

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 10 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: ECB 理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎている ECB。政策変更のトリガーが視界不良に～

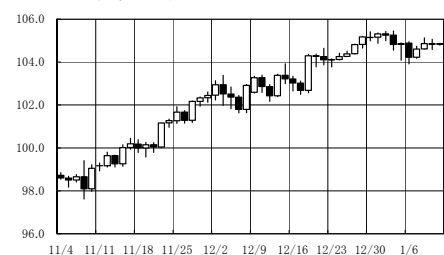
1. 為替相場の動向 (● 関連レポート: 「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は上値重い展開。週初 6 日に 104 円台後半でオープンしたドル/円は、日経平均株価が一時▲400 円超下落する動きに 104 円台前半まで値を下げ、その後も米 10 年債金利低下を嫌気し一時週安値となる 103.91 円をつけるも、NY ダウ平均の持ち直しを受けて 104 円台前半まで回復。7 日には米 11 月貿易赤字の予想外の減少を好感するとドル買いが強まり、ドル/円は 104 円台後半まで値を上げた。8 日にかけてもドル買いが継続する中、日経平均株価の堅調推移も後押しし、ドル/円は一時週高値となる 105.13 円をつけた。その後は利益確定の売りに 104 円台後半まで押し戻されるも、米 12 月 ADP 雇用統計の良好な結果を受けて再び 105 円台を回復。だが、この水準では利食い売りも持ち込まれて反落し、ドル/円は 104 円台後半で上値重く推移した。9 日は、欧州株価の堅調な動きに 105 円台まで強含むも、ECB 理事会後のドラギ総裁会見において長期にわたり低金利を維持する姿勢を強く示したことを受けてユーロ/円が下落すると、ドル/円も 104 円台後半まで連れ安に。本日にかけては今晚の米 12 月雇用統計を控えて様子見ムードは強く、ドル/円は、104 円台後半で底堅く推移している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は揉み合い推移。週初 6 日に 1.35 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、米 12 月 ISM 非製造業景気指数の市場予想を下回る結果にドル売りが強まると 1.36 台半ばまで上昇し、7 日には欧州株価の上昇を背景に一時週高値となる 1.3657 をつけるも、米 11 月貿易収支の予想外の減少を好感したドル買いにユーロ/ドルは 1.36 割れまで反落。8 日にかけてもドル買いが継続する中、米 12 月 ADP 雇用統計や FOMC 議事要旨の結果を受けて更にドル買いが強まると、ユーロ/ドルは 1.35 台半ばまで続落する展開に。9 日は ECB 理事会を控えて 1.36 台前半を回復したが、ECB 理事会後のドラギ総裁会見においてフォワードガイダンス政策の強化が改めて意思表示され、ユーロ/ドルは一時週安値となる 1.3548 まで急落した。本日にかけてやや買い戻され、ユーロ/ドルは 1.36 近辺で動意に乏しい推移となっている。

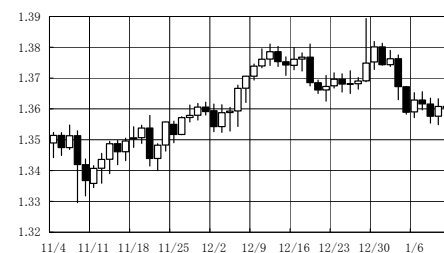
[今週のおもな金融市場動向]

		前週末	今 週				
		1/3(Fri)	1/6(Mon)	1/7(Tue)	1/8(Wed)	1/9(Thu)	
ドル/円	東京9:00	104.83	104.92	104.23	104.71	104.84	
	High	104.89	104.95	104.74	105.13	105.06	
	Low	104.08	103.91	104.17	104.60	104.57	
	NY 17:00	104.86	104.22	104.60	104.87	104.83	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3665	1.3595	1.3630	1.3617	1.3571	
	High	1.3673	1.3653	1.3657	1.3635	1.3634	
	Low	1.3582	1.3572	1.3596	1.3554	1.3548	
	NY 17:00	1.3590	1.3628	1.3616	1.3576	1.3607	
ユーロ/円	東京9:00	143.27	142.65	142.10	142.56	142.26	
	High	143.28	142.80	142.59	143.19	143.03	
	Low	141.97	141.50	141.95	142.14	142.05	
	NY 17:00	142.52	142.04	142.42	142.34	142.65	
日経平均株価		-	15,908.88	15,814.37	16,121.45	15,880.33	
TOPIX		-	1,292.15	1,283.25	1,306.23	1,296.75	
NYダウ工業株30種平均		16,469.99	16,425.10	16,530.94	16,462.74	16,444.76	
NASDAQ		4,131.91	4,113.68	4,153.18	4,165.61	4,156.19	
日本10年債		0.74%	0.73%	0.70%	0.71%	0.70%	
米国10年債		2.99%	2.96%	2.94%	2.99%	2.96%	
原油価格(WTI)		93.96	93.43	93.95	92.49	92.33	
金(NY)		1,238.60	1,238.00	1,230.90	1,225.30	1,227.20	

