

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 13 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:流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて	

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

- ・今週のドル/円相場は週後半に上昇する展開。週初9日に102円台後半でオープンしたドル/円は、先週末の米11月雇用統計の強い結果を好感した流れを引き継ぎリスク選好地合いの中、103円台前半で底堅く推移。だが、翌10日には利益確定の売りや米金利低下を受けたドル売りに、102円台後半まで下落した。その後11日には、米上下院の財政協議の合意を背景に早期の tapering 観測が強まり、NYダウ平均が▲100ドル超の下落となると、ドル/円は一時週安値となる102.15円をつけた。12日も日経平均株価が軟調となる中でドル/円は上値重く推移したが、米11月小売売上高の良好な結果を受けてドル買いが強まると再び103円台を回復する流れに。その後も米金利が上昇する動きにドル買い地合いが継続し、本日東京時間には一時週高値となる103.66円をつける場面も見られた。現在も、ドル買い地合い優勢の状況下、ドル/円は103円台半ばで堅調に推移している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は上昇する展開。週初9日に1.37台前半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週安値となる1.3695をつけたが、ECBに対する追加緩和観測が後退する中でユーロ買いが先行する動きに、直ぐに1.37台を回復する流れに。10日にかけては米金利低下を受けたドル売りや、クーレ ECB 理事が追加緩和に否定的な見方を示したことなどを受けて、ユーロ/ドルは1.37台後半まで買い進められた。11日は、利益確定の売りも入る中で、ユーロ/ドルは弱含む場面が見られたものの、NYダウ平均の下落を受けたドル売りに、ユーロ/ドルは1.38を上抜け、一時週高値となる1.3811まで上昇した。12日は、ユーロ圏10月鉱工業生産が予想を下回ると利益確定売りが優勢となり、米11月小売売上高の良好な結果や米金利上昇を受けたドル買いも相俟って、ユーロ/ドルは1.37台前半まで値を下げた。とはいえ、下値を切り下げていく動きは限定的で、本日にかけてもユーロ/ドルは、1.37台半ばの高値圏で推移している。

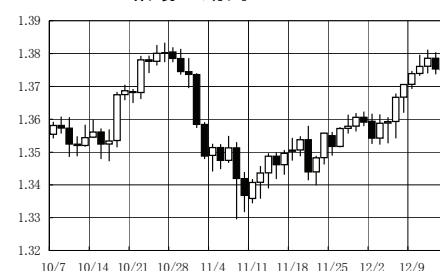
[今週のおもな金融市場動向]

		前週末	今 週			
		12/6(Fri)	12/9(Mon)	12/10(Tue)	12/11(Wed)	12/12(Thu)
ドル/円	東京9:00	101.73	103.13	103.27	102.80	102.53
	High	102.97	103.35	103.40	102.95	103.44
	Low	101.63	102.45	102.57	102.15	102.39
	NY 17:00	102.92	103.26	102.83	102.42	103.37
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3669	1.3707	1.3737	1.3764	1.3785
	High	1.3706	1.3747	1.3795	1.3811	1.3803
	Low	1.3620	1.3695	1.3734	1.3740	1.3737
	NY 17:00	1.3706	1.3740	1.3761	1.3786	1.3753
ユーロ/円	東京9:00	139.06	141.33	141.84	141.52	141.30
	High	141.05	141.95	142.19	141.69	142.25
	Low	138.96	141.00	141.28	140.92	141.20
	NY 17:00	141.01	141.87	141.49	141.20	142.16
日経平均株価		15,299.86	15,650.21	15,611.31	15,515.06	15,341.82
TOPIX		1,235.83	1,255.32	1,256.33	1,250.45	1,242.23
NYダウ工業株30種平均		16,020.20	16,025.53	15,973.13	15,843.53	15,739.43
NASDAQ		4,062.52	4,068.75	4,060.49	4,003.81	3,998.40
日本10年債		0.67%	0.66%	0.66%	0.65%	0.66%
米国10年債		2.86%	2.84%	2.80%	2.85%	2.88%
原油価格(WTI)		97.65	97.20	98.66	97.44	97.50
金(NY)		1,229.00	1,239.70	1,261.40	1,251.70	1,224.60

