

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 20 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: 動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～	

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/円相場は年初来高値を更新する展開。週初 16 日に 103 円台前半でオープンしたドル/円は、翌日からの FOMC を控え 103 円挟みで値動きの乏しい展開。17 日は、新規材料に欠ける中、欧州株が軟調に推移する展開にクロス円の売りが強まると、ドル/円も一時週安値となる 102.50 円まで連れ安となった。翌 18 日には、米 11 月住宅着工件数が約 5 年ぶりの高水準となったことなどが好感され、ドル/円は 103 円台前半まで上昇した。その後、注目された FOMC において、来年 1 月からの tapering 開始が決定するとドル買いが加速し、ドル/円は 103 円台後半まで一気に上伸。さらに、会合後のバーナンキ FRB 議長記者会見では、低金利政策の継続が強調されるなど、ハト派色の強い内容となったことが好感され、米株価が大幅上昇する動きにドルも買い進められ、19 日にかけて、ドル/円は一時 104.37 円まで買い進められた。その後は、利益確定の売りや年末を控えたポジション調整の動きに、一時 103.80 円台まで下落する場面も見られたが、米金利上昇を受けて再び 104 円台を回復。本日にかけても、クリスマス休暇を控え持ち高調整の動きが入りながらもドル/円は引き続き騰勢を強めており、104.40 円台と断続的に年初来高値を更新している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は週後半に急落する展開。週初 16 日に 1.37 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、独 12 月 PMI の良好な結果を好感し 1.37 台後半で堅調推移。17 日は FOMC を控えたポジション調整や欧州株の軟調な動にユーロ/ドルは 1.37 台前半まで弱含んだが、米金利低下を受けたドル売りの流れに 1.37 台後半まで値を戻した。18 日の注目された FOMC において、来年 1 月からの tapering 開始が決定すると直後のユーロ/ドルは乱高下。瞬間的に週高値となる 1.3812 まで急伸するも、その後はドル買いが加速する動きに 1.36 台後半に急落。19 日にかけてもドル買いの流れは続き、ユーロ/ドルは 1.36 台半ばまで値を下げた。その後は一旦下げ渋ったものの、米金利が上昇を見せると再び軟化に転じ、本日にかけてユーロ/ドルは 1.3650 を割り込み、週安値を更新する軟調な相場が続いている。

[今週のおもな金融市場動向]

		前週末	今 週			
		12/13(Fri)	12/16(Mon)	12/17(Tue)	12/18(Wed)	12/19(Thu)
ドル/円	東京9:00	103.58	103.26	103.04	102.64	104.22
	High	103.92	103.34	103.12	104.36	104.34
	Low	102.99	102.65	102.50	102.56	103.77
	NY 17:00	103.27	103.01	102.67	104.28	104.24
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3750	1.3738	1.3761	1.3769	1.3682
	High	1.3769	1.3798	1.3782	1.3812	1.3694
	Low	1.3709	1.3727	1.3723	1.3674	1.3650
	NY 17:00	1.3744	1.3761	1.3768	1.3683	1.3661
ユーロ/円	東京9:00	142.35	141.87	141.77	141.36	142.62
	High	142.82	142.12	141.94	142.90	142.64
	Low	141.43	141.18	140.97	141.35	141.88
	NY 17:00	141.93	141.76	141.24	142.84	142.40
日経平均株価		15,403.11	15,152.91	15,278.63	15,587.80	15,859.22
TOPIX		1,238.88	1,222.95	1,232.31	1,250.49	1,263.07
NYダウ工業株30種平均		15,755.36	15,884.57	15,875.26	16,167.97	16,179.08
NASDAQ		4,000.98	4,029.52	4,023.68	4,070.06	4,058.14
日本10年債		0.70%	0.69%	0.67%	0.67%	0.67%
米国10年債		2.86%	2.88%	2.84%	2.89%	2.93%
原油価格(WTI)		96.60	97.27	97.33	97.68	99.04
金(NY)		1,234.60	1,240.20	1,230.80	1,217.20	1,188.68

