

みずほマーケット・トピック(2014年5月16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:ユーロ圏1~3月期GDPについて~6月緩和は既定路線に~	

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/円相場は週後半に下落する展開。週初12日に101円台後半でオープンしたドル/円は、本邦3月経常収支の悪化を受けた円売りで102円台に上昇。その後も各国株価の堅調を背景にドル/円はじり高となり、13日の欧州時間序盤には一時週高値となる102.36円まで上昇した。しかし、同日NY時間に発表された米4月小売売上高が市場予想を大幅に下回ると、ドル/円は102円台近辺まで反落。翌14日も、英中銀のインフレーションレポートを受けたポンド/円の急落に伴いドル/円は101.80円付近まで連れ安となった。15日アジア時間は、本邦1~3月期GDPの良好な結果を受け日銀追加緩和観測が後退する中、ドル/円は引き続き上値の重い展開。さらにその後、米4月鉱工業生産が予想外の大幅悪化となり、米10年金利が2.4%台まで低下すると、ドル/円はストップを巻き込みながら、一時週安値となる101.31円をつけた。本日にかけてはやや値を戻しているものの、ドル/円は101円半ばで上値重く推移している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は軟調推移。週初12日に1.37台半ばでオープンしたユーロ/ドルは、一時週高値となる1.3775をつけるも、新規材料に乏しく上値重く推移。13日は、独5月ZEW景況感指数の期待指数が市場予想を下回ったことを嫌気しユーロ売りが強まると、ユーロ/ドルは1.37を割りこむ展開。翌14日は、プラートECB理事が、「QEは景気とインフレが予想以上に悪化しない限り実施しない」と発言し、ユーロ/ドルは1.37台前半まで値を戻すものの、米4月生産者物価の良好な結果を受けたドル買いに1.37台近辺まで押し戻された。15日には、ユーロ圏1~3月期GDPの市場予想を下回る結果や、メルシュECB専務理事のマイナス金利導入を示唆する発言にユーロ売りが強まり、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.3648まで下落した。しかし、その後は米4月鉱工業生産の悪化を受けたドル売りにユーロ/ドルは1.37台まで急反発し、下げ幅を戻す展開。本日にかけても前日の流れを引き継ぎ、ユーロ/ドルは1.37台前半で底堅く推移している。

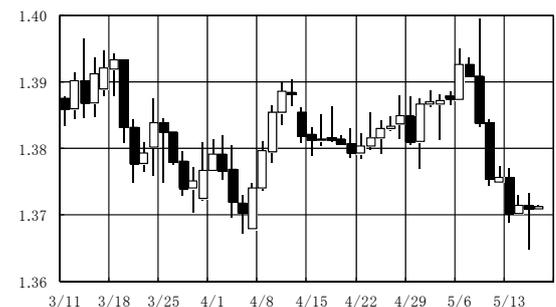
今週のおもな金融市場動向

		前週末	今 週			
		5/9(Fri)	5/12(Mon)	5/13(Tue)	5/14(Wed)	5/15(Thu)
ドル/円	東京9:00	101.59	101.88	102.19	102.23	101.78
	High	101.86	102.19	102.36	102.28	102.13
	Low	101.55	101.78	102.06	101.72	101.31
	NY 17:00	101.86	102.12	102.26	101.90	101.59
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3843	1.3761	1.3755	1.3708	1.3717
	High	1.3844	1.3775	1.3771	1.3731	1.3732
	Low	1.3745	1.3749	1.3689	1.3698	1.3648
	NY 17:00	1.3756	1.3757	1.3703	1.3714	1.3709
ユーロ/円	東京9:00	140.66	140.16	140.58	140.10	139.61
	High	140.81	140.63	140.95	140.26	139.86
	Low	139.88	140.11	140.00	139.46	138.98
	NY 17:00	140.07	140.49	140.11	139.76	139.27
日経平均株価	14,199.59	14,149.52	14,425.44	14,405.76	14,298.21	
TOPIX	1,165.51	1,157.91	1,178.35	1,183.15	1,178.29	
NYダウ工業株30種平均	16,583.34	16,695.47	16,715.44	16,613.97	16,446.81	
NASDAQ	4,071.87	4,143.86	4,130.17	4,100.63	4,069.29	
日本10年債	0.61%	0.61%	0.61%	0.60%	0.60%	
米国10年債	2.62%	2.66%	2.61%	2.54%	2.49%	
原油価格(WTI)	99.99	100.59	101.70	102.37	101.50	
金(NY)	1,287.60	1,295.80	1,294.80	1,305.90	1,293.60	

