

みずほマーケット・トピック(2020年3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:踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム~「抜かすの宝刀」も抜かれるのか?~

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/円相場はドル高の展開。週初16日に106円台半ばでオープンしたドル/円は、日銀の金融政策決定会合が前倒して開催となることが発表され、政策への期待から107円半ばまで上昇した。日銀による追加緩和の発表直後は日経平均株価の上昇に伴い、ドル/円も堅調な推移を見せたが、その後反落し、米国時間にNY連銀製造業景況指数の下落幅が過去最大を記録したことで一時週安値の105.15円まで下落した。17日は、日銀のETF購入増額による期待から、日経平均株価が上昇する動きに、ドル/円も107円台を回復し、新型コロナウイルスの影響で世界景気が後退するとの観測が強まると、ドル買いの動きが強まり、じり高の展開が続いた。米国時間ではFRBがCPを使った資金調達ファシリティを復活させる可能性があるとの報道にドル/円は続伸し、米金融当局が銀行レバレッジと会計規則の緩和を検討することが報道されると、株式が大幅高となり、ドル/円も107円台後半まで上昇した。18日は、前日に続き世界景気の減速懸念からドルが買われる展開のなか、主に新興国中銀によるドル売り自国通貨買いの市場介入後のリバランスでドル買いが続くと、思惑のもと、ドル/円は一時週高値の108.65円まで上昇した。本日は週高値付近での推移が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場はドル高の展開。週初16日に1.12台前半でオープンしたユーロ/ドルは米国株式市場の急落後のドル買戻しの動きから1.11を下抜けたが、その後NY連銀による追加のレポオペの発表を受けてドル買いが弱まり、1.11台後半まで回復した。17日は、世界経済の減速懸念からドル確保の動きが強まり、1.10付近まで下落した。その後も欧州各国で新型コロナウイルスへの対応が発表されるが、相場への影響は限定的で1.10を中心に小動きが続いた。18日は、前日の流れが続きユーロ/ドルは1.09を下抜け、その後もEUが域内救済基金であるESM(欧州安定化メカニズム)を稼働させ、ユーロ圏の政府向けに複数の信用枠を用意することが検討されたとの報道に一時週安値の1.0802まで下落した。だが、翌19日はECBが7500億ユーロという量的緩和を緊急決断したことでユーロ買いの動きが戻り1.09台に値を戻して推移している。

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		
		3/13(Fri)	3/16(Mon)	3/17(Tue)	3/18(Wed)
ドル/円	東京9:00	104.68	106.50	106.28	107.40
	High	108.50	107.56	107.86	108.65
	Low	104.51	105.15	105.90	106.76
	NY 17:00	108.03	105.86	107.67	108.06
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1182	1.1158	1.1163	1.1018
	High	1.1222	1.1240	1.1189	1.1045
	Low	1.1055	1.1051	1.0954	1.0802
	NY 17:00	1.1117	1.1183	1.0999	1.0917
ユーロ/円	東京9:00	117.16	118.45	118.45	118.31
	High	120.30	119.82	119.60	118.40
	Low	116.99	117.15	117.31	116.92
	NY 17:00	119.90	118.40	118.38	118.00
日経平均株価		17,431.05	17,002.04	17,011.53	16,726.55
TOPIX		1,261.70	1,236.34	1,268.46	1,270.84
NYダウ工業株30種平均		23,185.62	20,188.52	21,237.38	19,898.92
NASDAQ		7,874.88	6,904.59	7,334.78	6,989.84
日本10年債		0.01%	0.01%	0.01%	0.05%
米国10年債		0.98%	0.74%	1.07%	1.18%
原油価格(WTI)		31.00	28.70	26.95	20.37
金(NY)		1,574.70	1,486.50	1,525.80	1,477.90

