

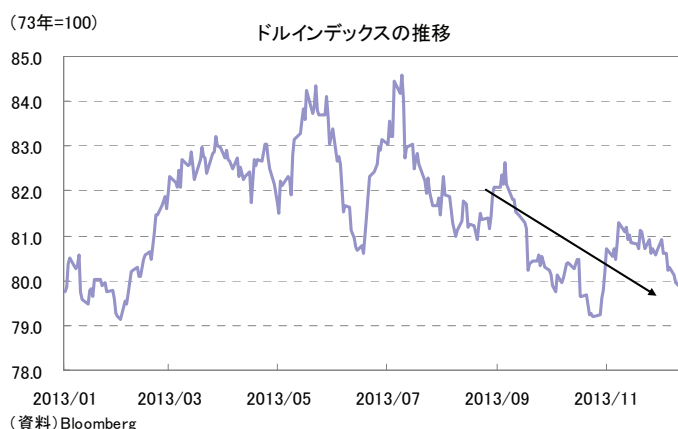
みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 16 日)

最近の相場をどう解釈すれば良いのか

これから FRB が金融政策の正常化に着手しそう(米金利が上がりそう)な状況にも拘らずドルが売られ、その一方で米債や株は大して売られていないのが現状であり、現状の相場解釈は非常に難しい。仮説としては、①tapering は織り込み済みという考え方、もしくは②直ぐに引き締めの環境など有り得ないという考え方などが有り得るが、筆者はどちらかと言えば①よりも②の方が実態に近いように思う。tapering を開始しようと、量的緩和(QE)をストップしようと、2014 年中に FRB が積極的にバランスシートを縮小させたり、金利を引き上げたりする可能性は皆無であると割り切れれば、2014 年も流動性相場の下でドル安・株高が続き、長期金利も3%未満の水準が継続すると想定されても不思議ではない。

～為替市場全体はドル安の流れ～

13日(金)の為替市場では、アジア時間こそ円が対ドルで103.92円と年初来高値を更新し、5年ぶり安値をつけたものの、海外時間には反転し、結局103円台前半で越週となった。ここもとの円安進行の背景は判然としない。ドル/円ペアだけを見れば「米経済指標改善→tapering観測の強まり→米金利上昇→ドル買い」との解説が最も腑に落ちる。だが、taperingが見送られた9月



以降から足許に至るまでの為替相場は基本的にはドル安であり(図)、その解説はドル/円ペアにしか使えない。米金利も11月以降に騰勢を強めてはいるが、9月FOMC直前の水準には達しておらず、12月に入ってから横這いである。また、株価は力強い動きが続いており、taperingを間近に控えた動きとしてはやや違和感もある。要するに、これからFRBが金融政策の正常化に着手しそう(米金利が上がりそう)な状況にも拘らずドルが売られ、その一方で米債や株は大して売られていないのが現状であり、この解釈は非常に難しい。

考え得る解釈としては、①taperingは織り込み済みという考え方、もしくは②直ぐに引き締めの環境など有り得ないという考え方などが有り得るかもしれない。

～①taperingは織り込み済みという考え方～

現状に関し、①と②のどちらの考え方に立つかで、今後の見通しは変わってくる。5月22日のバー

ナンキFRB議長による議会証言以降、市場では嫌というほど経済指標とtaperingの行方が議論されているので、①taperingは織り込み済み、という考え方はあながち的外れではないだろう。确实視された9月FOMCでのtaperingスタートが見送られ、その理由としては10月の政府機関閉鎖の影響が取り沙汰されたが、それも11～12月の指標を見る限り杞憂であった可能性が出てきている。ここまでくれば、12月のFOMCかどうかはともかく、1月ないし3月でのtaperingは既定路線(織り込み済み)であり、もはや材料ではない、と考えられても不思議ではない。だとすれば、素直に米経済の回復に賭ける格好で株が買われ、ドルを売ってユーロや一部の新興・資源国通貨などを買い求めるといったリスクテイクムードが盛り上がっているという説明も出来なくはない。要するに、①の考え方に立てば、最近の相場はtaperingの影響そのものよりも、taperingを可能にするほど強い米経済の現状を材料視したもの、という整理になる。この考え方を肯定するならば、米経済指標の改善が続く限り、現状の相場つきが継続し、改善が止まれば一気に相場の逆回転が生じることになる。

～②直ぐに引き締め的な環境など有り得ないという考え方～

しかし、筆者はどちらかと言えば①よりも②の方が実態に近いのではないかと思う。直感的に考えても、米経済指標の善し悪しを見て株を買う向きよりも、金融政策の進展を見て株を買う向きの方が多いように思える。結局、「12月のtaperingなど有り得ない」という認識は元より、年明け以降の指標次第ではハト派の看板を背負うイエレン新議長はそう簡単に引き締めに動けず、あわよくば半年程度は既存の緩和路線が続くかもしれない、という思惑が株・金利・為替の3市場に現れているのではないか。

また、たとえ2014年1～3月期においてtaperingがスタートしても、それとセットで利上げに係る失業率の閾値が引き下げられ、フォワードガイダンスの強化が図られる可能性はかなり高い。だとすれば、利上げ時期は現状の想定よりも後ろ倒しになるだろう。taperingを開始しようと、量的緩和(QE)をストップしようと、2014年中にFRBが積極的にバランスシートを縮小させたり、金利を引き上げたりする可能性は皆無であると割り切れば、2014年も流動性相場の下でドル安・株高が続き、長期金利も3%未満の水準が継続すると想定されても不思議ではない。この考え方に立つのであれば、米経済指標が失速すれば、さらに流動相場継続の思惑が強まるため、現状のドル売り(対円ではドル買い)・株買い相場も継続することになる。

だが、こうした考え方は、別の言い方をすれば、FRBの金融引き締め方向のアクションについて「高をくくっている」という部分もありそうで、本当にFRBがtaperingに着手した場合、平然と足許のようなドル売り・株買いが継続されるのか確信が持てない。事実が確定すると共にドルの買い戻し、株の売り戻しが生じるリスクシナリオも留意する価値はある。

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13日	週末版(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)
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月雇用統計と年内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へ～)
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はどう続くか～
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