

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 24 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:原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～

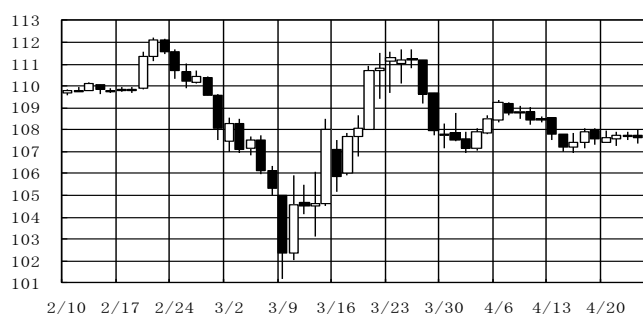
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は狭いレンジでの推移が続いた。週初 20 日に 107 円台後半でオープンしたドル/円は、一時週高値の 107.95 円まで上昇した後は動意に乏しい展開。米国時間で 5 月限 WTI 原油先物がマイナス価格で取引されるも、為替への影響は限定的だった。21 日は、日経平均株価の下げ幅拡大や米金利の低下を受けて、一時週安値の 107.28 円まで下落した。その後、シューマー米上院院内総務が新型コロナウイルス追加対策を巡り、早期可決見込みであると発言すると徐々にドル買いが強まり、107 円台後半を推移した。22 日は、原油安と株安を背景にリスク回避の円買いが強まったことでじり安の展開となった。ただ、米国時間にかかけ原油価格が反発し、米株が上昇する展開に、ドル/円は一時 107.90 円台まで上昇した。23 日は、欧州の 4 月景況感指数や月例経済報告、米国の新規失業保険申請件数の発表を経て 107.35 円まで下落。その後、日銀の追加緩和観測に一時週高値となる 108.05 円まで上昇も、抗ウイルス剤の治験結果が報じられて株価が上昇幅を失うと、ドル/円も 107.60 近辺の値動きに移行した。本日は 107.70 円前後で推移している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は週後半に安値をつける展開。週初 20 日に 1.08 台半ばでオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ/ポンドの上昇に連れ高となり一時週高値の 1.0896 をつけた。ただ、米株が下げ幅を拡大、ユーロ/円の下落する動きに上昇は一服。その後は、方向感に欠ける展開が続いた。21 日は、世界的な株安と原油安を背景にリスクオフのドル買いが続き、一時 1.08 台前半まで下落。その後、ユーロ/円の上昇に後押しされ、1.08 台後半まで連れ高となった。22 日は、オープンからじり安の展開が続き、ユーロ圏 4 月消費者信頼感指数が予想を下回ったことでユーロ売りの勢いが増し、一時 1.08 付近まで下落した。23 日は、経済指標の下振れに 1.07 台半ばまで下落。その後、メルケル独首相が「ウイルス対策予算は巨額であるべき」と EU 各国首脳に述べたと伝わると、1.08 台半ばまで上昇。ただ、「EU 首脳会議、救済策の合意なし」とのヘッドラインにユーロは売られ、1.07 台後半で上値の重い推移となった。

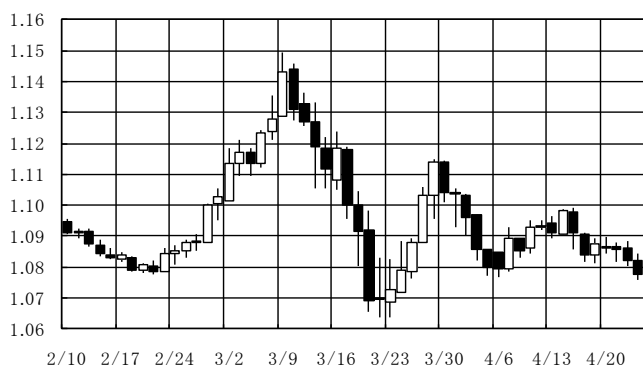
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		4/17(Fri)	4/20(Mon)	4/21(Tue)	4/22(Wed)	4/23(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.94	107.70	107.68	107.73	107.83
	High	108.08	107.95	107.89	107.94	108.05
	Low	107.30	107.39	107.28	107.52	107.35
	NY 17:00	107.58	107.62	107.76	107.75	107.62
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0860	1.0866	1.0864	1.0856	1.0806
	High	1.0893	1.0896	1.0881	1.0885	1.0846
	Low	1.0812	1.0841	1.0816	1.0804	1.0756
	NY 17:00	1.0876	1.0865	1.0857	1.0822	1.0778
ユーロ/円	東京9:00	117.20	117.02	116.95	116.99	116.51
	High	117.41	117.29	117.14	117.20	116.83
	Low	116.63	116.91	116.23	116.46	115.64
	NY 17:00	116.99	116.91	117.02	116.57	115.99
日経平均株価		19,897.26	19,669.12	19,280.78	19,137.95	19,429.44
TOPIX		1,442.54	1,432.41	1,415.89	1,406.90	1,425.98
NYダウ工業株30種平均		24,242.49	23,650.44	23,018.88	23,475.82	23,515.26
NASDAQ		8,650.14	8,560.73	8,263.23	8,495.38	8,494.75
日本10年債		0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
米国10年債		0.64%	0.62%	0.56%	0.62%	0.60%
原油価格(WTI)		18.27	-13.10	11.57	13.78	16.50
金(NY)		1,698.80	1,711.20	1,687.80	1,738.30	1,745.40



