

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 22 日)

週末版

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. EU 復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～	

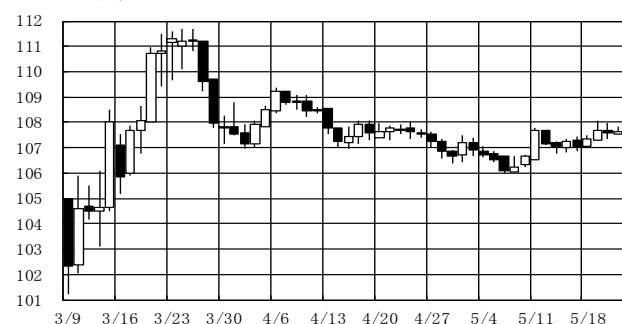
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は週前半に高値をつける展開。週初 18 日 107 円前半でオープンしたドル/円は、米中対立の激化懸念から一時週安値の 107.05 円までじりじりと下落した。その後、主要国における経済活動の再開を好んでアジア株が全面上昇するとドル/円は反発。更に米株先物が大幅に上昇する動きを受けて、一時 107 円台半ばまで値を戻した。19 日は、前日発表の EU 復興基金設立期待から、ドル売りが優勢となるものの、日銀が 22 日に臨時の金融政策会合を開くことを発表すると円売りが進み、一時週高値の 108.08 円まで上昇した。20 日は、5、10 日絡みのドル買いを受けてドル/円は、108 円付近を底堅く推移したが、徐々にドル売りが優勢となった。その後も米国での新型コロナウイルスのワクチン開発成果が好感されてリスクオンの動きが強まり、107 円台前半まで下落した。21 日は、米中関係悪化懸念から、リスクオフのドル買いが強まって、一時 107 円台後半まで上昇した。その後は、米上院が中国企業の米国上場廃止案を可決したとの報道を受け株式市場が軟調に推移したことでじりじりと下落した。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高値をつける展開。週初 18 日、1.08 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、新型コロナウイルスのワクチン開発への期待からリスクオンのドル売りが強まった。その後、独仏の首相が EU 復興基金設立を支持したことが好感され、一時 1.09 台前半まで上昇した。19 日、ユーロ/ドルは前日の流れを受けて底堅く推移し、一時 1.09 台後半まで上昇したものの、その後は利益確定の売りが入って上値が重い推移が続いた。20 日は、ドル売りの流れが強まり、ユーロ/ドルはじりじりと値を上げる展開。米国での新型コロナウイルスのワクチン関連の新たなヘッドラインが好感され、その後もリスクオンの展開からドルが売られ、後半にかけて 1.10 付近まで上昇した。21 日は、軟調な米国経済指標の結果を受けて、一時週高値の 1.1008 まで上昇した。その後、トランプ米大統領が対中政策に関する報告書を議会宛に提出したことでリスクオフムードが強まると、1.09 台半ばまで反落した。本日は 1.09 台半ば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			
		5/15(Fri)	5/18(Mon)	5/19(Tue)	5/20(Wed)	5/21(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.36	107.22	107.39	107.83	107.61
	High	107.43	107.50	108.08	107.99	107.85
	Low	106.86	107.05	107.30	107.34	107.52
	NY 17:00	107.04	107.33	107.70	107.57	107.61
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0806	1.0819	1.0914	1.0928	1.0978
	High	1.0851	1.0927	1.0975	1.0999	1.1008
	Low	1.0789	1.0800	1.0902	1.0919	1.0937
	NY 17:00	1.0823	1.0915	1.0924	1.0980	1.0950
ユーロ/円	東京9:00	116.02	116.02	117.21	117.82	118.15
	High	116.20	117.23	118.20	118.19	118.53
	Low	115.50	115.80	117.04	117.65	117.74
	NY 17:00	115.88	117.13	117.68	118.09	117.80
日経平均株価		20,037.47	20,133.73	20,433.45	20,595.15	20,552.31
TOPIX		1,453.77	1,459.29	1,486.05	1,494.69	1,491.21
NYダウ工業株30種平均		23,685.42	24,597.37	24,206.86	24,575.90	24,474.12
NASDAQ		9,014.56	9,234.83	9,185.10	9,375.78	9,284.88
日本10年債		-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
米国10年債		0.64%	0.72%	0.69%	0.69%	0.68%
原油価格(WTI)		29.43	31.65	31.96	33.49	33.92
金(NY)		1,756.30	1,734.40	1,745.60	1,752.10	1,721.90