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、今晚に 12 月雇用統計がある。11 月の非農業部門雇用者数は前月比 20.3 万人増となり、失業率が安定的に低下するための目安とされる 20 万人を 2 か月連続で上回った。先行計数を見ると、12 月ニューヨーク連銀製造業景気指数の雇用項目は 0.0 と前月から横ばいとなり、12 月フィラデルフィア連銀製造業景気指数の雇用項目は小幅ながら改善した。また、12 月 ISM 製造業景気指数の雇用項目が 2011 年 6 月以来の高水準に達するなど堅調に推移したほか、12 月 ISM 非製造業景気指数の雇用項目は 6 か月ぶりの低水準だった前月から上昇している。民間部門の雇用に関して、12 月 ADP 雇用統計が前月比 20.8 万人増と 2012 年 11 月以来の高水準となるなど堅調に推移しており、今回の雇用統計の前途は明るそうに見える(市場予想の中心：前月比 20.0 万人増、失業率 7.0%)。
- また、14 日(火)に 12 月小売売上高がある。11 月は前月比 0.7% 増と予想以上に伸びたうえ、10 月分も上方修正されるなど、消費が堅調に回復していることを示す結果となった。また、自動車・ガソリン・建材を除くコア小売売上高も同 0.6% 増と力強く拡大し、注目される年末商戦関連ではオンライン販売が同 2.2% 増と大幅に増加したほか、家具・家電も拡大を維持するなど、年末商戦前半戦は良好な結果となった模様である。雇用・所得環境の改善が進んでいることに加え、株価や住宅価格など資産価格の上昇が消費を後押ししているとみられ、12 月も底堅く推移したと予想されている(市場予想の中心：前月比 0.1% 増)。そのほかには、15 日(水)に 1 月ニューヨーク連銀製造業景気指数、16 日(木)に 1 月フィラデルフィア連銀製造業景気指数、17 日(金)には 1 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)、12 月住宅着工、12 月鉱工業生産等、重要指標の発表が相次いで予定されている。金融政策に関しては、15 日(水)に次回 FOMC(1 月 28～29 日開催)の討議資料となる米地区連銀経済報告(ページブック)が公表される。また、要人発言では、今晚にラッカー・リッチモンド連銀総裁とブラード・セントルイス連銀総裁、13 日(月)にロックハート・アトランタ連銀総裁、14 日(火)にブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁、15 日(水)エバンズ・シカゴ連銀総裁、16 日(木)にウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁等が相次いで講演を行う予定。
- 本邦では、16 日(木)に 11 月機械受注がある。関連統計では、日本工作機械工業会発表の 11 月工作機械受注における内需合計額が前月比 7.6% 増となった一方、鉱工業生産における資本財出荷(除く輸送機械)は同▲1.4% となった。関連統計はまちまちとなっているものの、内需の好調に支えられて景気回復が続く中、機械受注(船舶・電力を除く民需)は緩やかな増加が期待される(前月比 3.8% 増)。

	本 邦	海 外
1 月 10 日(金)	-----	・米 12 月雇用統計
13 日(月)	休 場(成人の日)	・米 12 月財政収支
14 日(火)	・12 月貸出・預金動向 ・11 月国際収支	・米 12 月小売売上高 ・米 11 月企業在庫
15 日(水)	・12 月マネーストック	・米 12 月生産者物価 ・米 1 月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米地区連銀経済報告(米ページブック)
16 日(木)	・11 月機械受注 ・12 月企業物価	・米 1 月フィラデルフィア連銀製造業景気指数 ・米 12 月消費者物価 ・米 11 月 TIC レポート(対内対外証券投資)
17 日(金)	-----	・米 1 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報) ・米 12 月住宅着工 ・米 12 月鉱工業生産