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、28日(火)～29日(水)にFOMCが予定されている。3月会合の議事要旨では、新型コロナウイルスの経済への影響が深刻化する状況を受けて、雇用の最大化を達成する軌道に乗るまで政策金利を据え置き(ゼロ金利の維持)、今後も政策手段を総動員していく方針が示された。この方針の下、4月上旬には国内景気刺激を意図した2.3兆ドルの追加資金供給策が可決された。そのほか、FRBの資産購入ペースも急速に進んでおり、特に今月に低格付債の利回りが急上昇した事情を受け、社債の購入策に投資適格債ではないダブルB格付の銘柄までを対象として取り扱うこととなった。文字通りFRBは政策手段を総動員している状況が続いているものの、先週の地区連銀報告(ページブック)によれば、全ての地区で経済は鋭く収縮していると指摘されており、今後も景気浮上のきっかけを掴むため、FRBの政策後押しへの期待は高まっている。
- 欧州では30日(木)にECB政策決定理事会を控える。3月の定例会合では、主にターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の利用条件緩和を決定したほか、拡大資産購入プログラム(APP)における1,200億ユーロの裁量的な増枠が実施されることとなった。また、その後の臨時会合では最大7,500億ユーロ規模のパンデミック資産購入プログラム(PEPP)を開始することを決定した。これによってFRB同様、ECBも急速な資産購入に踏み込んでいるが、その勢いのため、将来的に量的緩和の限界を向かえる可能性が浮上している。今回会合に際し、先月の段階では見送られた政策金利の深掘りやOMT(無制限国債購入プログラム)にかかる追加の議論、政治的要素を含む部分もあるがコロナ債に関するECBの見解について、市場参加者の注目が集まる。
- 本邦では、27日(月)に日銀政策決定会合を控える。3月会合では大企業向けに社債やコマーシャルペーパー(CP)の購入枠拡大を決定し、それぞれ1兆円増枠しそれぞれ、3.2兆円、4.2兆円とした。また、中小企業向けには、金融機関にゼロ金利で企業向け融資の原資を供給する特別オペを実施した。今回会合では、引き続き社債やCPの買い入れ枠拡大の検討や中小企業の資金繰りなど企業金融の円滑化が争点となりそう。そのほか、日銀による景気見通しも引き下げが検討される予定であり、20年の実質成長率がマイナス成長に下方修正され、物価上昇目標の2%達成についても2022年までに到達しないとの予測が示される見込みである。

	本 邦	海 外
4月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)
27日(月)	・日銀金融政策決定会合	・ユーロ圏4月消費者信頼感(確報)
28日(火)	・3月有効求人倍率/失業率	・米FOMC(29日まで) ・米4月卸売在庫(速報)
29日(水)	祝日	・米1～3月期GDP(一次速報) ・パウエルFRB議長会見
30日(木)	・3月住宅着工件数/建設工事受注	・米3月PCEコアデフレーター ・ユーロ圏ECB政策理事会 ・ユーロ圏1～3月期GDP(一次速報) ・ユーロ圏3月失業率
5月1日(金)	—————	・米4月ISM製造業景気指数 ・英4月英製造業PMI(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28～29日、6月9～10日、7月28～29日)
 日銀金融政策決定会合(4月27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. 原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～

粗大ゴミとなった原油

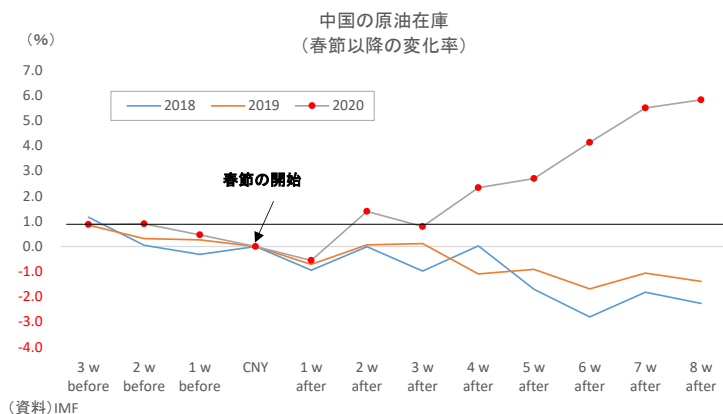
今週の金融市場において主役は株でも為替でも債券でもなく原油だった。既報の通り、今週 20 日の NY 市場では、ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）の WTI 原油先物市場で 21 日を決済期限とする期近物（5 月物）の価格が初めてマイナスになるという異常事態が発生した。21 日に取引が始まった 6 月物（新しい期近物）でも不安定な価格状態は続いており、世界の原油価格の基準値である北海ブレント先物（6 月物）も約 21 年ぶりの安値まで急落した。これに応じて株式市場も不安定化する時間帯が続いており、文字通り、原油価格次第の地合いが続いている。

