

みずほマーケット・トピック(2020年4月17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:「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か? ~IMF 世界経済見通し~

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/円相場は週半ばに安値をつける展開。週初13日に108円台前半でオープンしたドル/円は、週末にOPECプラスで原油減産合意がなされるも原油価格が下落し、日経平均株価が軟調に推移する中、じり安の展開が続いた。その後米株の下げ幅拡大もあいまって、一時107円台半ばまで下落した。14日は、日経平均株価が堅調に推移する中、ドル/円は狭いレンジでの推移。その後、米国時間に米金利が徐々に下落する動きにドル/円は一時107円を下抜けた。15日は、オープン直後に週安値の106.93円を記録。その後は日本株が下げ止まったほか、米3月小売売上高や米4月NY連銀製造業指数が予想以上の落ち込みを見せると、リスクオフのドル買いが進み、一時107円台後半まで上昇した。16日は原油安の下、株安と金利低下が進行したことで、再び有事のドル買いが進み、108円を上抜けた。しかし、落ち込みが目立つ米国経済指標が嫌気され、米株も軟調に推移すると徐々にドル売りが進み、一時107円台前半まで下落した。その後、ロンドンの仲値にかけて反発した流れを受けて、本日は107円台後半での推移が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて下落する展開。週初13日に1.09台前半でオープンしたユーロ/ドルは、イースター休暇の中で取引参加者が少ない中、米株安を背景に下落したユーロ/円に圧迫され、1.09を割り込む展開。その後、米金利が上昇する動きにユーロ/ドルも値を戻し、1.09台を回復した。14日は、米金利が一転して低下する中、じり高の展開が続く、一時、ユーロ/ポンドに連れ安となる状況があったものの、EU圏内で新型コロナウイルスの感染拡大ピークが過ぎたとの期待感からユーロ/ドルは底堅く推移し、一時週高値の1.0986まで上昇した。15日は、原油安の進行に伴ってドル買いが優勢となり、1.08台半ばまでじり安の展開が続いた。その後は、米国経済指標が低調であったことや、原油価格が下げ止まったことを受けて1.09台前半までユーロが買い戻された。16日は、リスクオフの動きが継続し、ドル買いが優勢となり上値の重い展開。ロンドンの仲値にかけて一時週安値の1.0817まで下落した。本日は1.08台半ばで推移している。

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			
		4/10(Fri)	4/13(Mon)	4/14(Tue)	4/15(Wed)	4/16(Thu)
ドル/円	東京9:00	108.55	108.36	107.63	107.13	107.63
	High	108.62	108.56	107.78	107.85	108.08
	Low	108.32	107.51	106.99	106.93	107.16
	NY 17:00	108.51	107.80	107.23	107.43	107.90
	日経平均株価	19,498.50	19,043.40	19,638.81	19,550.09	19,290.20
TOPIX	1,430.04	1,405.91	1,433.51	1,434.07	1,422.24	
NYダウ工業株30種平均	-	23,390.77	23,949.76	23,504.35	23,537.68	
NASDAQ	-	8,192.43	8,515.74	8,393.18	8,532.36	
日本10年債	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	
米国10年債	-	0.77%	0.75%	0.63%	0.62%	
原油価格(WTI)	-	22.41	20.11	19.87	19.87	
金(NY)	-	1,761.40	1,768.90	1,740.20	1,731.70	

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、21日(火)に3月中古住宅販売件数の発表を控える。2月は前月比+6.5%上昇し、件数ベースでは577万件と13年ぶりの高水準となった。また、販売価格の中央値は需要が引き続き安定した一方、供給が逼迫したことが影響して前月比+8.0%と高い上昇幅を記録した。しかし、今後に関しては安定した雇用と米国金利の低下に後押しされた住宅市況の拡大に歯止めがかかるとの見込みが強くなっている。その理由は、まず、雇用面では新規失業保険申請件数の増加が止まらず、直近4週間合計で2,200万人超を記録している点だ。また、新型コロナウイルスによる外出制限によって購買意欲も弱まっているとの報道もあり、消費マインドの悪化が窺える。その他、ローンの申請件数が減少していることが挙げられ、週次データによれば3月下旬から4月上旬にかけて3週連続で前週比▲10%以上の減少が続いている。なお、ブルームバーグの事前予想では3月の販売件数を前月比▲6.9%、件数ベースでは同▲40万件的減少を見込んでいる。また、23日(木)には新築住宅販売件数の発表も控えるが、同様の理由で販売件数が同▲15.0%に大幅悪化することを見込んでいる。その他中銀関係では、今晚17日(金)にポスティック・アトランタ連銀総裁、ウィリアムズ・NY連銀総裁、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁が講演(全てオンライン)を実施する予定。
- 欧州では23日(木)にユーロ圏4月PMI(速報)の発表を控える。3月総合PMIの結果は、新型コロナウイルスの影響が顕在化し、29.7と前月(51.6)から大幅に下落し、過去最低を更新する結果となった。詳細を見ると製造業PMIが44.5(前月:49.2)、サービス業PMIは26.4(前月:52.6)と製造業よりもサービス業での悪化が目立った。要因としては、製造業ではサプライチェーンの混乱により本来好況時に発生する入荷遅延が生じ、その項目がPMIを押し上げたことで全体の下げ幅が抑えられた。一方、サービス業ではロックダウンや外出制限の影響を受けた業種が多く含まれる点が挙げられた。また、このトレンドは欧州各国に共通したものとなった。今月について市場では、新型コロナウイルスの影響のもとで引き続き軟調に推移するものと見られており、ブルームバーグの予想では総合PMIを26.0、製造業PMIを40.0、サービス業PMIを25.0としている。

