みずほマーケット・トピック（2020 年 6 月 26 日）

週末版

内容	1．為替相場の動向	2．来週の注目材料
	3．IMF、GFSR 改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～	

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」）

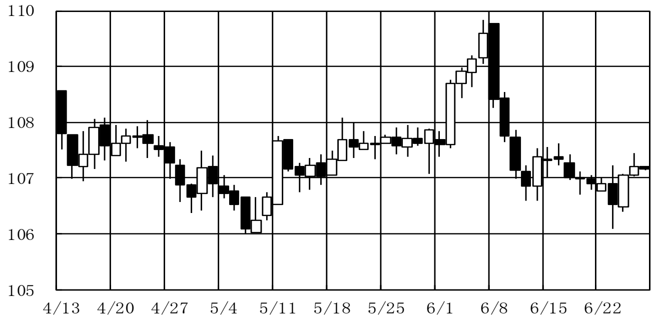
・ 今週のドル/円相場は後半に円安が進む展開。週初 22 日、106 円台後半でオープンしたドル/円は、米国で新型コロナウイルスの感染第二波への懸念が高まるものの、ドル/円への影響は限定的で終日小幅な値動きとなった。23 日は、ナバロ米大統領補佐官が中国との通商協議は終わったと発言し、米中関係の悪化が懸念され円買いの動きが強まるも、同報道を否定するヘッドラインを受けて反発し、一時 107 円台前半まで上昇した。その後は、米中関係悪化懸念が和らいだことや欧州での PMI の結果が好感されてリスクオフの動きが進むとドルが売られ、一時週安値の 106.08 円まで急落した。24 日は、米国が 31 億ドル相当の EU・英国製品に新たな関税を検討しているとの報道や、IMF が世界 GDP 予想を下方修正したことで、前日から一転してリスクオフのドル買いが進み、終盤にかけて 107 円を上抜けた。25 日は、前日の流れを受けて、じりじりと値を上げる展開が続いた。NY オープンにかけて一時週高値の 107.45 円まで上昇したが、その後はリスクオフの流れが一服し、ドル買いが巻き戻された。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かけてユーロ安に向かう展開。週初 22 日、1.12 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、NY ダウ平均株価や原油先物が堅調に推移した中、底堅い推移を見せて小幅に値を上げた。23 日、ナバロ大統領補佐官の米中関係を巡る発言を受けて前日からの上昇は一服したが、欧州各国で PMI が予想を上回る回復を見せるとユーロ買いが優勢となって、一時週高値の 1.1348 まで上昇した。24 日は、米国の対欧州関税をめぐる報道を受けて、米欧貿易摩擦が激化する懸念が浮上し、ユーロ/ドルは値を下げる展開。新型コロナウイルスの感染第二波の可能性も意識されて 1.12 台半ばまでじりじりと下落した。25 日は、前日のリスクオフの流れが継続し、一時週安値の 1.1191 まで下落した。ECB のユーロ圏外の欧州諸国に向けた新レポファシリティ創設に関する報道が好感されてユーロ/ドルは下げ止まったものの、その後は上値の重い推移が続いた。本日は 1.12 台前半での推移が続いている。

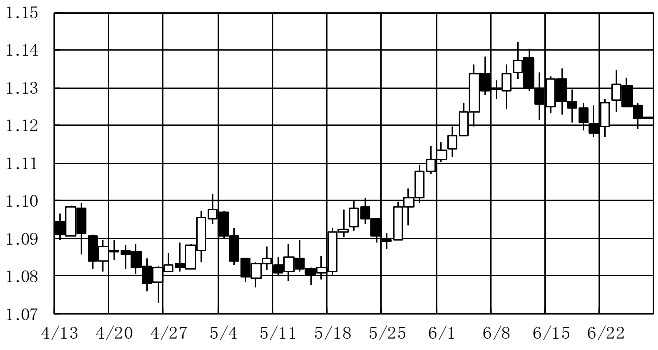
今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今　　週			
		6/19(Fri)	6/22(Mon)	6/23(Tue)	6/24(Wed)	6/25(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.01	106.84	106.90	106.42	107.03
	High	107.06	107.00	107.22	107.07	107.45
	Low	106.77	106.74	106.08	106.39	107.02
	NY 17:00	106.90	106.91	106.52	107.05	107.20
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1207	1.1177	1.1278	1.1313	1.1251
	High	1.1254	1.1270	1.1348	1.1326	1.1260
	Low	1.1169	1.1168	1.1233	1.1248	1.1191
	NY 17:00	1.1178	1.1261	1.1309	1.1251	1.1217
ユーロ/円	東京9:00	119.90	119.40	120.56	120.40	120.41
	High	120.20	120.44	121.08	120.72	120.61
	Low	119.42	119.31	119.91	120.07	120.15
	NY 17:00	119.42	120.39	120.42	120.47	120.30
日経平均株価		22,478.79	22,437.27	22,549.05	22,534.32	22,259.79
TOPIX		1,582.80	1,579.09	1,587.14	1,580.50	1,561.85
NYダウ工業株30種平均		25,871.46	26,024.96	26,156.10	25,445.94	25,745.60
NASDAQ		9,946.12	10,056.48	10,131.37	9,909.17	10,017.00
日本10年債		0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
米国10年債		0.69%	0.71%	0.71%	0.68%	0.68%
原油価格(WTI)		39.83	40.73	40.37	38.01	38.72
金(NY)		1,753.00	1,766.40	1,782.00	1,775.10	1,770.60

