

みずほマーケット・トピック(2020年5月1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: ECB 政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～	

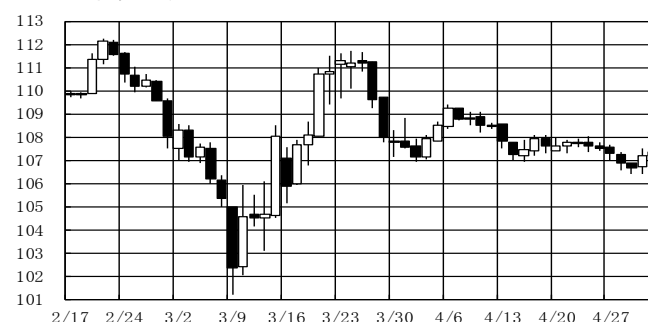
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下に往ってこいの展開。週初 27 日に 107 円台半ばでオープンしたドル/円は、オープン直後に一時週高値の 107.68 円をつけた。日銀金融政策決定会合では追加緩和が発表されたものの、為替への影響は限定的で小幅な推移が続いた。その後、世界各国でロックダウン解除に向けた動きが報じられる中、リスクオフのドル買いが巻き戻され、107 円台前半までじり安の展開となった。28 日は、107 円台前半で膠着する展開が続いたが、米株先物が上げ幅を拡大するとドル売りが進み、一時 106 円台半ばまで下落した。その後はロンドンの仲値にかけて反発し、107 円付近まで値を戻した。29 日は、東京祝日で閑散取引の中、前日海外時間からのドル売りの流れが続き、一時週安値の 106.36 円までじりじりと値を下げた。FOMC では政策金利は据え置かれたものの、予想以上のハト派姿勢が強調され、新型コロナウイルスの経済への影響が懸念される内容にドル売り圧力が強まり、ドル/円は上値の重い展開が続いた。30 日は、ロンドンの仲値にかけて全面的な円売りが進み、107 円を上抜けると、6 月限の原油先物や米金利が上昇した影響で一時 107 円台半ばまで上昇した。本日は 107 円台前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高値をつける展開。週初 27 日に 1.08 台半ばでオープンしたユーロ/ドルは、先週末から続いたユーロ買いが一服し、米金利上昇を受けてドル買いが優勢となる中、1.08 台前半まで上昇した。28 日は、一時週安値の 1.0810 をつけた後、ドル売りが進んで一時 1.09 付近まで上昇したが、ロンドンの仲値にかけて 1.08 台前半まで反落した。29 日は、米製薬会社が抗ウイルスの臨床実験で主要評価項目を満たしたとの報道を背景に米株が急伸した中、ユーロ/円に連れ高となり、1.08 台後半まで上昇した。30 日は、ECB 政策理事会が開催され、ラガルド ECB 総裁が会見でパンデミック緊急購入プログラムを必要な限り拡大・延長する姿勢を見せると 1.08 台前半まで下落した。その後月末にかけて、ドルや円が売られた影響でユーロが大幅に上昇し、一時週高値の 1.0973 まで上昇した。本日は 1.09 台前半で推移している。