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、27日(水)にベージュブック(地区連銀経済報告)が公表される。前回4月発表分の総括は、3月発表時の「景気は緩やかに拡大している」から「全ての地域で鋭く急激に収縮している」に変わり、大幅な景況悪化を危惧する内容となった。また、先行きについても、全地区で企業が先行きの不透明さを懸念し、「今後数か月で状況はさらに悪化する」との見通しを示した。雇用や賃金動向について、週次の新規失業保険申請件数の数字から見て取れる様に、全ての地区で急激に悪化しており、今後も雇用削減とともに賃金低下の動きが強まる可能性が示唆された。4月公表分の対象期間は2月下旬から4月上旬であり、新型コロナウイルスが実体経済へ大きく波及している状況が窺える結果となった。そのほか前回の報告では、多くの中小企業で資金繰りに関する懸念が浮上している点も指摘されており、それを受けて4月のFOMCでは、企業向け資金供給を意図する量的緩和を主軸とした追加策を検討していることが発表されることとなった。今回の報告に関しては、米経済を取り巻く環境が大きく改善している可能性は低く、全体の景況感の総括の変化は前回と比べて少ないものとなりそうで、景気悪化の度合いが主な注目点となりそうだ。
- 欧州では29日(金)に5月CPI(速報)の発表を控える。4月の結果は前年比+0.3%と3月の同+0.7%から▲0.4%pts 低下した。内訳をみると、原油価格下落の影響でエネルギー価格が前年比▲9.7%減少した一方、食料品価格は同+3.6%上昇した。年初には前年比+1%台の水準を維持していたものの、今年に入ってから減速が続いており、IMFの経済見通しによればCPIは年間ベースで前年比+0.2%まで低下するとされている。当面の間はデフレーション圧力が強まるが見込まれる中、ブルームバーグの事前予想では5月のCPIを前年比+0.4%としている。
- 本邦では29日(金)に4月有効求人倍率/失業率の発表を控える。3月の有効求人倍率は1.39倍と先月から0.06pts 下がり3か月連続で悪化した。業種別にみると、製造業、教育、飲食・宿泊業での悪化が目立ち、新型コロナウイルスの感染拡大後のインバウンド需要の落ち込みや政府による学校休業要請の影響が色濃く出た形となった。そのほか、新規有効求人数の落ち込みが続いており、3月の結果は前年比▲12.1%に落ち込んだ。失業率については、前回3月の結果が2.5%と2月から0.1%pts 悪化し、完全失業者数は2月から2万人増加して176万人となった。就業者数の推移をみると、非正規雇用者数が26万人減少した点が目立った。これらについて、総務省は新型コロナウイルスの影響が出つつあると総括し、4月についても更なる悪化の可能性がある点を示唆している。

	本 邦	海 外
5月22日(金)	・4月全国CPI ・日銀金融政策決定会合	
25日(月)		・米・英休場
26日(火)	・3月全産業活動指数 ・4月工作機械受注(確報)	・米4月新築住宅販売件数 ・米4月シカゴ連銀全米活動指数 ・独4月GfK消費者信頼感
27日(水)		・米ベージュブック公表 ・米1～3月期GDP(2次速報)
28日(木)	・2年物国債入札	・米1～3月期コアPCEデフレーター ・ユーロ圏5月消費者信頼感(確報)
29日(金)	・4月有効求人倍率/失業率 ・4月鉱工業生産(速報)	・米5月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・ユーロ圏5月CPI(速報)

【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. EU 復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～

「融資」から「補助金」へ

金融市場のテーマは心なしか新型コロナウイルス関連のトピックよりもそこから派生した中国を巡る地政学リスクという雰囲気が強まっている。忘れかけていた米中対立が再びきな臭くなる中、先般のオーストラリアのように米国以外の国でも対中感情を著しく悪化させる動きも見られており、市場は実体経済の悪化は脇に置いて、また違った不安を抱え始めているように見受けられる。

そうした中、欧州では実体経済の再稼働が重要なテーマとなっているが、財政負担を巡る政治の動きについて大きな変化が見られる。今週 18 日、メルケル独首相とマクロン仏大統領は新型コロナウイルスの感染拡大で打撃を受けた欧州経済の復興のため、5000 億ユーロ規模の復興基金を設立することで合意を発表している。EU としての共同基金であり、永年の課題である共同債が将来的に実現するならば、今回の合意が一里塚となると思われる。メルケル首相の「EU の歴史で最も深刻な危機には、それにふさわしい答えが必要だ」との発言はこれまでのドイツの立場を 180 度覆すものであり、感染抑止を経て支持率を復調させている同首相だからこそ取れた一手であろう。