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

- ・来週にかけての米経済指標では、24 日(火)に 11 月新築住宅販売が発表される。10 月は前月比 25.4%の年率 44.4 万件と約 30 年ぶりの大幅増を記録した。政府機関の閉鎖で発表が遅れていた 9 月分が同▲6.6%となったうえ、8 月分も下方修正されていることは考慮すべきであるものの、住宅市場は底堅く回復が続いている。住宅市場指数は 11 月に横ばいとなったあと、12 月は上昇して 8 年ぶりの高水準となったほか、11 月住宅着工件数も同 22.7%増と急増。11 月は前月の急増の反動が出そうだが、11 月中古住宅販売は同▲4.3%と予想以上に減少しており、tapering を経て金利先高感が強まっている中、今後の米住宅指標は FRB の金融政策をウォッチするうえでも重要である(市場予想の中心:前月比▲0.8%)。そのほかには、今晚に 7 ～9 月期 GDP(最終推定値)があるほか、24 日(火)には 11 月耐久財受注の発表などが予定されている。
- ・本邦では、27 日(金)に 11 月鉱工業生産(速報値)が発表される。10 月は前月比 1.0%増と 2 か月連続で増加した。徐々に上向きつつある生産活動ではあるが、経済産業省発表の予測指数で示されていた同 4.7%増は大きく下回っている。今のところ、輸出数量の伸びがなくとも堅調な内需を当て込んで企業の生産活動は活発化しているが、こうした構図が長続きすると考える向きは多くない。予測指数に従えば、11 月は同 0.9%増、12 月が同 2.1%と生産の回復が続く見通しだが、もともと予測指数は上振れバイアスが強いことも踏まえれば、11 月は横ばい程度に留まったとみられる(市場予想の中心:前月比 0.5%増)。要人発言では、25 日(水)に黒田日銀総裁が経団連で行う講演が注目される。

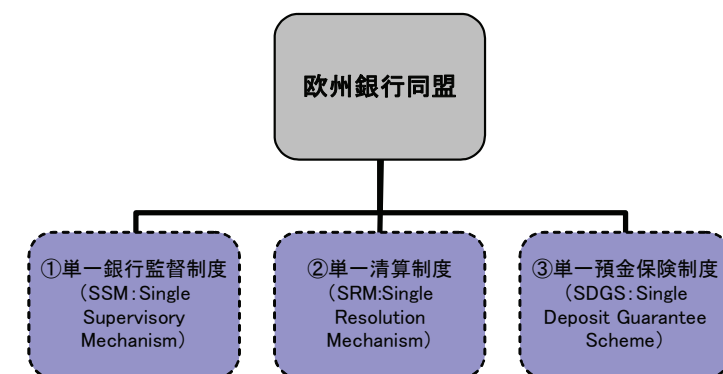
	本 邦	海 外
12 月 20 日(金)	-----	・米 7～9 月期 GDP(最終推定値)
23 日(月)	休 場(天皇誕生日)	・米 11 月個人所得・消費 ・米 12 月ミシガン大学消費者マインド指数(確報)
24 日(火)	・金融経済月報 ・月例経済報告	・米 11 月耐久財受注 ・米 11 月新築住宅販売
25 日(水)	・11 月企業向けサービス価格	休 場(Christmas Day)
26 日(木)	・11 月新設住宅着工 ・日銀金融政策決定会合議事要旨	-----
27 日(金)	・11 月労働力調査 ・11 月家計調査 ・12 月東京都区部・11 月全国消費者物価 ・11 月商業販売統計 ・11 月鉱工業生産(速報)	-----

【当面の主要行事日程(2014 年 1 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. 動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～

- ・市場の話題は FRB の金融政策動向に集中しているが、17～18 日にかけてはユーロ圏財務相会合、18 日に EU 経済・財務相理事会 (ECOFIN) が開催され、銀行同盟に係る重要な決定が下されている。周知の通り、銀行同盟は①単一銀行監督制度 (SSM: Single Supervisory Mechanism)、②単一清算制度 (SRM: Single Resolution Mechanism)、③単一預金保険制度 (SDGS: Single Deposit Guarantee Scheme) の 3 本柱から成る (図)。①については 2014 年 11 月からの稼動が決定して



(資料)筆者作成

いるが、今週の会合では②も 2015 年を目途に順次導入が始まる案が決定したことになる (順次、というのが曲者だが...)。今後は欧州議会における同案の法制化というステップに進むことになり、来年 5 月の欧州議会解散そして選挙を前になんとか滑り込み合意を果たした格好である (仮に、議会解散とぶつかってしまうと、SSM と SRM の稼動タイミングに大幅な乖離が生じることになり、これを避けた格好)。