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

- 来週にかけては、17～18日に開催されるFOMCが最大の注目となる。最近の米経済指標は予想以上に良好な結果が多くみられており、雇用統計に関しては10月に続いて11月も前月比20万人を超える雇用増が確認された。失業率も7.0%まで低下するなど、FRBがtaperingスタートを見送る理由となった实体经济への不安は軽減している。また、9月FOMCでtapering決定を見送った理由として、財政協議の影響は小さくなかったと思われるが、この点、12月10日に米議会が財政合意に達したことはtaperingを決めるための障害が相当取り除かれたものとして注目である。経済・財政動向を受けて12月FOMCにおけるtapering決定の可能性が高まったことは確かだろう。だが、今回の合意に債務上限問題は含まれておらず、年明け2月から3月にかけて再び混乱を来す懸念は払拭されない。年内スタートを宣言した「FRBの信認確保」を企図して、tapering決定に動くことも否定できないものの、新体制移行の直前、流動性の低い年末というタイミングで、敢えて無理をする必要があるのか疑問である。今回taperingを見送るとして、今後のtaperingに関してどの程度情報を公表するか、またフォワードガイダンスを強化するべきか議論するとみられており、会合後のバーナンキFRB議長会見における発言を注視したい。なお、今回はFRBの経済見通しも発表される。
- 米経済指標では、19日(木)に11月中古住宅販売が発表される。住宅ローン金利や住宅価格の上昇を受けて住宅取得能力が悪化している状況を踏まえ、市場では同▲1.4%と引き続き減少が予測されている。そのほかには、16日(月)に12月ニューヨーク連銀製造業景気指数と11月鉱工業生産があるほか、18日(水)には政府閉鎖の影響で発表が遅れていた分を含めて9、10、11月分の住宅着工件数が発表される。また、19日(木)には12月フィラデルフィア連銀製造業景気指数の発表などがある。
- 本邦では、また、16日(月)に日銀短観(12月調査)が発表される。製造業に関しては、円安が足踏みする中で収益の押し上げ効果は減退しているが、輸出数量の持ち直しなどから改善が続くと予想される。非製造業においても、2012年度補正予算の執行による公共投資の増加などに支えられて改善が継続しそうである。また、実勢相場との乖離が縮小しつつある想定レートにも注目したい。さらに、18日(水)には11月貿易統計がある。11月上中旬までの貿易収支は▲1兆702億円の赤字となり、2013年では1月の▲1兆1729億円の赤字に次ぐ大幅な赤字を計上している。月間ベースでみると、10月まで4か月連続で▲1兆円近い赤字となっているが、11月は貿易収支が悪化する季節性があることも踏まえると、11月は今年4度目となる▲1兆円台の赤字を記録しそうである(市場予想の中心: ▲1兆3730億円)。

	本 邦	海 外
12月13日(金)	-----	・米11月生産者物価
16日(月)	・日銀短観(12月調査)	・米12月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米10月TICレポート(対内対外証券投資) ・米7～9月期労働生産性(改定値) ・米11月鉱工業生産
17日(火)	-----	・米7～9月期経常収支 ・米FOMC(～18日) ・米11月消費者物価
18日(水)	・11月貿易統計	・米9月住宅着工 ・米10月/11月住宅着工(※同時発表)
19日(木)	・日銀金融政策決定会合(～20日) ・10月景気動向指数(確報)	・米12月フィラデルフィア連銀製造業景気指数 ・米11月中古住宅販売 ・米11月景気先行指数 ・EU首脳会議(～20日、ブリュッセル)
20日(金)	-----	・米7～9月期GDP(最終推定値)

