

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 29 日)

週末版

内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. ECB 政策理事会プレビュー～PEPP に孕む隠蔽リスク～

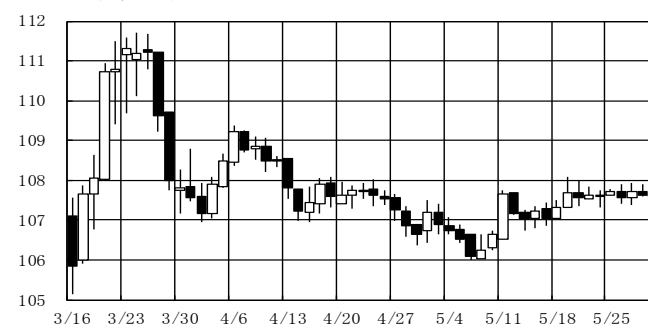
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は狭いレンジでの値動き。週初 25 日、107 円台後半でオープンしたドル/円は、欧米市場が休場のため動意に乏しく、終日小幅の値動きにとどまった。26 日は、アジアでの株高を背景に一時 108 円に迫ったが、欧米株価指数が強含んだことでドル売りが先行し、107 円台半ばまで下落した。その後はトランプ米政権が香港を巡り中国当局や企業への制裁を検討しているとの報道にリスクオフのドル買いが進み、小幅に値を戻した。27 日は、オープン直後に一時週安値の 107.37 円をつけたが、欧州で英国側がブレクジットを巡って EU と依然隔たりがあるとコメントしたことをきっかけにドルが買われ一時週高値の 107.95 円まで上昇した。その後は株式市場で米中関係が意識されつつも、米国での新型コロナウイルスのワクチン開発に関するヘッドラインが好感されリスクオンのドル売りが優勢となり小幅に値を下げた。28 日は、仲値にかけて一時週高値付近まで上昇したが、トランプ大統領が SNS 規制の強化に向けた大統領令に署名したことをきっかけに円買いが優勢となりじりじりと値を下げた。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 25 日、1.09 付近でオープンしたユーロ/ドルは、欧米が休場であり、終日動意のない推移が続いた。26 日は、ECB が量的緩和策に一部違憲判断を下した独連銀抜きで公的部門買い入れプログラムを継続することが検討されたことが好感されて徐々に上昇し、1.10 付近まで値を上げた。その後も、翌日に欧州委員会で欧州復興基金の最終案が提示されることへの期待感から堅調な推移が続いた。27 日は、欧州復興基金の提案が予想以上に好感され一時 1.10 を上抜けたが、その後は提案の実現までに EU 全加盟国の承認が必要なことが懸念されて 1.09 台半ばまで反落した。28 日は、月末の調整絡みのドル売りでユーロ買いが進み、じりじりと値を上げる展開。後半には米株高の動きもあいまって一時週高値の 1.1094 まで上昇したが、香港を巡る米中対立が懸念され、株安に転じると、ユーロ/ドルも小幅に下落した。本日は週高値付近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			
		5/22(Fri)	5/25(Mon)	5/26(Tue)	5/27(Wed)	5/28(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.64	107.75	107.69	107.50	107.82
	High	107.76	107.78	107.92	107.95	107.91
	Low	107.32	107.63	107.41	107.37	107.58
	NY 17:00	107.60	107.73	107.58	107.72	107.63
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0951	1.0908	1.0902	1.0979	1.1016
	High	1.0953	1.0914	1.0996	1.1031	1.1094
	Low	1.0886	1.0871	1.0893	1.0934	1.0992
	NY 17:00	1.0904	1.0895	1.0983	1.1009	1.1077
ユーロ/円	東京9:00	117.90	117.54	117.43	118.02	118.74
	High	117.97	117.54	118.32	118.90	119.39
	Low	117.02	117.09	117.36	117.72	118.50
	NY 17:00	117.35	117.39	118.12	118.61	119.15
日経平均株価		20,388.16	20,741.65	21,271.17	21,419.23	21,916.31
TOPIX		1,477.80	1,502.20	1,534.73	1,549.47	1,577.34
NYダウ工業株30種平均		24,465.16	-	24,995.11	25,548.27	25,400.64
NASDAQ		9,324.59	-	9,340.22	9,412.36	9,368.99
日本10年債		-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
米国10年債		0.66%	-	0.69%	0.69%	0.70%
原油価格(WTI)		33.25	-	34.35	32.81	33.71
金(NY)		1,753.50	-	1,705.60	1,710.70	1,728.30