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 24 日(火)に 2 月新築住宅販売件数の発表を予定している。1 月は前月比+7.9%の 76.4 万件(季節調整済)と大幅に増加し、市場予想も上回った。また、在庫月数(在庫件数÷販売件数)は 5.1 か月と前月の 5.5 か月から縮小して、17 年 11 月以来の低水準となり、活況な市場動向は続いている。販売価格の中央値については、販売に占める高額物件の比率が上昇したことが主な要因となって、前月比+14.0%と急上昇した。引き続き米国金利の低下に伴う借入れコストの縮小と堅調な雇用動向が住居購入を後押しした格好となった。新型コロナウイルスの感染拡大で様々な経済活動への悪影響が危惧される中、ブルームバーグの予想では、2 月新築住宅販売件数を 75.5 万件、前月比▲1.2%と若干の減速を見込んでいる。その他中銀関係では、24 日(火)、26 日(木)にブラード・セントルイス連銀総裁が講演を行う予定。
- 欧州では 24 日(火)にユーロ圏 3 月 PMI(速報)の発表を控える。2 月総合 PMI の結果は、新型コロナウイルスの影響が懸念されたものの、51.6 と前月(51.3)に引き続き堅調な推移となった。内訳を見ると製造業 PMI が 49.2(前月 49.1)、サービス業 PMI は 52.6(前月 52.8)と各項目に大きな変化は見られなかった。しかし、今月については、指数発表元のマークイット社が前回発表時にプレスリリースで、新型コロナウイルスの感染拡大によって欧州経済の不確実性が増していることを強調していたほか、3 月に入って欧州での新型コロナウイルス感染者が急増している状況下、悪化を懸念する市場参加者は少なくない。その他中銀関係では、同日 24 日(火)にラガルド ECB 総裁の講演が予定されている。
- 英国では 26 日(木)にイングランド銀行(BOE)金融政策委員会を控える。BOE は今月 11 日、新型コロナウイルスの感染拡大に端を発する市場の混乱に対し臨時の会合を開催し、政策金利を▲50bps 引き下げて 0.25%としたほか、中小企業への融資促進政策(TFSME)を決定した。加えて、15 日には、FRB をはじめとする主要 6 中銀共同でのドル供給拡充の決定に参画した。また、同日にカーニー前総裁が退任し、翌 16 日からベイリー新総裁が就任したため、今回の会合は同総裁にとって初めての会合となる。市場では BOE が引き続き緩和的な政策を決定するとの予想が多く、追加の利下げや、TFSME の拡充、または BOE による資産購入拡大といった選択肢が検討される見通しである。

	本 邦	海 外
3 月 19 日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2 月全国 CPI</li> <li>・1 月全産業活動指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米 3 月フィラデルフィア連銀製造業業況指数</li> <li>・米 10~12 月期経常収支(確報)</li> <li>・米 2 月景気先行指数</li> </ul>
20 日(金)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏 1 月経常収支</li> </ul>
23 日(月)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米 2 月シカゴ連銀全米活動指数</li> </ul>
24 日(火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3 月製造業/サービス業 PMI(速報)</li> <li>・2 月工作機械受注(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米 3 月製造業/サービス業 PMI(速報)</li> <li>・米 2 月新築住宅販売件数</li> <li>・ユーロ圏 3 月製造業/サービス業 PMI(速報)</li> <li>・ラガルド ECB 総裁講演</li> </ul>
25 日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1 月日銀金融政策決定会合議事要旨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米 2 月製造業受注-資本財(速報)/耐久財(速報)</li> <li>・独 3 月 IFO 企業景況感指数</li> <li>・英 2 月 CPI</li> </ul>
26 日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・40 年利付国債入札</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米 10~12 月期 GDP(3 次速報)</li> <li>・英イングランド銀行金融政策委員会</li> </ul>

### 【当面の主要行事日程(2020 年 4 月~)】

ECB 政策理事会 (4 月 30 日、6 月 4 日、7 月 16 日)  
 米 FOMC (4 月 27~28 日、6 月 9~10 日、7 月 28~29 日)  
 日銀金融政策決定会合 (4 月 27~28 日、6 月 15~16 日、7 月 14~15 日)  
 G20 財務相・中央銀行総裁会合(4 月 16~17 日、7 月 18~19 日)

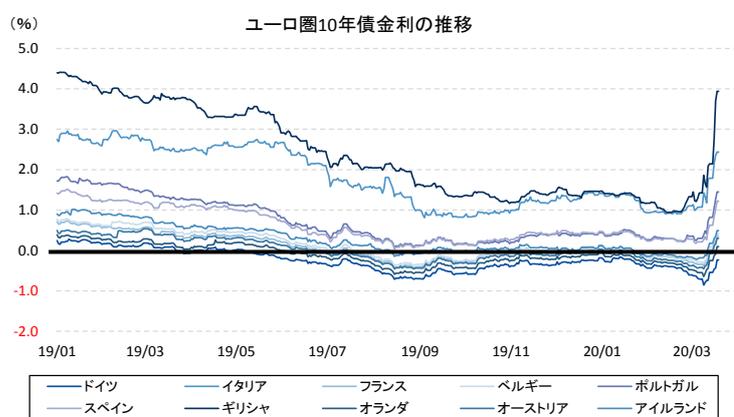
### 3. 踏み込んだ ECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～