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、1 日（水）に 6 月 ISM 製造業景気指数の発表を控える。前回 5 月の結果は 43.1 で 1.6 ポイント改善した。構成項目の内訳を見ると、生産指数、新規受注指数、雇用指数がそれぞれ改善を見せており、製造業の生産活動が底を脱したことが示唆される結果となった。そのほか、発注から納品までの期間を示す入荷遅延指数の上昇が一服し、サプライチェーンの混乱が落ち着きを見せる状況となっている。しかしながら、内・外需の動向は引き続き軟調で景況感の回復ペースは緩やかになる見込みとなっており、ブルームバーグの事前予想では、6 月は 49.0 と依然、景気拡大・縮小の境目となる 50 を下回る見込みとなっている。
  2 日（木）に 6 月雇用統計が発表される。前回 5 月の非農業部門雇用者数は前月比+250 万人増と市場予想の同▲750 万人減から大幅に乖離する結果となった。また、民間部門雇用者数は同+309 万人増となった。その要因として、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で一時的に解雇された労働者が再雇用された点が挙げられる。内訳を見ると、娯楽及び接客業で約+120 万人、建設業で約+47 万人、小売業で約+37 万人、雇用者数がそれぞれ増加した。失業率については、4 月の 14.7％から 13.3％へと改善されたものの、黒人系の失業率は僅かながら悪化し、人種間での雇用格差がうかがえる結果となった。また、平均時給の伸びは前月比▲1.0％とマイナスに転じた。4 月に多くの低所得者が一時的に職を失い平均時給が上昇していたが、5 月に再雇用の動きが強まったことで賃金の上昇は抑えられた。なお、ブルームバーグの予想では、6 月の非農業部門雇用者増加数を同+300 万人の増加、失業率については 12.5％と改善を見込んでいる。また、6 月平均時給は前月比▲0.5％で小幅な下落を見込んでいる。

- 本邦では、1 日（水）に日銀短観（6 月調査）が発表される。前回 3 月調査では、大企業製造業業況指数（DI）が▲8 とマイナスを記録した。米中貿易摩擦の長期化による外需の低迷に加え、新型コロナウイルス影響も重なって 5 四半期連続の悪化となり、日銀による異次元緩和実施前の 2013 年 3 月調査以来の水準にまで落ち込んだ。主要 16 業種のうち 15 業種で業況が悪化し、新型コロナウイルスの震源であった中国との関連が大きいとみられる繊維業や生産用機械業での悪化が目立った。一方、大企業非製造業 DI は+8 と前回比 12 ポイントの悪化となった。海外からの旅行者減少によるインバウンド関連業種の業況悪化が目立ち、国からの営業自粛要請によって飲食店や一部サービス業でも業況が悪化した。中小企業 DI の結果も同様のトレンドで、製造業・サービス業とも大企業 DI よりも悪い数値となった。前回 3 月の結果に関しては、新型コロナウイルスが世界的に拡大した状況や東京五輪の開催が 1 年間延期となったことを十分に織り込んでおらず、今回もあらゆる業種で業況悪化を見込む声が大きい。なお、ブルームバーグの事前予想では大企業製造業 DI、サービス業 DI を▲31、▲20 と見込んでいる。そのほか、3 か月後の企業による景気予測に関しても大幅な悪化を見込んでいる。

