

みずほマーケット・トピック(2014年4月4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～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～

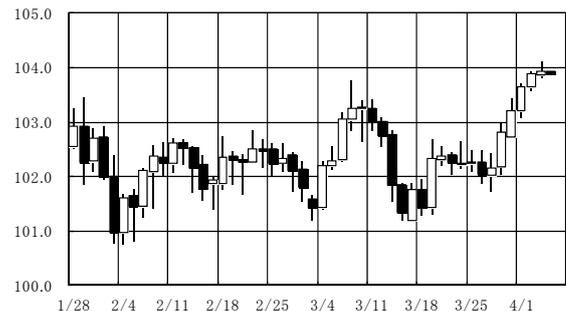
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は上昇する展開。週初 31 日に 102 円台前半でオープンしたドル/円は、一時週安値となる 102.73 円をつけるも、欧州株価の堅調推移を背景にリスク選好ムードが拡がると、103 円台前半まで上昇。4月1日に発表された米3月ISM製造業景気指数は市場予想を下回ったものの、前月からの加速が好感されて株式市場が堅調に推移すると、ドル/円は103円台後半まで上伸した。2日は米3月ADP雇用統計が良好な結果となったが、利益確定の売りに押され103円台後半で揉み合い推移となった。3日、注目されたECB理事会は現状維持となったが、その後のドラギ総裁の会見において、量的緩和の可能性が示唆されたことからユーロが急落すると、ドル/円は一時週高値となる104.12円まで上昇。本日にかけては、今晚に米3月雇用統計を控え様子見ムードが強く、ドル/円は103円台後半で小動きとなっている。
- ・今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて下落する展開。週初31日に1.38台前半でオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ圏3月消費者物価指数の低水準の結果を嫌気し1.37台前半まで弱含み。しかし、その後イエレンFRB議長が講演において、労働市場に対して慎重な姿勢を示したことを受けてドル売りが強まると1.38台前半まで値を戻した。4月1日は、スペイン、イタリア、フランスなどユーロ圏各国の3月製造業PMIの良好な結果を受け1.38台前半で底堅く推移。2日、日銀の追加緩和観測が浮上しユーロ/円が上昇すると、ユーロ/ドルも一時週高値となる1.3820まで買われたが、その後は利益確定の売りに押され、1.38割れまで値を戻した。3日、注目されたECB理事会は現状維持となり、発表直後に1.38台まで買われる場面も見られたが、その後のドラギ総裁の会見にて、量的緩和について前向きに検討していたことが示されると、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.3698まで下落。本日にかけてもユーロ売り優勢地合いが継続しており、ユーロ/ドルは1.37台前半の安値圏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			
		3/28(Fri)	3/31(Mon)	4/1(Tue)	4/2(Wed)	4/3(Thu)
ドル/円	東京9:00	102.16	102.90	103.22	103.65	103.86
	High	102.98	103.44	103.71	103.93	104.12
	Low	102.03	102.73	103.09	103.58	103.81
	NY 17:00	102.82	103.22	103.65	103.88	103.93
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3741	1.3753	1.3774	1.3793	1.3767
	High	1.3774	1.3810	1.3815	1.3820	1.3808
	Low	1.3705	1.3721	1.3768	1.3753	1.3698
	NY 17:00	1.3752	1.3768	1.3792	1.3768	1.3720
ユーロ/円	東京9:00	140.39	141.50	142.16	142.96	142.99
	High	141.66	142.62	143.07	143.47	143.44
	Low	139.96	141.33	142.00	142.73	142.30
	NY 17:00	141.42	142.14	142.97	143.05	142.59
日経平均株価	14,696.03	14,827.83	14,791.99	14,946.32	15,071.88	
TOPIX	1,186.52	1,202.89	1,204.25	1,211.36	1,216.77	
NYダウ工業株30種平均	16,323.06	16,457.66	16,532.61	16,573.00	16,572.55	
NASDAQ	4,155.76	4,198.99	4,268.04	4,276.46	4,237.74	
日本10年債	0.63%	0.64%	0.62%	0.63%	0.65%	
米国10年債	2.72%	2.72%	2.75%	2.80%	2.80%	
原油価格(WTI)	101.67	101.58	99.74	99.62	100.29	
金(NY)	1,294.30	1,283.80	1,280.00	1,290.80	1,284.60	