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、2日(火)に5月ISM製造業景気指数、3日(水)に5月ISM非製造業景気指数の発表を控える。前回4月の結果はそれぞれ41.5、41.8で製造業は7.6ポイントの悪化、非製造業は10.7ポイントの悪化となり、双方ともリーマンショック時の11年前の水準まで悪化した。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、雇用指数が前月に続いて大幅に悪化しており、いずれも第二次世界大戦後の水準にまで落ち込んだ。非製造業については、景況、新規受注、雇用の指数で悪化が目立ち、それぞれ1997年以降最低の数値を記録した。また、双方とも、発注から納品までの期間を示す入荷遅延指数の高止まりが続いており、サプライチェーンの混乱が続いている状況が垣間見えた結果となった。なお、ブルームバーグの予想では、5月の結果をそれぞれ43.5、44.0とし、数値自体は改善を見込むものの、企業の短期的な景況感は引き続き厳しいものとしている。

4日(木)には4月貿易収支(季節調整値、以下同様)の発表を控えている。3月の財とサービスを合わせた貿易収支は▲444億ドルの赤字となった。内訳を見ると、輸出は前月比▲9.6%に落ち込み、月間の減少率では過去最悪を更新した。輸入についても同▲6.2%と大きく減少した。製品別にみると、まず財については、自動車や工業用機械をはじめ主要輸出品の輸出が軒並み悪化した。サービスについては、ロックダウンの影響で国内旅行と観光が落ち込んで旅行収支の悪化が目立った。今後についても、内・外需の回復には引き続き時間を要するほか、米中関係も中国の新型コロナウイルスの対応や香港の国家安全法などを巡ってにわかに悪化している状況であり、短期的な回復を見込むのは困難となっている。なお、ブルームバーグでは4月の貿易収支を▲415億ドルの赤字と予想している。
- 欧州では4日(木)にECB政策理事会の開催を控える。前回4月の会合では新型コロナウイルス感染が本格化し経済活動に大きな支障が出ていた中で、流動性供給策の新設(PELTRO)を通じて、銀行に長期資金を貸し付ける条件を緩和させた。一方で、政策金利の深掘りやパンデミック緊急プログラム(PEPP)の拡大は見送られた。今回の会合では、物価安定目標の達成を見据えて新しい経済・物価見通しが示される予定である。ラガルド ECB 総裁は今週開催されたイベントで、今年の経済成長率を前年比▲5～▲12%から同▲8～▲12%へ悪化する見通しを述べた。欧州では経済活動が次第に再開される動きはあるものの、景気見通しが下方修正される状況が続いている。かかる中、政治方面では今後後半、実現には段階を踏む必要があるものの、ドイツやフランスが主導して欧州復興基金の構想が提示された。今回の会合では、現状維持の予想のほか、引き続き必要となればあらゆる手段を用いるという政策スタンスの下、PEPPの拡大を見込む声も挙がっている。

	本 邦	海 外
5月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)
6月1日(月)	・5月製造業PMI(確報)	・米5月ISM製造業景気指数 ・米5月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏5月製造業PMI(確報)
2日(火)	—————	—————
3日(水)	・5月サービス業PMI(確報)	・米5月ISM非製造業景気指数 ・ユーロ圏4月失業率
4日(木)	・30年物国債入札	・米4月貿易収支 ・ECB政策理事会 ・ユーロ圏5月サービス業PMI(確報)
5日(金)	・4月景気動向CI指数(速報)	・米5月雇用統計

【当面の主要行事日程(2020年6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)

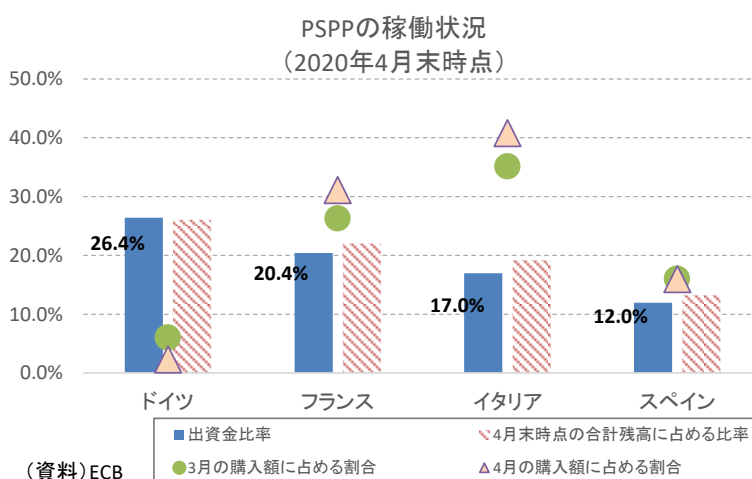
3. ECB 政策理事会プレビュー～PEPP に孕む隠蔽リスク～

キャピタルキー制約を撤廃できるのか？

来週 6 月 4 日には ECB 政策理事会が開催されるので簡単にプレビューしておきたい。本来、今回の会合は現状維持を予想するのが妥当であり、筆者も現時点ではそれがメインシナリオと考えているが、とにかくパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の拡大観測が浮上しているため、その可能性を検討しておきたい。観測が強まったきっかけは今週 26 日、ビルロウドガロー・フランス中銀総裁が、ECB への資本金出資比率（capital key）に基づいて債券購入額を決める制限に関し、PEPP の運営に際しては「不必要な制約だ」と発言したことである。前提を整理しておく必要があるが、形振り構わない超大規模の資産購入プログラムである PEPP においても、資本金出資比率はベンチマークとして一応意識されることになっている。決定時の声明文は以下のようにある：