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

- 来週にかけて、米国では今晚に4月住宅着工、22日(木)に4月中古住宅販売、23日(金)には4月新築住宅販売と住宅関連指標が相次いで発表される。今月7日の議会証言でも言及されたように、イエレンFRB議長は米国に係るリスクとして住宅市場の減速を言及しており、一連の計数は重要である。まず、住宅着工の先行指標である許可件数は3月時点で前月比▲2.4%のマイナスとなっていた(具体的には変動の大きい集合住宅が同▲6.4%と下振れ、戸建住宅も同0.5%増と僅かな増加に留まった)。こうした中で4月の住宅着工は前月比3.6%増の年率98.0万件と加速が予想されているが、過去数か月間の集合住宅着工の許可件数の割に実際の着工件数が伸びておらず、大幅反発の可能性も警戒しておきたいところである。また、3月の中古住宅販売は前月比▲0.2%と昨年7月から続く下落トレンドは持ち直す兆しはみられなかった。但し、先行指標となる3月中古住宅販売留保額は同3.4%増と昨年6月以来9か月ぶりに上昇に転じており、4月に関しては前月比2.0%増と4か月ぶりの増加が予想されている。新築住宅販売も3月こそ前月比▲14.5%と大きく落ち込んだものの、住宅ローン申請が2月中旬から反発していることから前月比11.3%増と持ち直しが見込まれている。金融政策に関しては、21日(水)にFOMC議事要旨(4月29~30日開催分)が公表されるほか、要人発言では、今晚にイエレンFRB議長、20日(火)にプロクサー・フィラデルフィア連銀総裁やダドリーNY連銀総裁、21日(水)にはコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁の講演などが予定されている。
- 本邦では19日(月)に3月機械受注統計が発表される。2月機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲8.8%と大幅に減少し、3月分が同6.7%増以上の結果とならない限り、1~3月期は4四半期ぶりの減少に転じることになる。但し、内閣府発表の1~3月期見通しは前期比▲2.9%と慎重な見通しとなっており、3月分が前月比▲2.5%を上回れば、実績が予想を上回る計算である。日本工作機械工業会発表の3月工作機械統計では、内需合計が前月比11.4%増と2月の同▲0.9%から反発しているほか、鉱工業指数の資本財出荷(除く輸送機械)は同▲2.3%と2月の同▲3.5%から小幅に持ち直しており、3月機械受注も改善が見込まれる(市場予想の中心:前月比6.8%)。また、21日(水)には4月貿易統計の発表が予定されている。4月上旬(1~20日)分までの貿易統計では、輸出が前年同月比2.8%増と14か月連続でプラスとなる一方、輸入は同▲2.7%と15か月ぶりのマイナスとなり、貿易赤字は▲5256億円と前年の▲7528億円から縮小している。輸入の減少に関しては、原油や石炭、石油製品などが寄与した模様だが、消費税と石油石炭税(地球温暖化対策税)引き上げを前に3月に駆け込み需要が生じ、その反動減が4月に現れているとみられる。4月全体では▲5905億円程度と3月の▲1兆4460億円から約3分の1程度と大幅に縮小する見通しである。なお、20日(火)から21日(水)に開催される日銀金融政策決定会合では現状維持が濃厚である。
- 欧州では22日(木)から25日(日)にかけて5年に1度の欧州議会選挙が行われる。EUの最高法規たるリスボン条約が2009年12月に発効し、「名ばかり議会」と揶揄された欧州議会の権力が強化されてから初めての選挙であり、過去7回の選挙とは違い、長い目で見て注目しておきたいイベントである。各国で支持率を高めているEU懐疑派が欧州議会でのどの程度の勢力を占めるかに最も関心が集まるが、詳細は本欄2014年5月15日号『欧州議会選挙プレビュー~「真の危機」はブリュッセルにあらざる~』をご参照ください。