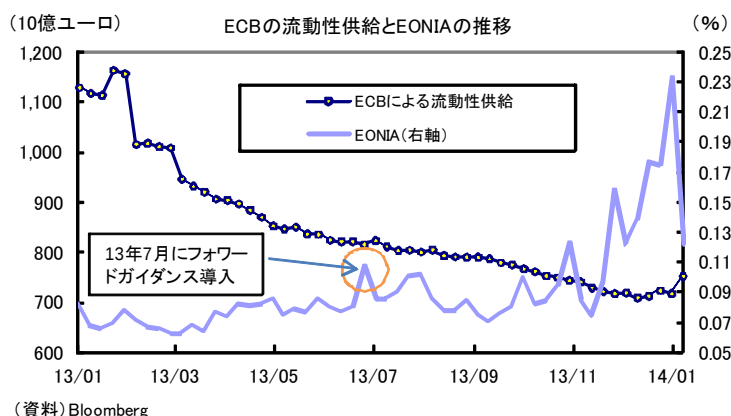
【当面の主要行事日程(2014 年 1 月～)】

欧州中銀理事会(2 月 6 日、3 月 6 日、4 月 3 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(1 月 28～29 日、3 月 18～19 日、4 月 29～30 日)
 EU 首脳会議(2 月 13～14 日、ブリュッセル)
 G20 財務相・中央銀行総裁会議(2 月 22～23 日、シドニー)

3. ECB 理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎている ECB。政策変更のトリガーが視界不良に～

- 1 月の ECB 理事会は、政策金利である主要リファイナンスオペ金利を 0.25% で据え置いた。また、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.75%、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は 0.0% で据え置いた結果、ECB が操作対象とする上限金利と下限金利の差であるコリドーもこれまでの 0.75% ポイントが据え置かれており、政策決定は予想通りの結果である。新しい論点は特に見出せないが、フォワードガイダンスが若干強化されている以上、どちらかと言えばハト派寄りの内容と考えられる。現状維持決定を受けてユーロはファーストリアクションこそ上昇したものの、その後のドラギ ECB 総裁会見を消化する中で急落しており、対ドルで一時 1.3548 まで下落している。引き続き、Q&A セッションではユーロ圏の現状と日本の過去をなぞらえるやりとりが見られており、物価や貸出が伸び悩む以上、「緩和待ち」という ECB の置かれた状況は変わらない。

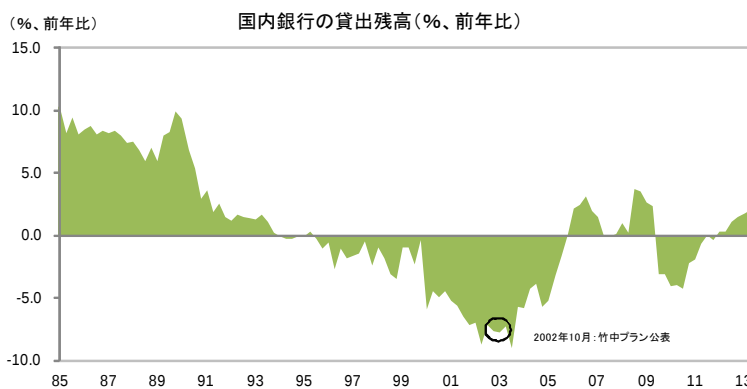
- 今回、敢えて新味を見出すとすれば、声明文で「政策委員会は、可能な限り長期間、緩和的な金融政策を維持し、ユーロ圏の経済成長を徐々に促すことを強調する。我々は ECB の主要な金利を、当面の間、現状かそれ以下に据え置くというフォワードガイダンスを断固として繰り返す」との表現が挿入されたことだろう。今後の時間軸についてヒントが加えられたわけではないが、「とにかく緩和を続けるという意志」が強くなったことは伝わってくる。Q&A の際に、ドラギ総裁自身も「フォワードガイダンス強化を示すために我々はさらに強い表現を使用した」とし、当該変更がフォワードガイダンスの強化であることを認めている。要するに今回の理事会は具体的な政策変更を伴わないまでも、ECB からすれば、緩和的な方向に歩を進めたつもりでいるのだろう（少なくとも FOMC 声明文やバーナンキ FRB 議長が同じことをやれば、市場は強く反応したはずである）。ECB は昨年 7 月理事会でフォワードガイダンス政策を採用したものの、その後、EONIA を安定的に抑制できたとは言えず（図）、11 月以降はむしろ急騰している（11 月にサプライズ利下げを決定したにも拘わらず）。自分達の振りかざすフォワードガイダンス政策の有効性を誇示したくなるのも分からなくはない。