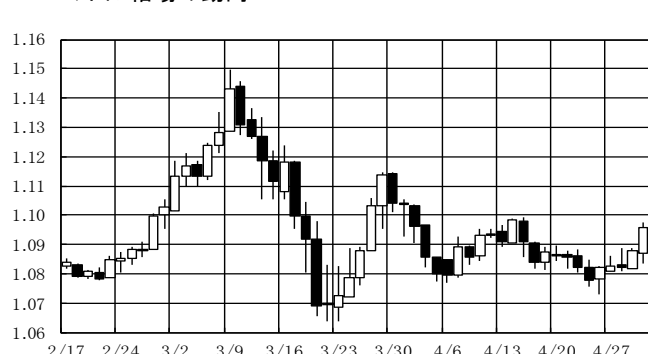
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		4/24(Fri)	4/27(Mon)	4/28(Tue)	4/29(Wed)	4/30(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.67	107.52	107.30	106.77	106.61
	High	107.76	107.68	107.34	106.89	107.50
	Low	107.38	106.99	106.56	106.36	106.41
	NY 17:00	107.52	107.27	106.87	106.65	107.18
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0775	1.0821	1.0824	1.0832	1.0876
	High	1.0829	1.0860	1.0889	1.0886	1.0973
	Low	1.0728	1.0810	1.0810	1.0818	1.0834
	NY 17:00	1.0820	1.0828	1.0821	1.0880	1.0956
ユーロ/円	東京9:00	116.02	116.34	116.12	115.59	115.94
	High	116.44	116.50	116.25	116.07	117.76
	Low	115.56	116.06	115.66	115.45	115.55
	NY 17:00	116.35	116.14	115.66	115.96	117.46
日経平均株価		19,262.00	19,783.22	19,771.19	-	20,193.69
TOPIX		1,421.29	1,447.25	1,449.15	-	1,464.03
NYダウ工業株30種平均		23,775.27	24,133.78	24,101.55	24,633.86	24,345.72
NASDAQ		8,634.52	8,730.16	8,607.73	8,914.71	8,889.55
日本10年債		-0.02%	-0.04%	-0.05%	-	-0.04%
米国10年債		0.60%	0.66%	0.62%	0.63%	0.64%
原油価格(WTI)		16.94	12.78	12.34	15.06	18.84
金(NY)		1,735.60	1,723.80	1,722.20	1,713.40	1,694.20

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

- 米国では今晚 1 日(金)に 4 月 ISM 製造業景気指数、5 日(火)に 4 月 ISM 非製造業景気指数の発表を控える。前回 3 月の結果はそれぞれ 49.1、52.5 で製造業は 1.0 ポイントの悪化、非製造業は 4.8 ポイントの悪化となった。どちらも市場予想と比較して穏やかな悪化に留まったが、その要因として、前月に続いて本来好況時に上振れる入荷遅延指数が大幅に上昇した点が大きく、製造業については前月比 7.7 ポイント、非製造業については同 9.7 ポイントの上昇幅を記録した。一連の入荷遅延は新型コロナウイルスの感染拡大によってサプライチェーンが混乱してもたらされたものであり、やや実態の景況感とのギャップが見受けられる結果となった。その他、製造業について構成項目の内訳を見ると、生産指数、新規受注指数、雇用指数の 3 つが前月比で悪化し、特に新規受注指数の悪化が目立った。一方、非製造業については、新規受注、新規輸出受注、雇用の指数で悪化が目立ち、新規輸出指数、雇用指数については前月からの悪化を意味する 50 割れの結果となった。なお、ブルームバーグの予想では、4 月の結果をそれぞれ 36.0、41.0 とし、引き続き軟調な推移となることを見込んでいる。
- 欧州では 4 日(水)にユーロ圏 4 月製造業 PMI(確報)、6 日(金)にユーロ圏サービス業 PMI(確報)の発表を控える。先週発表の 4 月総合 PMI(速報)の結果は、3 月の 29.7 から 13.5 〜 16.2 ポイントの大幅悪化となった。製造業とサービス業の数値はそれぞれ前月の 44.5、26.4 から 33.6、11.7 となった。主要国ではドイツの総合 PMI(速報)が 17.1 と集計以来の過去最低値を記録した。
- 英国では 7 日(木)にイングランド銀行(BOE)金融政策会合を控える。新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて、3 月中旬に 2 度の臨時会合が開催され、BOE は政策金利を計 65bp 引き下げ、過去最低の 0.1%とすることを決定した。そのほか、量的緩和の再開を決定し、資産購入枠を 2000 億ポンド引き上げて 6450 億ポンド(約 84 兆円相当)とした。26 日の定例会合では追加利下げは見送られたものの、金融政策は維持され、必要に応じて資産買い入れを継続する姿勢が示された。4 月に入ると、BOE は政府向けの短期資金の融通手法を拡充し、政府は経済政策を打ち出す中で、市場を通さずに機動的に資金を調達することを可能とした。今回会合では、3 月の利下げや金融緩和の状況経過を踏まえて議論されるものとなるが、引き続き緩和的な政策が維持される公算が大きい。ブルームバーグの予想では政策金利の引き下げは見送られる見込みとなっている。