#### 現実味を帯びる市場取引停止

金融市場の混乱は全く収まる気配がない。新型コロナウイルスの脅威は人智を超えており、その意味で台風、地震、津波と同じ類のものだろう。かつてハリケーンの接近で取引停止が決断されたことを思えば奇異な措置ではないようにも思える。取引停止の上で、時価会計の一時停止なども検討に値するものだろう。これほどの政策を注ぎ込んでも混乱が収束する気配はなく、また収束を期待する雰囲気すら感じられない。無為に政策カードを浪費するくらいなら最初から相手にしない方が良いが、何もしないと市場は失望から再び混乱に陥る。かかる状況下、取引停止の決断はあっても不思議ではない。

#### ECB、パンデミック緊急購入プログラムを決定

こうした中、日本時間の 19 日早朝、ECB は緊急電話会議を開催、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP：Pandemic Emergency Purchase Programme）と称する 7500 億ユーロの資産購入に踏み切ることを決定した。ECB は先週 12 日に追加緩和策を決定したばかりだが、イタリアを中心とする感染拡大がフランスやスペインにも及ぶ中、域内金利が広範に上昇し始めていたことへの措置と見られる。元より財政



(資料)Bloomberg

状態が芳しくないイタリアだけではなくドイツまでもがまとまった幅で金利上昇に直面していた（図）。ちなみにこれは米国そして日本も同様であり、パンデミックが起きる中で政府部門の財政負担が増し、金利が上がるという連想が働くという非常に不味い動きが見られている。

このような債券市場の変調が始まったのがちょうど先週 12 日の ECB 政策理事会後なので追加対策の必要性を認識したとしても不思議ではない。先週決定された 1200 億ユーロの増額について「主として民間資産が寄与する」と述べていたことも新しい政策が必要になった背景にあるだろう（厳密には定例会見後の CNBC インタビューで国債を購入する意志を改めて表明はしていたが効果は殆どなかった）。先週の会合後の会見では、ラガルド ECB 総裁が「ECB は国債利回りを抑制するために政策を行うわけではない。それは我々の機能や使命ではない。そうした問題を処理するための別の政策や別の役者がいる」と失言したことが大騒ぎとなった。裏を返せば先週時点ではまだそのようなことが言える余裕があったということでもあろう。この 1 週間で状況は一段と悪化したということだ。それにしても、これほどの決断ができるならば何故あのようなことを言ってしまったのか・・・という根本的疑問は残る。

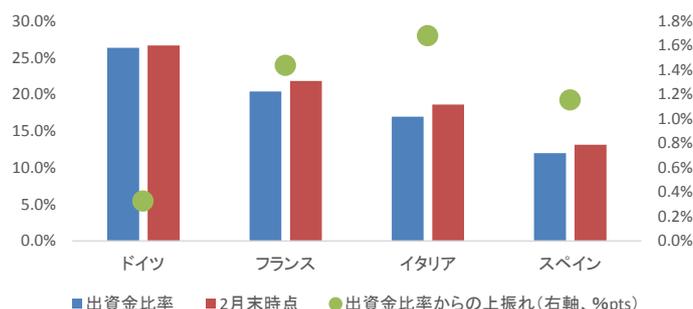
#### 期間や対象資産について

PEPP の実施期間については 2020 年末までとされているが「政策理事会が新型コロナウイルスの危機局面が収束した判断すれば、年末前に終了する」とされている（つまり年末には新型コロナウイルスは収束するというのが大前提になっている）。購入対象資産は「拡大資産購入プログラム（APP）で対象とす

る資産全て」とあるので、国債、社債、地方債、資産担保証券、あらゆる有価証券が対象となる。しかし、既述の通り、民間資産は発表済みの1200億ユーロで対応するのだとすれば、基本的には7500億ユーロが国債市場へ投入されることになる。発表には「a new temporary asset purchase programme」とあるので先週の1200億ユーロは今回の7500億ユーロとは別だと思われるが、仮に1200億ユーロが7500億ユーロの内数だったとしても6300億ユーロが国債市場に向かうことになる。どちらにしても十分な巨額である。これを先週の定例会合で発表していたらラガルド ECB 総裁の評価も大分変わったはずだ。