	本　邦	海　外
6 月 26 日（金）	――――――――――――	・米 5 月コア PCE デフレーター
29 日（月）	・5 月小売売上高	・米 5 月中古住宅販売仮契約 ・ユーロ圏 6 月消費者信頼感(確報)
30 日（火）	・5 月失業率/有効求人倍率	・英 1～3 月期 GDP(確報) ・ユーロ圏 6 月 CPI(速報)
7 月 1 日（水）	・日銀短観(6 月調査) ・6 月製造業 PMI(確報)	・米 6 月 ISM 製造業景気指数 ・米 FOMC 議事要旨 ・ユーロ圏 6 月製造業 PMI(確報)
2 日（木）	・10 年物国債入札	・米 6 月雇用統計 ・ユーロ圏 5 月失業率
3 日（金）	・6 月サービス業 PMI(確報)	・米休場（独立記念日） ・ユーロ圏 6 月サービス業 PMI(確報)

【当面の主要行事日程（2020 年 7 月～）】

ECB 政策理事会（7 月 16 日、9 月 10 日、10 月 29 日）
米 FOMC（7 月 28～29 日、9 月 15～16 日、11 月 4～5 日）
日銀金融政策決定会合（7 月 14～15 日、9 月 16～17 日、10 月 28～29 日）
G20 財務相・中央銀行総裁会合（7 月 18～19 日、10 月 15～16 日）

3. IMF、GFSR 改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～

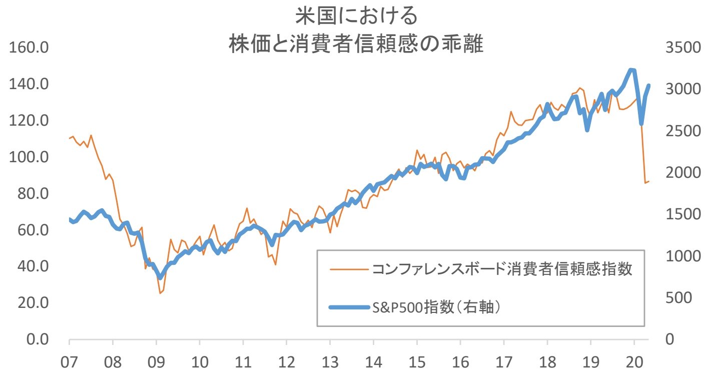
GFSR 改訂。テーマは「金融経済と実体経済の乖離」

昨日は IMF から『国際金融安定報告書』の改訂版が公表されている。副題の「Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large」が指摘するように、財政・金融政策による形振り構わない政策対応によって金融市場は落ち着きを取り戻しているものの、実体経済の毀損は著しく、債務の支払い可能性（insolvency : 倒産、債務超過）が課題として浮上している。今回の GFSR 改訂における最大の問題意識は「金融経済と実体経済の乖離」である。この点、本欄では貯蓄・投資（IS）バランスの不均衡（民間部門の貯蓄過剰）がそのような事態を生むはずだと繰り返し論じてきたが、今回の GFSR はまさにその結果として現れる資産価格の騰勢に危機感を示している。報告書では「主要国の株価については、程度の差こそあれ、3 月の底（trough）から既往ピークの 85%程度まで値を戻している」と株式市場の回復を指摘するほか、「（ショックによって）ワイド化したクレジットスプレッドの約 70%が巻き戻されて（再び縮小して）いる」とクレジット市場における心理の改善なども確認している。こうした状況にはこれまで政策金利の調節に終始していた新興国の中銀までが量的緩和のような非伝統的な金融政策に手を出し始めていることも投資家の強気を後押ししているとの見方が示されている。

株価と消費者心理の乖離が顕著に

だが、金融市場におけるムード改善はあくまで「迅速な景気回復見通し（the prospects of a speedy economic recovery)」に支えられているものであり、現行の政策対応が永続することを前提にしていると報告書は危惧している。この批判的な目線は報告書中の小見出し「金融市場の楽観と国際経済動向の断絶が浮上（A disconnect between financial market optimism and the evolution of the global economy has emerged)」として明示されている。報告書では S&P500 社の企業収益予想を例に金融市場が「a quick “v-shaped” rebound」を期待していると指摘した一方、最近の実体経済指標は「予想以上に深い落ち込み（a deeper-than-expected downturn)」を示唆しているという現実に目を向けている。実体経済の不調は一昨日に公表された「世界経済見通し（WEO)」改訂で議論されている通りであり、IMF は 2020 年の世界経済見通しを▲4.9%と 4 月の WEO から 1.9%ポイントも下方修正している（2021 年は+5.4%)。