	本 邦	海 外
5 月 1 日(金)	_____	・米 4 月 ISM 製造業景気指数
4 日(月)	祝日	・米 3 月製造業受注/耐久財受注(確報) ・ユーロ圏 4 月製造業 PMI(確報)
5 日(火)	祝日	・米 4 月 ISM 非製造業景気指数
6 日(水)	祝日	・米 4 月 ADP 雇用統計 ・ユーロ圏 4 月サービス業 PMI(確報)
7 日(木)	・日銀 3 月会合議事要旨	・英金融政策会合
8 日(金)	4 月サービス業 PMI(確報)	・米 4 月雇用統計

【当面の主要行事日程(2020 年 5 月～)】

ECB 政策理事会 (6 月 4 日、7 月 16 日、9 月 10 日)

米 FOMC (6 月 9～10 日、7 月 28～29 日、9 月 15～16 日)

日銀金融政策決定会合 (6 月 15～16 日、7 月 14～15 日、9 月 16～17 日)

G20 財務相・中央銀行総裁会合(7 月 18～19 日、10 月 15～16 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～

半ば形骸化する政策金利

4 月の ECB 政策理事会は流動性供給策の新設および利用条件緩和を決断したが、一部で期待されたパンデミック緊急プログラム (PEPP) の積み増しは見送られた。新設された流動性供給策の名称はパンデミック緊急長期流動性供給プログラム (PELTRO) であり、適用金利は「主要リファイナンスオペ金利 (現在ゼロ%) +▲25bps」とされている。5 月から 12 月までで 7 月を除く毎月、計 7 回の入札が予定されている。最長 16 か月、最短 8 か月のプログラムである。この上でターゲット型長期流動性供給第三弾 (TLTRO3) も最大の利益減免幅が従来の「預金ファシリティ金利 (▲0.50%) +▲25bps」から「預金ファシリティ金利 (▲0.50%) +▲50bps」と緩和されている。即ち、所定の貸出実績を満たした金融機関には最大で 100bps の金利減免が行われる。こうしたマイナス金利付き資金供給の充実は既存の政策金利の形骸化とも見受けられる。いや、マイナス金利付き資金供給の基準金利となるため形骸化とは言い切れないが、少なくとも従来とは使途が異なってきていると考えて良いだろう。実際、記者会見でも「PELTRO が実質的には利下げのように機能するであろうことを踏まえると、なぜ利下げをしなかったのか教えて欲しい」という疑問を持つ記者も現れている。ラガルド ECB 総裁は各種流動性供給策や担保政策の緩和と組み合わせて効果的な政策を打っているのであって、利下げの代替のように解釈されることをけん制したが、恐らくはマイナス金利の深掘りに伴う副作用を危惧しているのだろう。

PEPP と OMT に係る期待は根強く

今回は事前報道において PEPP 拡大に関する観測が出ていた。今回は「We are, therefore, fully prepared to increase the size of the PEPP and adjust its composition, by as much as necessary and for as long as needed」と含みを持たせつつも、現状維持とされている。3 月に行われた怒涛の購入ペースが続けば、拡大資産購入プログラム (APP) も PEPP も 2020 年末を待たずに使い切るという事実が指摘される中、拡大観測が出ること自体は的外れではない。しかし、3 月の購入ペースが継続するという想定は現時点では悲観的過ぎるものであり、一部の国で外出制限が解除される状況において切るカードではないのは明らかである。相変わらず無制限の短中期債購入を可能とする OMT の可能性を問う記者もいたが、ラガルド ECB 総裁は「OMT は特定の加盟国の財政・構造政策を背景にユーロ圏崩壊リスクが自己実現的 (self-fulfilling) に高まっているケース」に使用するものであり、現在はそうではないとして否定している。確かに現在起きている危機は特定の加盟国ではなく全加盟国、いや全世界に起きているものなので OMT が想定するケースではないだろうが、市場の一部では PEPP 増額もなく、OMT 稼働の示唆もないことに失望した様子もあった。ラガルド総裁がはっきりと「The best tool that we have in our toolbox is indeed the Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP」と述べていることもあって、今後の資産購入に係る一手はやはり PEPP の拡大が基本線なのだろう。