- **For the purchases of public sector securities, the benchmark allocation across jurisdictions will continue to be the capital key of the national central banks. At the same time, purchases under the new PEPP will be conducted in a flexible manner. This allows for fluctuations in the distribution of purchase flows over time, across asset classes and among jurisdictions.**

しかし、一読して分かるように、PEPP では「in a flexible manner」での運営が容認されており、資本金出資比率からの乖離は想定されている。PEPP の資産購入内訳は明らかにされていないが、3 月や 4 月の購入実績を見る限り、その多くがイタリアやスペインに振り向けられている可能性が高い。例えば 4 月の例を取ると、内訳が公表されている公的部門購入プログラム（PSPP）ではイタリアとスペインでそれぞれ 40.8%、16.0%と合計で 56%程度購入されている。



る。PSPP の約 3.5 倍もの購入（4 月を例に取れば PSPP の 296.2 億ユーロに対し、PEPP は 1033.7 億ユーロ）をこなす PEPP が類似のイメージで運営されている可能性は高い。いや、むしろ、それ以外に緊急的な購入を迫られている国債はないとも言える。詰まるところ、既にビルロウドガロー氏中銀総裁が言う「不必要な制約」はもはや実質的に存在していない。ECB もそれを承知の上で上述のような言い回しにしているのであろう。明示的に出資金比率を無視し続けると一部加盟国に対する財政ファイナンスの疑義が強まるため、ドイツやオランダ、オーストリアなどがこれを飲む可能性は殆どないはずである。「不必要な制約」は実質的に解消されており、それを宣言すること自体は不要な軋轢を生むだけと考えられる。資本金出資比率を尊重する姿勢を表立って撤回するようなことはあり得ないだろう。

健全国から見れば「隠蔽」

しかし、建前はどうかであれ、「資本金出資比率を乖離した購入を続けている」というのが事実である以上、今の時点で問題にならなくても将来の時点で必ず問題になる。過去、ECBの有価証券購入の元祖である証券市場プログラム（SMP）はやはり購入内訳が開示されなかった。SMPは2010年5月に導入され、2012年11月に廃止された。しかし、その購入内訳が初めて開示されたのが2013年2月であり、しかも2012年末時点の内訳が発表された。もはや開示された時には世の関心は失われていた。今回のPEPPも同じような展開を辿るのかもしれないが、SMPとPEPPでは規模が全く異なる。PEPPが実行される直前、ECBの総資産は約4.7兆ユーロであった。PEPPの総額（7500億ユーロ）はこの約16%相当額である。とても隠し通せる額ではない。しかも購入単価も当時に比べれば相当高い（国債利回りは低い）。そのような資産がバランスシートに蓄積されているという事実を公開しないことについて、健全国からは隠蔽という印象を持たれる恐れもある。目先の政策運営もさることながら、中長期的には、情報公開の透明性に疑義が生じ、真つ当な資産購入プログラムの運営すら政治的に難しくなる事態を懸念したい。

「期間」の延長はあり得る

なお、ビルロウドガロー仏中銀総裁のほか、ドイツ出身のシュナーベル ECB 理事も ECB サイトに掲載された英フィナンシャルタイムズ紙とのインタビュー原稿において「プログラムの規模だけでなく、構成と期間にも関係する。われわれは今後得られる新たなデータに対応する用意がある（With respect to the PEPP, this concerns the size but also the composition and the duration of the programme. We are ready to react to new data coming in）」と述べており、これを PEPP 拡大の予兆と受け取る向きもある。PEPP の「期間（duration）」は現在、「年内もしくは感染終息次第」とされているため実質的には年内と解釈されるが、これを延長する可能性があるということだろうか。年内の完全終息は難しそうなことを踏まえれば、それは合理的な判断としてあり得るかもしれない。

だが、そもそも明らかにされていない「構成（composition）」を修正するということについては想像が難しい。例えば公的資産と民間資産の区分けは明示するなどのシナリオを考えているのだろうか。それ自体に大きな意味があるとは思えない。次回会合で政策変更があり得るとした場合、PEPP の期間延長が最も妥当な線ではないかと予想され、その他は現状維持と考えたい。

金融市場部・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27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはたかる「新ハンザ同盟」の壁～)
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～「不要不急で自減」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減した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～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
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？～