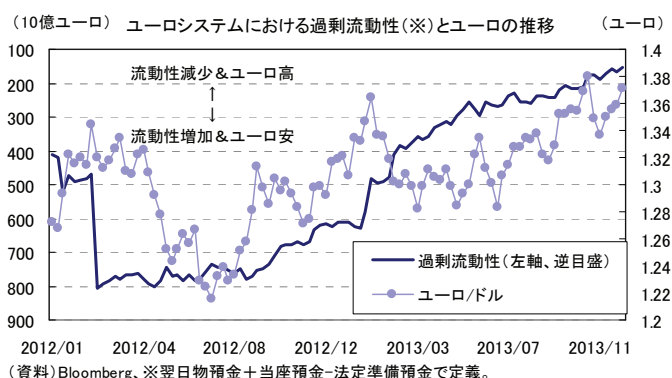
【当面の主要行事日程(2013年12月～)】

欧州中銀理事会(2014年1月9日、2月6日、3月6日)
 日銀金融政策決定会合(1月21～22日、2月17～18日、3月10～11日)
 米FOMC(2014年1月28～29日、3月18～19日、4月29～30日)

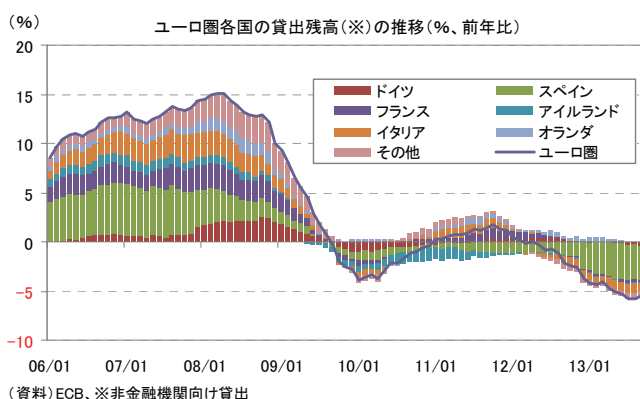
3. 流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて

- 昨日の為替相場ではドル相場が続伸する展開。米 11 月小売売上高が予想を上回る伸びとなったことを受けて tapering への期待が一段と強まり、ドル全面高の中、特にドル/円は本日東京時間午前中に年初来高値 (103.74 円) に迫る動きが見られている。一方、ユーロ相場はプラート ECB 専務理事が域内銀行の保有する国債のリスクウェイトを見直す (要するにゼロと看なさない) 姿勢を英 FT 紙へのインタビューで示したことが材料視され売られているが、依然として対ドルで 1.37 台、対円で 142 円台が維持されており、水準は高い。

- なお、ここもとのユーロ高に関し、域内金融機関のレパトリの動きを指摘する声強い。過去本欄でも議論したように、この動きはユーロ買い要因として注目する価値がある。来年半ばに ECB と EBA (欧州銀行監督機構) が共同実施する予定のストレステストでは、バーゼルⅢの求めるコア Tier1 比率 7% よりも厳しい 8% を要求する方針であり、これに伴いレパトリが生じる筋合いにはある。現状最も良く見られる解説はストレステストに備えて、2011 年 12 月並びに 2012 年 2 月に実施された 36 か月物長期流動性供給 (LTRO) の返済が加速し、これがユーロ圏無担保翌日物平均金利 (EONIA) の上昇を促し、ユーロ相場の上昇を惹起しているというものである。確かに昨年来のユーロ相場の動きは過剰流動性の増減と概ね方向感が一致している印象はある (図)。



- 最近の ECB が通貨高に対して有する問題意識の高さを踏まえれば¹⁾、「LTRO を増やし、EONIA を押し下げることで通貨高へのリンクを断ち切ろうとするのではないかと」の発想に至るが、事はそう簡単ではないだろう。LTRO が返済される背景にはストレステスト対策という側面も当然あるが、そもそも「持っていて使い道がない」という理由も相応に効いているはずである。これは最近の域内与信動向が停滞していることから明らかであり (図)、他行が返済を進める状況にあつて LTRO という使い道のない公的資金をいつまでも抱えていることを Stigma (汚名) と感じる向きもあろう。厳格なストレステストが控えている以上、余計な資産は持ちたくないというインセンティブが働くうえ、そもそも使い道が無いという状況では、新たな LTRO を打ち込んでもどの程度応札があるかは定かではない。だとすれば、当然、EONIA への低下圧力も不透明であり、ユーロ相場を押し下げる効用も期待しきれない。