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

- 来週は本邦にて7～8日に日銀金融政策決定会合が開催される。1日に発表された日銀短観(3月調査)の業況判断は製造業を中心に市場予想を下回る弱めの結果となった。特に先行きDIは製造業が▲9ポイント、非製造業が▲11ポイントと大きめの下落幅となっており消費増税後の景気の落ち込みに対する企業の慎重姿勢が浮き彫りとなった。ただ増税前の駆け込み需要の反動が予想される中、企業の弱気な見方がやや誇張された可能性も考慮すれば、全体として底堅いとの評価も可能であり、少なくとも即時の追加緩和を催促する内容ではないだろう。但し、これまで市場の期待への働きかけを通して金融政策の効果を高めてきた黒田日銀だけに、景気・物価見通しの下振れリスクが顕在化し、追加緩和が市場に織り込まれてからの行動ではやや遅きに失する感がある。現在、7月会合での追加緩和実施が市場のコンセンサスになっていると思われるが、市場の機先を制するという意味では4～6月、特に展望レポートが公表される4月30日の会合にて何らかのアクションがとられる可能性は完全には排除できず、サプライズリスクは意識しておきたい。この他、本邦では8日(火)の2月国際収支、10日(木)の2月機械受注、11日(金)の日銀金融政策決定会合議事要旨(3月10～11日開催分)が注目となる。
- 米国では9日(水)にFOMC議事要旨(3月18～19日開催分)が公開される。同会合ではフォワードガイダンスから失業率6.5%の閾値が削除されたほか、経済予測において政策金利見通しが引き上げられ、またイエレンFRB議長の記者会見では、「(量的緩和の終了から最初の利上げまでの期間は)6か月程度」との発言が出るなど、FRBのタカ派化が市場の注目を集めた。ただ6か月発言については、記者の質問に対する一般論としてのイエレン議長の回答が、上記の政策金利見通しの上方修正と相俟って独り歩きしてしまった感がある。事実、議長は今週31日に行われた講演の中で労働市場の大きな弛みに触れ、異例の低金利を長期間継続する必要性を強調するなど、火消しに回ったと見られる。最近ではブロード・セントルイス連銀総裁やプロクサー・フィラデルフィア連銀総裁など元来タカ派の地区連銀総裁の発言が市場で注目を集めているが、1月～2月の悪天候の影響も明らかになっていない現状で、2015年春先の利上げがFOMCにて本格的な議論になっているとは思えず、具体的な利上げの時期について今回の議事録が新たな材料を提供する可能性は低いだろう。来週は経済指標の発表が少なく、市場のドライバーとなりうるのは11日(金)4月ミシガン大消費者信頼感くらいか。この他、国債市場では3年債(8日)、10年債(9日)、30年債(10日)の入札が予定されており、今晚の米3月雇用統計の結果にもよるが、金利の押し上げ要因となる可能性がある。
- 欧州では10日(木)に英中銀(BOE)金融政策決定会合が開催されるが、現状維持が濃厚であり、市場の反応も限られるだろう。

	本 邦	海 外
4月4日(金)	-----	・米3月雇用統計
7日(月)	・日銀金融政策決定会合(～8日) ・2月景気動向指数(速報)	・米2月消費者信用残高
8日(火)	・2月国際収支 ・3月景気ウォッチャー調査	-----
9日(水)	・金融経済月報	・FOMC議事要旨 ・米2月卸売売上高
10日(木)	・2月機械受注 ・3月貸出・預金動向	・米3月財政収支
11日(金)	・日銀金融政策決定会合議事要旨 ・3月マネーストック ・3月企業物価	・米3月生産者物価 ・米4月ミシガン大学消費者マインド指数(速報) ・G20財務相・中央銀行総裁会議(ワシントンDC) ・IMF・世銀年次総会(～13日、ワシントンDC)

【当面の主要行事日程(2014年4月～)】

- 米FOMC(4月29～30日、6月17～18日、7月29～30日)
- 日銀金融政策決定会合(4月30日、5月20～21日、6月12～13日)
- 欧州中銀理事会(5月8日、6月5日、7月3日)
- 欧州議会選挙(5月22～25日)

3. ECB 理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～

「限りなく緩和に近い現状維持」

昨日の 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た。だが、「ゼロ回答どころかマイナス回答」とも揶揄された 3 月理事会の現状維持とは全く意味が違ふ。ECB が量的緩和 (QE) の可能性を明言したという点で極めて意味の大きな理事会である。印象としては「限りなく緩和に近い現状維持」であり、ユーロ相場もこれにしっかり反応しており対ドルで 1.3698、対円では 142.30 円まで急落している。とはいえ、口先介入もこれが限界だろう。次回合会以降、慢性的に何らかの手段を市場に催促される状況が変わったわけではなく、むしろ市場の緩和期待は臨界点直前まで膨らんだと筆者は考えている。実際、記者の中からも「非常に低いインフレ率に直面しながらも毎月現状維持にすることで、ECB の緩和バイアスは信認を失っているのではないか」という批判めいた質問も見られている。

QE を喧伝するドラギ総裁

ドラギ ECB 総裁自身もそう述べるように、今回のキーセンテンスは「長引く低インフレに効果的に対処するために、理事会は非伝統的政策も活用していく責務があることを全会一致で確認した (The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments within its mandate in order to cope effectively with risks of a too prolonged period of low inflation)」という部分である。具体的な緩和の手段としては、記者会見の問答を踏まえる限り、利下げ、マイナス金利、固定金利・無制限での資金供給延長、長期流動性供給 (LTRO)、SMP 不胎化そして QE が幅広く議論された模様である。もちろん目玉は QE であり、ドラギ総裁も「ECB の責務に含まれる全ての手段がこの声明文の一部であり、QE は責務に含まれる」とわざわざ明言している。今回、このセンテンスを入れた意図は明らかに QE への用意があることの意味表示だろう。「本日の議論においては、当然 QE についての議論もあった。非常に豊かで十分な議論の中においてもそれは無視されることはなかった」と敢えて QE の可能性を強調しているかのような雰囲気さえ感じる。少なくとも、議論すらしなかったという 3 月理事会からは大きく前進している。