今回の独仏提案における最大のポイントは欧州委員会発行の債券を原資とする「補助金」であり、「融資」ではないという点でドイツが合意したことである。つまり、基金から受け取った資金は返済の必要がない。これは 3 月以降、イタリアやスペインを中心として被支援国が要求し、支援国（ドイツ、オーストリア、オランダなど）との認識相違が最も大きかった論点である。ドイツがこの点を譲ったことは非常に大きい。筆者の邪推だが、目下ドイツ憲法裁判所が ECB の公的部門購入プログラム（PSPP）に違憲判断をちらつかせて金融政策を通じた国債市場の安定化に横やりを入れていることが批判されている以上、財政（政府）として何らかの譲歩を感じたということではないか。

根本的には何も変わっていない印象

もっとも、現状はあくまでドイツ・フランスの共同「提案」に過ぎない。その具体策は今月中に欧州委員会から示され、後述するように最終決定は 6 月に持ち越される。また、ドイツ以外で反対する国が納得したわけではない。オランダやオーストリアなどが返済不要の補助金という形式にやはり反意を表明していることが報じられている。クルツ・オーストリア首相は独仏提案に反対した上でオランダ、デンマーク、スウェーデンと連携する構えを示している。

足許で浮上している案を簡単に説明しておく必要があるだろう。欧州委員会が検討中とされる案に基づけば、復興基金の原資は複数年から編成される EU 予算（2021～27 年）を一時的に増額した上で、これを裏付けに債券を発行するという建付けになっている。すなわち、増額分に応じた各国の拠出額引き上げが必要になる。拠出額引き上げは全会一致を要する決定事項であるため、「融資」ではなく「補助金」という論点で意見集約が完全に進まなければ結局、拠出額引き上げにも至らず、基金は画餅で終わることが予想される。現状では来週 5 月 27 日に欧州委員会の案が公表され、来月 6 月 18 日からの欧州理事会（EU 首脳会議）での最終合意を目指すことになっているが、この非常時にあと 1 か月引っ張った挙句に合意できずというパターンもまだ残されていることは注意したい。もちろん、前月（4 月 23 日）の欧州理事会の決裂から見れば、ドイツが降りてきたこと自体が大きな進歩ではあるものの、根本的には何も変わっていないとも言える。そもそも前月時点では基金の規模は約 1 兆ユーロという報道もあった。規模が半減した代わりに「補助金」形式という落としどころを探ったというのが事の顛末なのではないかと察

するが、それでも合意できないとなると事態はさらに悪くなったとも言える。

共同提案は新ハンザ同盟の「癰に障る」可能性

そもそも論になるが、「独仏共同提案」を出発点とすること自体が障害になる可能性もある。当面は反対国の筆頭にあったドイツが果たしてオランダを筆頭とする反対国を説得できるかが問われるわけだが、現在反対している国々は大国主導の意思決定を快く思っていないという背景事情がある。欧州債務危機時に顕著であったが、これまで EU はドイツ、フランスの共同提案や共同会見が先んじて示され、これを元にユーロ圏や EU レベルでの重要決定に至ることが多かった。それゆえにメルコジ（メルケル&サルコジ）であるとか、メルクロンやダブル M（メルケル&マクロン）といったような造語も多く生まれた。

しかし、近年では域内全体に関わる重要論点を勝手に大国だけで決めるべきではないという空気が醸成されつつある。この流れをけん引するのが新ハンザ同盟と呼ばれる勢力であり、オランダ、アイルランド、北欧（デンマーク、フィンランド、スウェーデン）、バルト（エストニア、ラトヴィア、リトアニア）といった 8 か国で形成する勢力だ。総じて豊かな小国である。2018 年 3 月には、非公式の財務相会合を開催し「EMU（経済通貨同盟、すなわちユーロ圏）の将来は EU の全加盟国で議論すべき」といった共同声明を出して注目されている。また、同じ声明文では「今後の統合深化については権限の委譲ではなく真の付加価値を追求すべき」といった旨の指摘もあり、共同基金の設立やそれを返済不要とする構想には距離がありそうな立場を明示している。今回報じられている反対国を見てもオランダやデンマーク、スウェーデンといった新ハンザ同盟における中核国が名を連ねており、これらの国の合意を取り付けるにあたって、恐らく独仏共同提案が現在報じられている形で残ることは無いだろう。ラフに言えば、どんなに素晴らしい案であっても独仏主導というだけで新ハンザ同盟の「癰に障る」という可能性はある。

当然だが、債券で調達した資金を返済不要なものとして交付すれば「その債券が償還される際の負担をどうするのか」という論点が浮上する。これは支援する側の健全国からすれば極めて重要な論点になるため、仮に補助金方式で基金から支援するとしても、その出口まで含めて新ハンザ同盟諸国の合意を取り付けなければならない。復興基金は EU の永年の課題を解決する一里塚として期待されつつも、その道は依然として相当に険しいものであり楽観すべきものではないだろう。

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

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5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
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～年初末変化率がプラスに～
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	流動化した始めたドイツ政局～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～政治も金融もボンドの足枷～
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～