	本 邦	海 外
4月17日(金)	・2月設備稼働率/鉱工業生産(確報) ・2月第3次産業活動指数	・3月ユーロ圏CPI(確報)
20日(月)	・3月貿易収支 ・2月景気動向指数(確報)	・米3月シカゴ連銀全米活動指数 ・2月ユーロ圏経常収支
21日(火)	・3月工作機械受注(確報)	・米3月中古住宅販売件数 ・独4月ZEW景気期待指数
22日(水)	—————	・米2月FHFA住宅価格指数 ・ユーロ圏2月消費者信頼感
23日(木)	・4月製造業PMI(速報)/サービス業PMI(速報)	・米4月製造業PMI(速報)/サービス業PMI(速報) ・米3月新築住宅販売件数 ・ユーロ圏4月製造業PMI(速報)/サービス業PMI(速報)
24日(金)	・3月全国CPI ・3月企業向けサービス価格指数	・米3月耐久財受注(速報)/製造業受注-資本財(速報) ・米4月ミシガン大学消費者マインド(確報)

【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(7月18～19日、10月15～16日)

3. 「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF 世界経済見通し～

「The Great Lockdown」

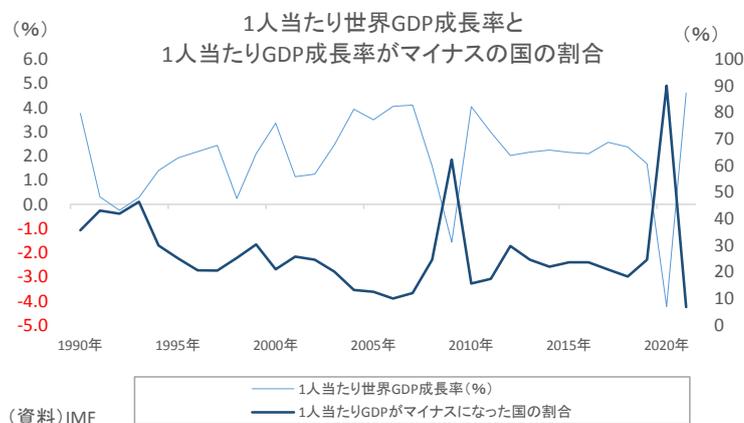
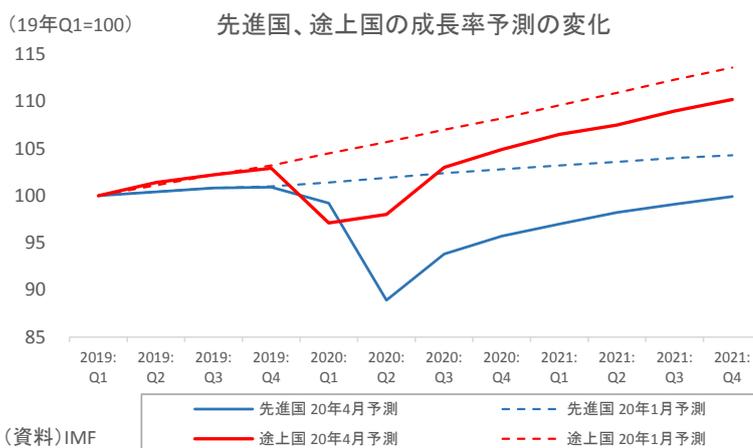
既報の通り、一昨日、IMF は定例の世界経済見通しを公表している。しかし、今回はフルバージョンが5月にならないと明らかにならず、公開されたのはチャプター1 だけである。本欄で継続的に注目してきた副題もまだ分からない。しかし、チャプター1 のタイトル「The Great Lockdown」が現状を全て物語るには十分である。ヘッドラインで大々的に取り上げられているように示された予測値は2020年については▲3.0%と1月見通しから▲6.3%ポイントという極めて大きな下方修正になった。数字の仕上がりとしてはリーマンショックを超え、世界大恐慌以来の悪化となることをゲオルギエバ IMF 専務理事も強調している。なお、シナリオは年内に感染が封じ込められることをベースとしており、2021年は+6%とV字回復の軌道を描くことを想定している。