QE に至る条件

なお、これまで ECB は QE 実施の条件として「デフレの脅威 (a threat of deflation)」を掲げていたが¹、これが「非常に長引く低インフレ (risk of a too prolonged period of low inflation)」に修正されており、実質的には QE のハードルが下がっている。記者質問でも同様の論点を確認する記者が現れており、ドラギ総裁自身もハードルが下がっていることを認めている。ただ、注意しなければならないのは、ドラギ総裁が丁寧に説明しているように「非伝統的政策にもコミットしていく」の部分は「まだ、伝統的手段は尽きていない」ということを意味しているようなので、「次の一手」がいきなり QE になるわけではなさそうである。こうして口に出してしまった以上、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の極端な低下などが見られた場合、5 月以降の理事会では QE を催促する声は強まらざるを得ない (但し、4 月 30 日公表の 4 月 HICP はイースター休暇による季節要因で持ち直しが期待されるので、5 月 8 日の理事会においては特段のデフレリスクを意識せずに済みそうである)。

QE の制度設計

なお、ドラギ総裁は「どのような QE がより効果的かとの論点に関しては、(理事会内部において) 明らかに異なる見解があり、今後数週間検討を続ける」とも述べており、既に制度設計まで思考が及んでいることを示している。具体的には、「米国では、QE の影響がすべての資産価格において即時に表れ、タームプレミアムの影響も極めて直接的だった。それは米経済が資本市場に基づいているからである。欧州経済は銀行融資の経路をベースとしているため、QE プログラムはこの点を踏まえて注意深く設計する必要がある」と述べ、これに続けて、「大規模で金融市場の安定に対しリスクのない民間債券を対象とする QE の策定は容易ではない。そのため、ECB は、大規模な民間部門資産が集約する資産担保証券 (ABS) 市場の構築が必要との見解を率直に持っている」と語っている。かなりの現実感をもって QE の可能性を捉えていると思わざるを得ない。理事会には国債ではなく民間債権ならば (財政ファイナンスに当たらないので) 問題ないと考えている者がいる模様なので、最終的には互いをミックスした形で QE が行われるのかもしれない。いずれにせよ、具体的な画はまだ見えてこない。

¹ 2011 年 12 月 22 日付のフィナンシャルタイムズ紙のインタビューにてビニ・スマギ ECB 理事はデフレリスクが顕在化した場合、ECB が QE をできない理由はないとの旨を語っている。

最近の HICP について

なお、3月 HICPが前年同月比0.5%上昇まで落ち込んだことについては、やはりイースター休暇(去年は3月で、今年4月)を受けての季節要因ということで整理されている。そのほかにも昨年比でエネルギー価格が落ち込んでいることも指摘されており、この2つの要因で物価下落の大部分の説明がつくとドラギ総裁は述べている。ただ、それで100%が説明されるわけではないとも述べており、「ある程度は、3月の0.5%は正真正銘のサプライズだった」と本音を漏らしている。ではなぜ今回緩和に至らなかったかと言えば「昨年11月の利下げ時点で判明していた10月 HICPは予想外に低く、なお且つ我々の中期見通しに変更を迫るという確信があった。一方、今年3月の HICPも予想外に低かったが、それが我々の中期見通しに変更を迫るものかどうかはまだ情報が必要」と主張している。要するに、まだ ECB の想定範囲内で事態が進んでいる可能性を見込んでいるようである。

時代が変われば大義も変わる

本欄では毎月 ECB 理事会後の会見分析を行っているが、今回は ECB の QE 宣誓と直近の HICP 解釈の2点に質問が集中しており、取り上げるべき論点は珍しく少ないものだったように思う。ただ、それだけ関心が集中するほど ECB の QE 検討は重いものであり、ECB ウォッチャーにとっては隔世の感を覚える出来事でもある。時計の針を2年前に戻すと、ドラギ総裁は英フィナンシャルタイムズ紙のインタビューで QE について問われ「我々のコミットメントにおいて重要なことは人々(市民も投資家も)の信頼を取り戻すこと。ECB の信認を破壊することによってそれを達成するつもりはない」と回答していた。当時は中央銀行の資産購入はインフレ抑制という大義に反するという思いがあったのだろうが、今やデフレ阻止が求められる状況になった。結局、中央銀行としての大義などその時代における経済・金融情勢次第で幾らでも変わり得るのであり、いよいよ ECB も FRB や BOE 同様、日銀と同じ道を歩み始めることになりそうである。いずれにせよ、冒頭述べたように、もう口先介入も限界に近づいている。今後、通貨高と緩和催促相場を如何なる手綱さばきで乗り越えていくのか、先輩である日銀の経験を活かせるのか、5月以降の ECB 理事会はますます注目である。

以 上

国際為替部
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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店動向は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎていたECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
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～プ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	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・プットの芽生え?～
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カーブ効果を語る時なのか?
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～