 財務相・中央銀行総裁会合(2 月 22～23 日、4 月 16～17 日)

ECB 政策理事会(3 月 12 日、4 月 30 日、6 月 4 日)

米 FOMC(3 月 17～18 日、4 月 27～28 日、6 月 9～10 日)

日銀金融政策決定会合(3 月 18～19 日、4 月 27～28 日、6 月 15～16 日)

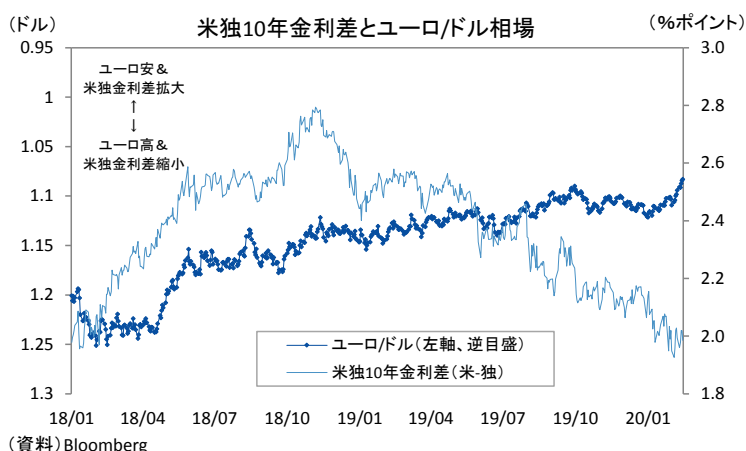
3. 忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～

都合のよい「日本売り」解説には与せず

為替市場ではドル/円相場が一時 112.23 円と続伸している。昨日の本欄でも議論したが、現下の円安を「日本売り」として解説することには同意できない。日本株も日本国債も堅調なのに円だけが手放されるという都合のよい「日本売り」などあるはずがない。円もユーロも直近安値圏で推移しており、ドルインデックスが 2 年ぶりの 100 が目前であることを思えばドル全面高に付随する円安であり日本がテーマということではあるまい。市場参加者としては 100 を超えるとドルインデックスが調整局面を迎えやすい経験則や、米金利低下と共にドル高が起きているという「ねじれ」を警戒すべき地合いと考える。

「マイナス金利の深さ」から忌避されるユーロ

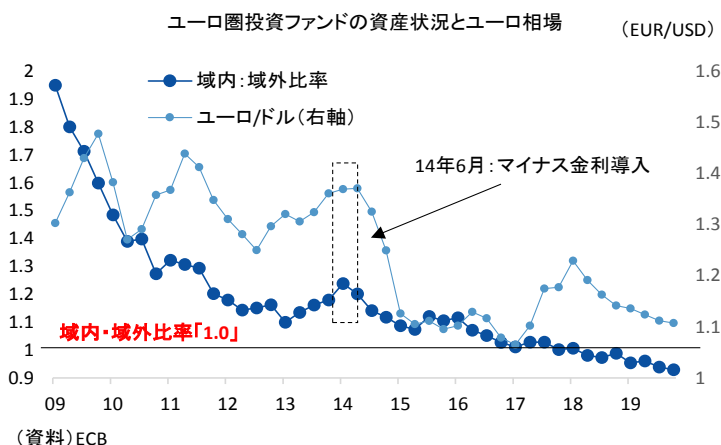
上述したように、為替市場では円相場もさることながら、ユーロ相場の弱さも目立つ。昨日のユーロ/ドルも 1.07 台で推移し、約 3 年ぶりの安値圏から脱し切れていない。多く通貨が対ドルで下落しているのでユーロの方向感だけが特別というわけではないが、水準感としてはドル/円以上の落ち込みである。理由は様々考えられるが、やはり将来にわたって想定される「マイナス金利の深さ」が嫌気されている可能性は高い。



GDP を筆頭としてユーロ圏の基礎的経済指標は殆ど良いところがなく、ただでさえ深いマイナス金利がさらに深掘りされることへの懸念が強まり地合いにある。また、そのようにしてユーロに付く金利がマイナス圏で沈んでいくという恐れが強まるからこそ、金（ゴールド）のようなゼロ金利の資産でも「相対的に見れば高金利（でしかも希少）」という目線で評価を受け、騰勢を強めるという部分もあるのだろう（中銀の金購入が増えているのはそうした背景があると推測する）。対米金利差という意味では米金利の下げ幅の方が大きく、例えば米独 10 年金利差は昨年半ばからはっきりと縮小している（図）。こうした中、素直に考えればユーロ/ドルは上昇するはずだが、むしろ下落傾向を強めている。ひとえに「マイナス金利の深さ」から購入対象として検討されるに至っていないという事実はある。

進むユーロ域外への逃避行動

この点、昨晚 ECB から公表されている四半期に一度の「ユーロ圏投資ファンド統計」が参考になる。過去の本欄でも定期的に注目してきた論点だが、ユーロ圏投資家の保有する資産残高について域内資産と域外資産の比率（域内÷域外）を取ると金融危機後は一貫して域外資産の残高が相対的に増え、近年では遂に比率が 1.0 を割った。比率の低下は



2019 年に入ってから見られている顕著な傾向だが、これは世界経済が減速する状況下、マイナス金利水準が深くなるユーロ建て資産からの逃避が増えたという解釈が最も自然だろうか。昨年 9 月、米 10 年金利が 1.4% 台まで下落した時、ドイツ 10 年金利は▲0.7%、フランス 10 年金利は▲0.4% まで下落していた。そのような対米金利差の変わらない相場環境だからこそ、「利下げにもかかわらずドル高が崩れなかった」と考えられたのである。現状、米 10 年金利は 1.5% 台と当時とほぼ同じ水準まで下落しているものの、ドイツやフランスの 10 年金利はそれぞれ▲0.4%、▲0.2% とやはり水没した状況が続いており、ドルからユーロへ資本フローが移るような環境とは言い難い。筆者は米 10 年金利が 1.0% 付近まで下がってくる状況になれば、さすがに「高金利通貨だからドル買い」という理屈は通らなくなると考えるが、これもユーロ（そして円）といったマイナス金利採用国通貨の絶対水準がどこまで沈むのかという未踏の論点次第である。極端な話、米 10 年金利が 1.0% まで下がっても、ドイツ 10 年金利が▲1.0% を下回るような状況ではやはりドル高は崩れない可能性はある。

通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策

こうした状況を煎じ詰めれば「マイナス金利解除がなければドル高が続く」という結論に行き着く。しかし、だとすれば為替予想も基本はドル高一色とならざるを得ないだろう。もうドル高局面は 2014 年 6 月以降、5 年半も続いている。これは歴史的にみて異様な長さだが、2014 年 6 月と言えば、ECB がマイナス金利導入を決定した月でもある。偶然ではないのかもしれないという思いも胸に去来する。また、裏を返せば、「マイナス金利解除がなければドル高が続く」ということは、マイナス金利政策が通貨安政策として機能していることの証左でもある。今年、6 年目に入るドル高局面を前にトランプ政権が、いや米国の通貨政策が、こうした状況をいつまでも放置するのだろうか。

足許以上のドル高に関しては、政治的なノイズが予想されること、ドルインデックスが節目の 100 を超えそうなこと、その一方で米金利の下げがきつくなっていることなどを考慮する必要があり、筆者は現状のドル高は過剰と言えるゾーンに入ってきたのではないかとの思いを強めている。

市場営業部
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
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～債券/ドルは1.20割れ定着か～