- とはいえ「何が起きれば、何をやるつもりか」という市場の最も知りたい点ははぐらかされたままで、この点を必死に迫る記者質問が今回も飛んでいる。具体的には「総裁が、行動する準備や使用可能な全てのツールとおっしゃる際、それらが伝統的な金利や預金金利の引き下げなのか、LTRO なのか、量的緩和 (QE) なのか、どのようなものを指すのか教えて貰えないでしょうか。ECB の工具箱には何が入っていて、状況がどうなったら何が起きるのでしょうか」という質問が投げられたが、ドラギ総裁は「複数の利用可能な手段があり、どの手段を利用するかは実際にどのような事態が発生するかに依存する。短期金融市場の動向に一段と容易に対応できる手段もあれば、中期見通しの全般的な悪化に対応する手段もある。現時点でどの手段を講じるのかを憶測することは無意味である」といつも通り言質を与えていない。なお、この質問とは別の記者が「利用可能な手段に資産購入は含まれるのか」という二の矢を放っているが、これに対しても「以前も述べたように、詳細には踏み込みたくない」と述べるに留まっている。
- 具体的な話を披露しないドラギ総裁だが、「我々が行動に至る2つのシナリオ」と述べ、「短期金融市場の正当化されない引き締め」と「インフレの中期見通し悪化」が挙げられている。今回、フォワードガイダンス政策が強化されたのは上述したように、EONIA の不本意な騰勢が背景にありそうだが、後者についても今週 7 日（火）に公表されたユーロ圏 12 月消費者物価指数 (HICP) がコアベースで過去最低（前年同月比 0.7% 上昇）を更新したという事実もあって、短期・中期の両面からリスクが認識され、今回の文言追加に至ったものと推測する（もっとも、ドラギ総裁はユーロ圏 12 月 HICP の下げは「ドイツのサービス部門におけるインフレ統計の技術的な調整」として、一時的と評価している）。

・また、インフレ率に絡んでは「追加緩和を決断する以前に、1%未満のインフレ率にどのくらいの期間耐えられるのか」という質問も出ている。これに対してドラギ総裁は「インフレ率は少なくとも今後 2 年に亘って 2%未満に抑えられると思われます。しかし、それは中期的な視座に立って見る必要があり、今のところは我々のベースラインシナリオに沿っています。物価に対する中期的な評価が悪化した場合に、我々は動きます」と回答している。無難な回答に思えるが、記者(そして市場)が現実の問題として懸念しているのは「1%未満のインフレ率」であり、ドラギ総裁の言うような「2%未満のインフレ率」とは次元が違う。足許、インフレ率が停滞し、民間向け貸出も前年割れが常態化しているような状況で、何をトリガーとして ECB が動くのかは今後真剣に考えなければならない論点だろう。最も分かり易いのはユーロ/ドルが 1.40 を超え、為替方面から催促相場が醸成されることがだが、1%を割り込む HICP や前年割れが常態化している民間向け貸出の現状はそれなりに深刻なはずであり、最近の ECB は「悪いこと(bad)に慣れ過ぎて、さらに悪いこと(worse)に鈍感になっている」のではないかと思う。日本がデフレに陥った要因として「日銀の初動が遅かった」との指摘を頻繁に耳にするが、まさに ECB はその初動を今、求められている状況なのではないか(とはいえ、量的緩和が難しい以上、ECB の手は封じられており、置かれている状況は日銀より厳しいのだが・・・)。

・なお、記者からデフレ入りの可能性を問われたドラギ総裁は引き続き「we do not see deflation in the Japanese sense of the 1990s」と回答している。その理由としては、①「ECB は危機の当初段階から決定的なアクションを取ってきたこと」、②「銀行および企業部門のバランスシート状況が日本の 1990 年代ほど悪くないこと」、③「銀行システムの修復に繋がる資産査定(AQR)を実施中であること」、④「日本のインフレ期待は当時十分にアンカーされていなかったこと(ユーロ圏はされている、との認識)」の 4 つが挙げられている。ドラギ総裁は特に①が最重要だとしているが、危機発生からゼロ金利に至るまでのスピードは日銀の方が早かったし、金利操作というカードをほぼ使い切った今、ECB に残された選択肢はドイツの制止を振り切った QE しか残されていない。また、③で言及されている AQR や年央実施予定のストレステストは 2002 年に竹中金融担当大臣(当時)が打ち出した金融再生プログラム(通称竹中プラン)に相当すると思われるが、これを受けて日本では銀行貸出が悪化した(ひいてはマネーサプライと物価の鈍化に繋がった)との評価も根強い(図)。また、④についても、インフレ期待などという定義が曖昧で移ろい易い論点は反駁材料としても説得力に欠けると言わざるを得ない。引き続き、本欄ではユーロの「円」化シナリオを主軸として、ECB はユーロ圏にとって「望まぬ通貨高」を抑え込む役回りを負わされると予想している。それは ECB の金融政策が通貨政策に近づいていることの現れでもあり、だからこそ「次の一手」を読むうえで決定的な計数はユーロ/ドル相場の動向だと考えられている。具体的には、ECB スタッフ見通しの想定である 1.34 を大きく上回る、1.40 に手が掛かった場合、市場は強く緩和を催促するだろう。



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-bk.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.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
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	ハ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～分散化(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はどこまで続くか～