感染終息時期を含め希望的観測という声もあるだろうが、こうしたシナリオを描くこと自体は不可抗力だろう。感染の先行きが誰にも分からない以上、多くの人々が希望しそうな前提を置く以外に手段はない。なお、今経験している状況が「大恐慌の再来」であるとするれば、金融機関の破たんなどを懸念するシステムリスクへの警戒が高まっていないことは不幸中の幸いとも言えるかもしれない（もっとも、これから銀行部門に降り掛かるだろう与信コストの悪化を踏まえると、「今のところは」だが）。

世界の90%がマイナス成長を経験

先進国および途上国を取り巻く経済情勢がコロナショック前後で如何に断絶してしまったのかを明示するのが右図である。これは今回の予測と4月予測について各地域の予測変化を表したものだ（右図・上）。通常、景気循環に突然「溝」や「谷」が発生することはないが、ここでははっきりとそれを視認できる。GDPがこのような軌道を描くのは需給両面から経済を窒息させる戦争くらいだろう。

なお、既にコロナショックをリーマンショック以上の危機として評価する向きも珍しくなくなっているが、両者の違いを鮮明に映し出すのがマイナス成長に陥った国の割合の高さである（右図・下）。図示されるようにリーマンショックの際は世界の60%程度の国がマイナスになったが、今次危機は90%程度の国がマイナスを経験することになる。つまり全世界レベルで経済が縮小するのが2020年であり、コロナショックの実相ということになる。これ以外では原油を筆頭に商品価格が抑圧されている様子も様々



な角度から示されている。例えば「4～6月期の原油消費の激減は1日当たり1000万バレルを超えるものであり、これは世界の原油生産の10%に相当する」との記述は印象に残った。これでは目先の原油価格が需要面から戻りを試すのは無理筋であり、供給面（≒政治面）からの押し上げがどの程度効いてくるのかどうかに着目すべきだろう。

「2020年に▲3%」から分岐する3つのストレスシナリオ

冒頭述べたように、今回の見通しは2020年後半にかけて感染が終息し、2021年にV字を描くという前提であるが、元凶が未知のウィルスである以上、見通しにも複数シナリオの提示が必要となっている。巷では「▲3%は楽観的に過ぎる」との解釈も目立つが、報告書中の「Scenario Box. Alternative Evolutions in the Fight against COVID-19」では分岐するシナリオもしっかり提示されている。具体的には①2020年において感染抑制策のためにかかる時間が（ベースシナリオ対比）約50%伸びること、②2021年においてマイルドな（ベースシナリオ対比で3分の2程度の）感染拡大の第二波が到来すること、③2020年の感染抑制策に時間が掛かった上に2021年も感染拡大の第二波が到来すること、といった3つの代替シナリオを提示している（リスクシナリオとは書いていないので、IMFとしては相応にあり得るシナリオと考えているのかもしれない）。いずれのシナリオにおいても各国国債の利回り上昇から金融環境が引き締まり、政策当局が一段の対応を迫られることが想定されている。結果、生産性の上昇率が抑制され、失業率も上昇することが警戒されるとの分析が披露されている。

それぞれベースシナリオ対比で①は2020年について▲3%下振れ、②は2021年について▲5%下振れ、③は2021年について▲8%下振れと提示されている。シナリオの方向感や水準感が感染封じ込めの具合によって規定される以上、このように多面的なシナリオを提示するのは合理的である。ちなみに、これらの代替シナリオでは新興国の方が財政余地の乏しさなどから下支え策に限界もあり、傷跡が大きくなるという言及もあった。こうしたボックス欄以外の本文でも感染拡大が長期化すれば「金融システムのバックストップとしての中銀の限界が試され、これを支える政府の債務負担も増す」との懸念が示されており、特に早い段階で殆どのカードを注ぎ込んでしまった欧米中銀への懸念が見え隠れする。