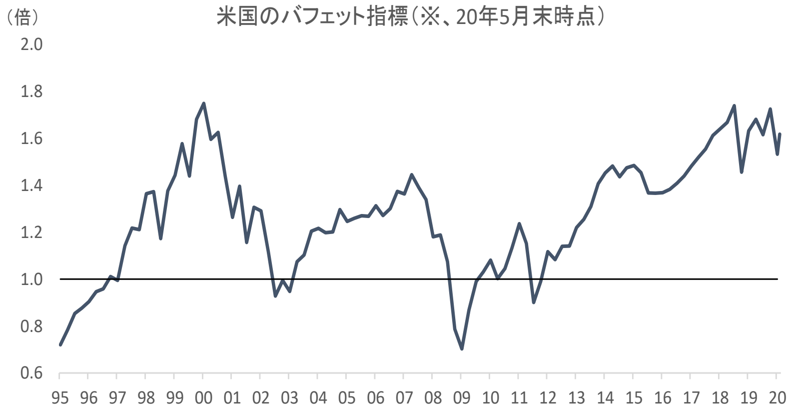
なお、報告書は「金融経済と実体経済の乖離」を示す好例として S&P500 指数とコンファレンスボード消費者信頼感指数の対照的な動きを用いているが、実際に作成してみるとかなり印象的な構図になる。歴史的には両者がはっきりと乖離するのは稀な動きであり、恐らくは消費者心理が米経済の 60%を占める個人消費の帰趨を決するであろうことを踏まえれば、やはり不安は小さくないと言わざるを得ないだろう（図)。当然、報告書ではこうした資産価格の持続可能性に疑義を呈しており、調整を招きかねない数多くのトリガーがあるとしている。具体的には感染第二波の到来と共に今でさえ未曽有と形容されている現在の景気後退がさらに長引くケースや貿易摩擦の再燃、そして社会不安の高まりと共に格差問題が再び投資家心理の巻き戻しを招くケースなどに言及が見られている。



（資料）macrobond

必要悪としての「実力以上の株価」

もっとも「金融経済と実体経済の乖離」は今に始まったテーマではない。GDP 成長率落ち込み、より具体的には企業収益の落ち込みにも拘わらず先進国（とりわけ米国）の株価は近年、続伸してきた。米国では株式時価総額が名目 GDP の規模を凌駕し、両者の差が拡がる構図が当たり前になっている（図）。この背景に関し、本欄では①最近の金融政策が株価を見て運営される傾向があること（結果的に過剰な金融緩和環境を前提とした株価になりやすいこと）、②それによって低金利が常態化し、定期的にインカムを生む資産が株式（の配当金）くらいしかなくなり、運用資金が集まりやすくなっていることなどが考えられるとしてきた。



（資料）macrobond、※株式時価総額÷名目GDP

とはいえ、「株価が高過ぎである」という IMF が断言することにも危うさを感じる。例えば WEO 改訂によれば、2020 年は▲4.9%、2021 年は+5.4%と伸び率こそ下方修正されているものの、予想されている軌道は V 字回復である。株価がこれを先取りしていると考えることもできるだろう。そもそも、感染拡大の先行きは誰にも分からない以上、今の株価が「高過ぎる」かどうかは評価できないはずである。

なお、バブル的な動きを肯定するつもりはないが、株価が高くて困る経済主体は基本的にはいない。例えば家計金融資産の 30%以上が株式である米国の家計部門は株高が消費増をもたらす資産効果がはっきりと期待できるし、株価が高止まりすることで企業部門の経営が安定するという側面もある。非常時だからこそ、仮にそれが「実力以上の株価」であっても、実体経済が立ち直るためには必要とされているという考え方はあり得る。

国際金融システムの堅牢性を確保するために政策提言を行う GFSR が株価の騰勢や債務の蓄積に警鐘を鳴らすのは義務であるため、株価の騰勢を手放しで評価するわけにはいかない事情は理解できる。しかし、一種の「必要悪」として「実力以上の資産価格（府代表的には株価）」を用意しなければならない状況であることも現実問題として認識すべきかもしれない。この辺りのニュアンスは今回の報告書末尾にも記述されており、現行対応がショックの緩和に繋がっていることを認めつつも、事態が正常化した際には金融市場の脆弱性に繋がるような芽を摘むべきであると両論併記のように記述されている。

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に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6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年5月分）
	香港ドル相場の現状と展望～ペッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版（EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～）
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版（ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～）
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～）
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～立ちはだかる「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	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～）