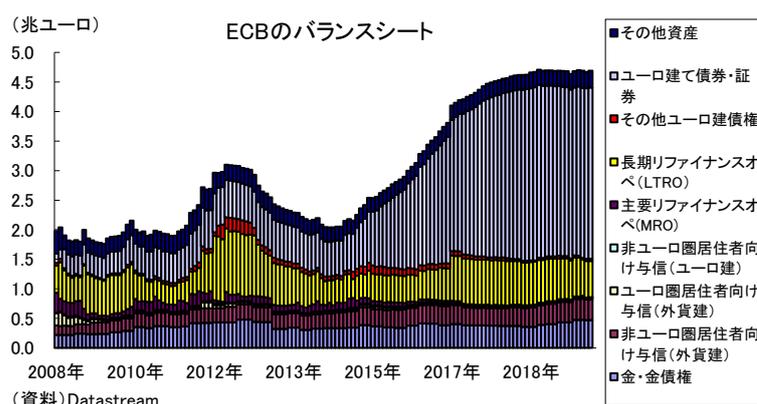
なお、これほどの巨額を国債市場に投じるということは当然、「issue or issuer limit」<sup>1</sup>や資本金出資比率 (capital key) からの乖離が気になるところである。この点、PEPP はこれまで通り、capital key に従うとされているものの、あくあまで柔軟な運営 (a flexible manner) とされており、資産クラスなどを跨いで購入金額のブレは容認されるとの旨が示されている。既にイタリア国債の保有残高は出資比率に照らして1.7%ポイント上振れている (図)。これから各国で大型の財政出動が予想されるので、「購入資産が不足してイタリアだけが偏って購入される」といったような事態は和らぐと思われるが、声明文を見る限り、もはや一時的な乖離の拡大は目を瞑るという覚悟がありそうである。声明文の締め部分には「政策理事会は直面するリスクに対して適切な政策を打つのに必要な程度、自身で課している制約を修正することを考える」とある。出資比率や「issue or issuer limit」を反故にする覚悟が透けて見える。ちなみに PEPP では企業発行の短期債 (CP) 並びに購入除外されていたギリシャ債も対象となる方針や担保基準の緩和も示されている。

PSPPの稼働状況  
(2020年2月末時点)



### 「抜かざるの宝刀」が抜かれるか？

現在の ECB のバランスシートが約4.7兆ユーロであることを思えば、7500億ユーロは16%に相当する巨額である。しかも、7500億ユーロを月次で使うとは言っていないので目先、容赦ない ECB の市場介入が予想される。その上で、「必要な限り資産購入の規模や構成を強化する用意もある」と宣言されている。定例会合で決定した企業の資金繰り支援と合わせ、ECB は全てを出し切ったと言えるだろう。



なお、ECBに加えて、行政府、すなわち欧州委員会も何らかのアクションに出てくる可能性がある。ブルームバーグはユーロ圏当局者が恒久的な救済基金である欧州安定化メカニズム (ESM) を稼働させ、ユーロ圏各国政府向けに信用枠の設定を検討していると報じている。ちなみに ESM の支援を受け、コン

<sup>1</sup> 銘柄毎にみて発行残高の33%の制約が「issue limit」、発行体毎にみて発行残高の33%の制約が「issuer limit」である。

ディショナリティをこなしていると、ECB の無制限国債購入プログラム（OMT : Outright Monetary Transaction）が使えるようになる。OMT は一度も使われたことのない「抜かすの宝刀」であり、ドラギ元総裁の「do whatever-it-takes」の実質的な回答となった政策だ。OMT の発表を契機として欧州債務危機が沈静化したとの声は多く、ドラギ元総裁の最大の功績としても知られる。しかし、使われたことがないため、その実効性や迅速性に疑義を抱く識者も少ない。

いずれにせよ ESM を巡る挙動とこれに伴う OMT の処遇には当面注目したいところであるが、今回決定された PEPP は規模や運用面の柔軟性などに照らせば、実質的な OMT どころかそれよりも使い勝手が良さそうである（ESM 支援と引き換えに課せられるコンディショナリティなどがないため）。繰り返しになるが、パンデミックが起きる中で政府債務負担が増すことへの不安が募り、金利も上がってしまうという動きは非常に都合が悪いものであるため、今回 ECB が踏み込んだような大型の資産購入策は各国で検討される可能性があるだろう。

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](mailto: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](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(急避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
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	プレジデント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	「株価の腐」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～輸出拠点が裏目にたドイツ～
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～)