PEPP と OMT に係る期待は根強く

今回目を引いた質問の一つとして「多くのエコノミストは公式にイールドカーブコントロール政策を導入すべきだと主張しているがどう思うか。政府債務の利回りをコントロールすることは ECB の役割だと思えるか」といったものがあつた。これに対し、ラガルド総裁は「物価目標到達と政策効果の波及経路確保という観点に照らし、出来ることをやっている」と述べるに留まり、当然言質は与えていない。しかし、

同時にあらゆる柔軟性を駆使する姿勢も示しており、可能性自体は排除していない。

過去の本欄でも議論した通り、筆者は月末月初ないし政策理事会といった分かりやすいタイミングを基点として各国の利回り変動幅を固定化するという政策はあり得ると考えている。総裁会見においてこれを尋ねる記者が出てきているということは、近い将来、市場予想の中心として ECB 版 YC C が浮上してくる可能性は十分考えられるだろう。冒頭述べた通り、「もう利下げできない」という問題意識があるなら尚更、そのような可能性を予想するのが妥当である。

ジャンク債の取り扱いについて

FRB の決定以降、ジャンク債の購入可否も採り得る手段の 1 つとして耳目を集めている。この点についても質問が見られた。既に ECB は 22 日の緊急政策理事会において 4 月 7 日時点で適格担保要件を満たしていれば、資金供給時の担保として認める方針を承認している。これはイタリア国債など、懸念国の国債が格下げされた際にパニックが生じないための処方箋だ。28 日には英格付け会社フィッチ・レーティングスによってイタリアの信用格付けが「BBB-」に引き下げられ、ジャンク債寸前という状況にまで追い込まれていることを踏まえれば、賢明な措置であったと言える。

しかし、会見では担保要件としてではなく資産購入時の要件として認められないかという質問が出た。この点、APP においてはそのような議論は全く交わされていないとした一方、PEPP においては元々ギリシャ国債も購入しており、waiver (免除) 規定があると返答している。これが民間の社債に関するジャンク債購入も可能だという事実を示しているのか回答からだけでは判断できないが、柔軟性を強調する姿勢から察するに、今は不可能でも今後は可能になるという含みは感じられた。PEPP は購入金額だけしか開示されない時限プログラムだけに、何が買われていても驚きはない。別の記者からは「ユーロ圏で新規国債発行が急増するのは 7~9 月期とみられているが、PEPP の規模維持にあたって問題はないか」といった趣旨の質問が見られている。この点、ラガルド総裁は PEPP について「one huge component of our purchase programme capacity」だと述べ、物価目標達成と政策効果の波及経路確保のためであれば、資産クラスや管轄権限そして時間を越えて (across classes of assets, across jurisdictions, across time)、ECB が市場に介入することができると述べている。展開次第では社債市場においてもジャンク債に手がつけられる可能性は否定できないように感じられる。

ユーロ相場は 4 月を通じて大きな変動が見られていないが、既に政策金利のマイナス幅が圧倒的に大きく、にもかかわらず「次の一手」がどう考えても緩和であることを踏まえると、ダウンサイドリスクが大きいように感じられる。しかし、そうしたファンダメンタルズは昨年から大して変わっているわけでもない。結局、ユーロは「ドルの映し鏡」でしかなく、「高金利通貨であったドル」が投資妙味を喪失する中で敵失に乗じて強含みやすいというのが一番ありそうな展開ではないかと筆者は考えている。

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4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(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～)
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	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～「政熱経済」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～