

みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 8 日)

イエレン FRB 議長議会証言について～利上げ観測の牽制～

昨日のイエレン FRB 議長の議会証言は早期利上げ観測の牽制という印象。経済見通しのベースラインを取り巻くリスクとして住宅市場の減速に言及している以上、安易な金利上昇を警戒している様子が見て取れる。現実がベースラインから乖離している場合、システマティックに政策を調整する必要性も強調されており、むしろダウンサイドリスクへの対処を続けることの重要性が窺える。このような議会証言を踏まえる限り、現状の金利環境が継続することになりそうだが、その場合はヘッジ付き外債であっても国内債と比べて相対的な投資妙味がある状況が続くことになる。大手生保の 14 年度運用計画などから期待された「日本人の円売り」は今年も難しそうか。

～昨日のドル上昇は単なる自律反発の範囲内～

昨日はドル相場が反発する展開。後述するイエレン FRB 議長の議会証言を受けて緩和継続への期待が強まり、米株が堅調に推移したことや、プーチン露大統領がウクライナ問題の収束を期待させる言動を行ったことなどが材料視され、ドル/円は一時 102.01 円まで上昇した。だが、緩和期待の強まりは結局米金利の伸び悩みに繋がり、ドル買いは続かず、本日には再び 101 円台まで戻されている。色々な捉え方はあろうが、昨日のドル相場上昇は 4 月以降の急落に対する自律反発に過ぎないというのが筆者の印象である(ドルインデックスは 4 月高値から▲2%弱下落している)。

～早期利上げ観測を牽制～

昨日のイエレン議長証言を踏まえれば、むしろドル相場はもっと押し下げられても不思議ではなかったように思われる。3 月の「半年」発言¹にショックを受けた金融市場からすれば、それ以降のイエレン議長(を始めとする FRB 高官)はとかく火消しに終始してきた印象が強いが、昨日の議会証言はその印象を更に強めるものだった。特にヘッドラインでは以下の発言が取り上げられている:

- 労働市場の大きなスラックの存在やインフレ率が委員会の目標である 2%を下回り続けていることを考慮すると、高い程度の緩和が引き続き正当化される (*In light of the considerable degree of slack that remains in labor markets and the continuation of inflation below the Committee's 2 percent objective, a high degree of monetary accommodation remains warranted*)

この発言を踏まえる限り、直近の 4 月雇用統計を過剰評価する様子はなく、むしろ歴史的な低水準に落ち込んだ労働参加率を念頭に発言を行っているように思える。また、「政策当局者は見通しがベースラインから乖離している兆候を注意深く見つけ、経済を安定化させるためにシステマティック

¹ 3 月 19 日公表の FOMC 声明文では利上げ開始時期の目安に関し「資産購入プログラムが終了してからかなりの期間(for a considerable time)」との表現が示された。これに関し、イエレン議長は記者会見で「“for a considerable time” とは、定義し難いが、おそらく半年程度を意味している」と述べ、15 年春における利上げスタートの思惑が強まった。

に対応する必要がある(policymakers need to carefully watch for signs that it is diverging from the baseline outlook and respond in a systematic way to stabilize the economy)」とも述べられており、むしろ早期利上げ観測を牽制しているかのようにすら見受けられた。

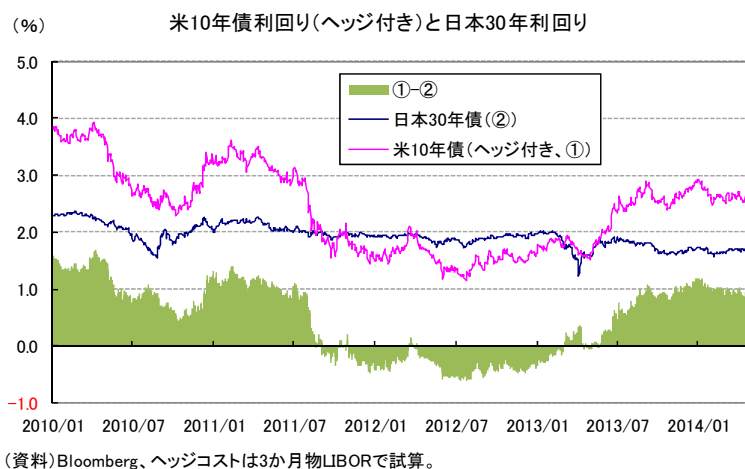
なお、ベースラインを取り巻くリスク(considerable uncertainty)として、地政学的緊張の高まり(heightened geopolitical tensions)や新興国市場における金融ストレスの高まり(an intensification of financial stresses in emerging market economies)などの海外要因を先に挙げているが、国内要因としても住宅市場の減速(the recent flattening out in housing activity)に言及している。住宅市場の減速に言及している以上、安易な金利上昇はどうしても牽制したいのだろう。

～ヘッジ付き外債に妙味ありの状況が続くそうか～

なお、利上げ時期について質問したブレイディ下院議員(上下両院経済合同委員会委員長)に対し、イエレン議長は「実施時期に関して、機械的に決められた方式やタイムテーブルは存在しない」と述べ、「半年」発言により予断を与えてしまった経験も踏まえてか、曖昧な回答で切り抜けている。

一連の言動を見る限り、本欄や『中期為替相場見通し』で想定する2014年末から2015年初頭にかけての利上げ議論着手が果たして実現するのかは不透明と言わざるを得ない。だが、1～3月期は天候要因や地政学的リスクを筆頭に事後的なイベントが相次いだことを思えば、現状のハト派色アピールが年内不変と考えるのも軽率に思える。それゆえ、利上げ議論を巡って、年末年始にかけて市場が浮足立つシナリオはまだ据え置いておきたい。

仮に、FRBの利上げ期待が本格的に後ろ倒しされてくるのだとすると、機関投資家を筆頭とする本邦からの「日本人の円売り」行動も限定されるだろう。4月に出揃った大手生命保険会社の2014年度運用計画から受ける印象は米金融政策の正常化を念頭に年度内のヘッジコスト上昇を想定し、ヘッジ付き外債は元よりオープン外債も増やすのではないかと、いうものであった。だが、現状の金利環境が継続する限り、



り、ヘッジ付き外債であっても国内債と比べて相対的な投資妙味が継続しそうであり(図)、オープン外債投資に伴う、積極的な「日本人の円売り」は期待し兼ねる。昨日のイエレン議会証言は、例年通りのそのような展開を予感させるものであったように思われる。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(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～)
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月国債収支などについて～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預いた日本株～
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える円相場～2013年国債収支を受けて～
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・株式相場について～
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月国債収支について～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～外銀本支店勘定は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」に慣れ過ぎている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～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	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レ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～