- ・だが、今回の合意を見てみると非常に欧州らしい漸次的な建付けとなっている。公表された声明文とその後の報道をまとめると、域内銀行は今後 10 年かけて SRF に約 550 億ユーロを拠出することになる (正確には声明文は「遅くとも 10 年」と表現されている)。では 10 年以内に SRF 利用の必要が生じた場合はどうするかと言えば、声明文には「(10 年の) 移行期間には、銀行税を原資とする各国の財政資金あるいは ESM (欧州安定メカニズム) によりつなぎ融資が利用可能になる」とある。より具体的には、報道をベースにすると、「基金に十分な資金が蓄積するまでの 10 年間は、各国政府が銀行業界へ課税することで資金を調達し、公的資金として活用する」ということであり、「それでも超過してしまう金額は ESM から政府が借入を行う」という決定になっている模様である。銀行同盟設立という発想の根幹には「各国政府と各国銀行部門のリンクを断ち切る」という目的があったはずだが、今後 10 年間に限っては、そのリンクが少なからず残りそうで、SRF に本来期待された機能が発揮できるのか疑義が残る。もちろん、銀行業界への増税で賄った資金であることを踏まえれば政府財政へのダメージは軽度で済むという見方もあるが、増税幅がどの程度のものになるのか、それで足りなかった場合はどうするのか (恐らくは公的資金の自腹だろう) という疑問も残る。

- ・他にも指摘できる問題はある。そもそも 10 年後に到達するといわれる基金総額 550 億ユーロが果たして十分なのかという問題である。アイルランド救済を例に取れば、アングロアイリッシュ銀行を救うだけでも 300 億ユーロ掛かったわけで 550 億ユーロでは足りないように感じる。もちろん、今年 8 月に欧州委員会より施行された国家救済ルール (State Aid Rule) に従い、救済にはベイルイン原則を適用するのだとすれば、株主や劣後債保有者が負担を背負うので 550 億ユーロで十分という反論は有り得る。だが、そういったベイルイン対応がどの程度迅速に執行されるのかは不透明である。また、銀行増税で 10 年の過渡期を乗り切るという発想は、与信伸び悩みに苦しんでいるユーロ圏の現状をさらに悪化させる可能性があるだろう。

- ・以上のように、SRF はまだ発展途上であり、指摘すべき点は枚挙に暇が無い (他にも欧州議会が同案を承認するのか、破綻銀行の閉鎖決定にどの程度の時間が掛かるのか、最終的に誰が決定するのか等の論点も曖昧)。とはいえ、これで少なくとも体裁上は銀行同盟確立まで残す柱は③の預金保険だけとなったことになる。だが、預金保険こそが最初に取り組みされるべき問題だったことは言うまでもない。金融危機後を振り返ると、国境を越える大規模な預金シフトが発生したことで一部の重債務国で銀行破綻が相次ぎ、国内金融システムが危機に瀕した。これを救済すべく政府が巨額の財政を拠出させられ、ソブリン不安に陥ったのである。もちろん、重債務国にも預金保険は存在し、本来であればそのような預金流出は発生しない想定だった。だが、最終的なバックストップたる政府の財政が信用できない事態になれば、預金は安全な場所へ流れざるを得ない。

まして、危機発生当初は国によって預金保護金額にばらつきがあったので域内における預金流出入は発生し易かった(※現状では一律 10 万ユーロに設定されている)。このような経緯を踏まえれば、まず危機の発端を封じる観点から預金保険が最初に合意されるべきだったことは明らかだろう。また、預金保険があったとしても破綻する銀行をゼロにすることはできないわけで、情報共有などの面から破綻処理制度も預金保険とセットで議論・運用されるべきだろう(日米はそうなっている)。

- つまり、銀行同盟の確立にあたっては、三本柱の重要性が大きい順に「③→②→①」だったにも拘らず、実際に運用が開始するのは「①→②→③」となってしまったのが実態であり、これは要するに「難易度の低い順」に手をつけた、ということである。今回の②(SRM)を巡る議論を見れば分かるように、結局、財政移転に触れるような話はドイツが議論の進展を妨げ、制度に「穴」を作ってしまうのである。2011 年のスペイン危機を最後にパニック的な混乱は起きていないため表面化していないが、共通の預金保険と破綻処理ルールがない域内金融システムは依然として薄氷の上にある状態と考えて良いだろう。

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19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
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	勢いづく「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(次に売られそう新開国通貨は・・・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～