先物価格がマイナスということは原油現物の売り手が「お金を払うから原油を引き取って欲しい」という状態であり、乱暴な言葉ではあるが、原油が粗大ゴミとなっている状態である。背景には「コロナショックによって需要が急減→減産で合意→しかし、需要の減少スピードの方が早い→減産ペースが追い付かない→余った原油を保管するところに困る」という状態がある。原油の現物保管が難しくなっているため、「誰も要らない原油」と「皆が欲しい原油保管場所」で前者の価格は急落、後者の価格は急騰という構図が出来上がる（例えば大型原油タンカー（VLCC）のリース料も上昇中という）。こうして原油が生産者、販売者、投資家にとって粗大ゴミになる。裏を返せば、経済活動は「いつかは」動き始めるので、採算の取れる価格で原油保管場所を確保できる主体にとっては収益機会があるという話だが、事の元凶が未知のウィルスと出来るかどうかわからないワクチンゆえ、高リスクの賭けである。

原油は正直

筆者は原油の専門家ではないので、その価格の先行きを論じることにはしない。だが、今回の「逆オイルショック」を受けて「原油は非常に正直である」というシンプルな事実を改めて感じた。原油価格は株価と違って裁量的なマクロ経済政策がもたらす偽薬（プラシーボ）効果のようなものは期待できない。平たく言えば、「いんちき」や「ごまかし」が出来ないと言っても良い。株価であれば大規模な財政・金融政策のアドバルーンをあげるだけで値を押し上げることができる。為替でも似たようなものだろう。しかし、いくら財政・金融政策で需要を喚起しても消費・投資意欲の捌け口が政策的に封じ込められている以上、それが現実になることはない。株や為替は中央銀行の政策と戦うような値動きは基本的にせず、それを素直に評価しようと動く。しかし、需要に「溝」ができた現状のようなケースで原油価格が戻る道理はない。自動車も飛行機も使わないから、ガソリンもジェット燃料も使わない。産油国が大幅減産という供給制約を与えても、消滅した需要の穴を埋めるペースには物理的に追いつかない。

右図は先週 IMF が公表した「世界経済見通し（WEO）」に掲載されていた中国の春節休暇における原油在庫の年次比較だ。例年、春節から 1～2 か月を経て中国の原油在庫は▲1～▲2%減少するものだが、今年は 1 か月で約+2%、2 か月で約+6%も積み上がっている。恐らく中国以外の国で図表を作っても殆ど同じようなイメージになるだろう。原油価格の下



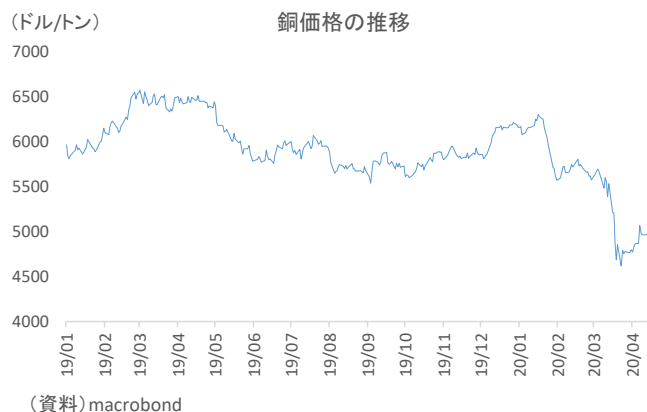
落は当然の帰結という印象だ（その上でマイナス価格になるかどうかはつとめてエネルギー業界にまつわる専門知識を要するが）。WEOでも「国際金融安定報告書（GFSR）」でもあらゆる分析が「経済の停止期間次第」となっていることから分かるように、人為的に経済活動が止められている状態をどうにか変えない限り、原油価格の軟調地合いも簡単には変わらないだろう。まずは1か月後、期近物が決済期限を迎えるタイミングで再びマイナス価格をつけるようなことがあるかは警戒されそうである。

安全資産の一角がゴミという歴史的イベント

また、今回の一件は安全資産の一角が消滅したという歴史的イベントとしても理解できる。

これまでリスクオフ局面では債券などと同様、原油は安全資産の代表格として扱われてきた。それが今次局面では「粗大ゴミと同じ」と評される立ち位置まで追い込まれてしまった。目先で懸念する事態は原油に投資をするファンドからの資本流出や米国のシェールオイル関連企業の経営不安など、過去1か月で散々言われてきたものかと思われるが、

「安全資産の一角がゴミになった」という意味で歴史的なイベントを目にした週であったと言える。以上のような状況を踏まえると、商品市況は当面絶望的だという心境になるが、同じく中国の需要にビビッドに反応する銅価格が反発傾向にあることは一筋の光として引き続きウォッチしていきたい事実である（図）。この点は金価格や企業センチメントの動きなどと合わせて見ると示唆に富む情報があるため、別の機会を設けて改めて論じたいと思う。



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

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
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、難民そして疫病へ～)
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)
	リスクシナリオも繰り直し～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政策理事会プレビュー～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い」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	ボ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ボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
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～)