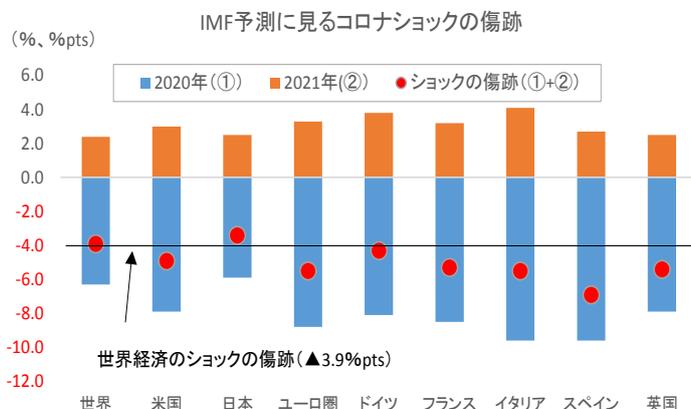
IMFは決して楽観的な見通しを抱いているわけではなく、「ウィルス感染拡大が年後半に終息」という前提の下でありそんなストーリーを主軸に語っているだけであり、それ以外のシナリオを見ていないわけではない。そもそも、例えば③のシナリオをメインとした場合、それはそれで議論を醸すはずだ。例えば2021年も感染拡大を引きずるというシナリオがベースに示されてしまった場合、東京五輪を中心として多くのステークホルダーの判断に影響を与えることまで視野に入れねばなるまい。

「コロナショックの傷跡」は欧州に深い

世界の経済予測のメルクマールとも言えるIMFの世界経済見通しが年内終息を前提に成長率の想定を作っている以上、程度の差こそあれ、市場参加者もそのシナリオに乗るしかない。だが、悲観色の濃い今回見通しにおいても国・地域別ごとには相応の差が見て取れ、日米欧三極の中ではやはり欧州の相対的なダメージの大きさが目立つ。2020年と2021年の成長率について1月見通しからの修正幅を比較すると世界が▲6.3%ポイント/+2.4%ポイント、米国が▲7.9%ポイント/+3.0%ポイント、日本が▲5.9%ポイント/+2.5%ポイント、ユーロ圏が▲8.8%ポイント/+3.3%ポイント、英国が▲7.9%ポイント/+2.5%ポイントとなっており、やはり欧州の落ち込みは相対的に大きめである。ユーロ圏を国別に見ると、ドイツが▲

8.1%ポイント/+3.8%ポイント、フランスが▲8.5%ポイント/+3.2%ポイント、イタリアが▲9.6%ポイント/+4.1%ポイント、スペインが▲9.6%ポイント/+2.7%ポイントとやはり明らかに大きい。なお、日本については消費増税により19年10~12月期に大きな落ち込みを経験しており、その反動も含まれているので単純比較が難しいことは承知の上であるが、ここでは脇に置きたい。

この点、2020年につける谷が深い分、2021年につける山も高くなるので、両年を合計した数字を「コロナショックの傷跡」として見直すことで、今次ショックを経た各国の立ち位置を見やすくできるかもしれない。これを横並びで比較したものが右図だ。世界経済の負う傷跡は▲3.9%ポイントだが、これより軽傷は日本(▲3.4%ポイント)だけである。繰り返しになるが、上述した増税ショックの反動がなければ日本もそれ以上の傷跡になっていた疑いは強い。(資料)IMF



片や、欧州とりわけユーロ圏の傷跡は深い。想像通りであるが、イタリアやスペインといった感染拡大が深刻でしかも政府部門の財政余力に余裕がなさそうな国の落ち込みはとりわけ大きい。ポストコロナの世界では恐らく未曾有の政策対応の副作用でバブルに似た経済・金融情勢が到来するのではないかと察する。そうした状況下、各国は緩和措置を果敢に撒き戻そうという姿勢を見せるだろうが、欧州は世界のそうした動きに劣後する可能性が高いのではないか。本欄では繰り返し議論しているように、ECBは原理原則を反故にした上で特定国の国債に入れ込んでしまっている。その措置を抜き取る作業も相当な慎重さが必要になってくるだろう。こうしたユーロ圏に関する現状と展望を踏まえると、常に「相手がある話」の為替市場においてユーロを敬遠する動きに繋がるのではないかと考える。

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4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
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政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～
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」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(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～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	ポンド相場の現状と展望～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～「政熱経済」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会レビュー～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ポンド相場～政治も金融もポンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
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～「ツゲ」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	「株値の崩れ」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～輸出拠点を裏目にたドイツ～
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