- なお、ストレステストや銀行の資本増強との関連では、冒頭のプラート理事の国債リスクウェイト見直しに係る発言は重要な論点である。同案は 11 月、バイトマン独連銀総裁の口からも聞かれたが、過去の本欄²⁾でも述べたように、口で言うほど実施は簡単ではない。ギリシャ国債を巡る過去 4 年程度の混乱を踏まえれば、「国債はリスクフリーではない」との主張も分からなくはないが、今のユーロシステムがそうした仕様変更能耐え得るのかは疑問である。次頁図に示されるように 2012 年初頭より問題国の銀行部門における国債保有比率は著しく上

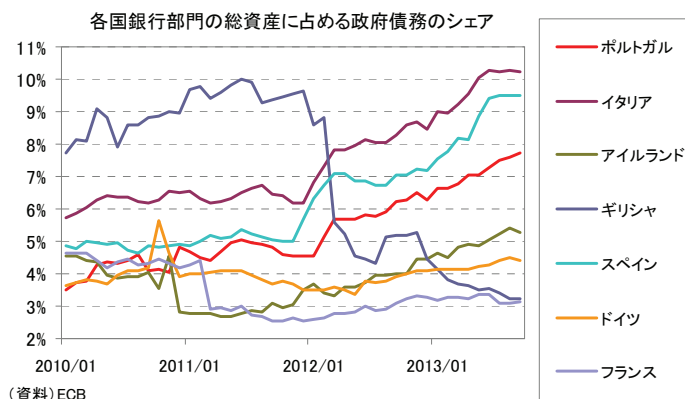
¹ 本欄 2013 年 11 月 25 日号『ECB も「連想ゲーム」に巻き込まれるのか』のほか、ロイター外国為替フォーラムへの寄稿『ECB の「日銀化」、ユーロ高は正はあるか』などをご参照下さい。

² 本欄 2013 年 11 月 13 日号『バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える』をご参照下さい。

昇しており、保有国債にリスクウェイトを設定することはかなり勇気が必要である。もちろん、厳格なストレステストによってユーロシステムの健全性を担保しようとする心意気は分からなくない。日本の経験を踏まえれば、竹中平蔵金融担当大臣(当時)が2002年10月に作成した不良債権処理計画(俗に竹中プラン)が長期低迷に終止符を打ったとの声は多い。だが、竹中プランはあくまで日本一国の金融システムの話であり、それに要する公的資金も日本政府の意思で自在だった。

片や、現状のユーロ圏では「厳格なストレステストを行う」という入口の議論はあっても、「それにより生じた資本不足をどう埋めるのか」という出口の議論が定まっていな。現状では、今年8月1日に欧州委員会が発効した国家救済ルール(State Aid Rule)に基づき、銀行の資本不足は、まずは既存投資家(株主そして劣後債保有者等)の負担で対応する公算が大きく、その際に生じる混乱が小さいものに止まる保証ない。ではEUが直接負担、具体的にはESM(欧州安定メカニズム)が直接負担を被るかと言え、それ

もドイツやフィンランドが容易に認めない、というのが現状である。要するに、厳格なストレステストを実施するという心意気自体は理解するが、テスト結果をどうやって完結させるかという肝心要の部分は議論が深まっておらず、負担最小化を望むドイツの存在を踏まえれば、悪い結果を恐れて、踏み込んだストレステストは現実的には難しいのではないかと推測する。だが、緊縮財政と通貨高に喘ぐ域内経済の現状を考慮すれば、そのように「手加減したストレステスト」が望ましいというのも皮肉な事実である。



以 上

国際為替部

マーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL: 03-3242-7065)

Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

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/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー 発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力とはどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)
2013年7月11日	ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～
2013年7月9日	ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信心～
2013年7月8日	ECBの時間軸政策導入はユーロ「円」化の兆候か
2013年7月5日	週末版