	本 邦	海 外
5月16日(金)	-----	・米5月ミシガン大学消費者マインド指数(速報) ・米4月住宅着工
19日(月)	・3月機械受注	-----
20日(火)	・日銀金融政策決定会合(~21日)	-----
21日(水)	・4月貿易収支	・FOMC 議事要旨
22日(木)	・金融経済月報	・米4月中古住宅販売 ・米4月景気先行指数 ・欧州議会選挙(~25日)
23日(金)	-----	・米4月新築住宅販売

【当面の主要行事日程(2014年5月~)】

- 欧州中銀理事会(6月5日、7月3日、8月7日)
- 日銀金融政策決定会合(6月12~13日、7月14~15日、8月7~8日)
- 米FOMC(6月17~18日、7月29~30日、9月16~17日)
- ユーロ圏財務相会合/EU・経済財務相理事会(6月19~20日、ルクセンブルク)
- EU首脳会議(6月26~27日、ブリュッセル)

3. ユーロ圏 1~3 月期 GDP について~6 月緩和は既定路線に~

遂にレンジを下抜けた米金利と悩むユーロ圏

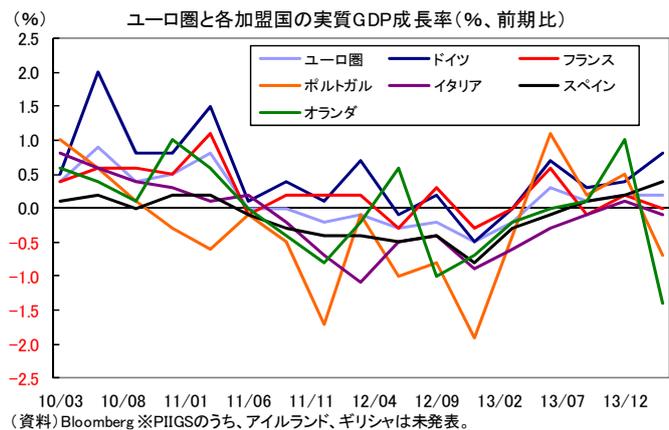
昨日の為替相場は円相場が上昇する展開。米 4 月鉱工業生産や後述するユーロ圏 1~3 月期 GDP が市場予想以上に下振れたことが ECB の追加緩和と観測ないし FRB の正常化遅延を想起させ、特に、米 10 年金利は一時 2.47%と遂に今年 1 月に tapering が始まってからのレンジを下抜け、ドル売りの格好の理由となっている。一方、昨日東京時間には本邦 1~3 月期 GDP の加速を受けて日銀の追加緩和と観測が後退しており、ドル/円は一時 101.31 円まで下落している。また、こうした米金利低下やそれに伴うドル売りは「望まぬ通貨高」に悩むユーロ圏としてはかなり頭の痛い問題である。

ユーロ圏 1~3 月期 GDP を見る 2 つのポイント

ユーロ圏 1~3 月期 GDP は前期比 0.2%増と市場予想(同 0.4%増)の半分の伸びにとどまった。今回の GDP 統計から受ける印象に関し、ポイントは 2 つあって、①年初来 ECB 高官が口にしてきた「堅調な回復シナリオ」がそれほどではなかったこと、そして②加盟国間の格差が収束するどころか一段と広がっていることが気にかかった。

まず、①に関しては、3 月スタッフ見通しで実質 GDP の下限レンジが昨年 12 月予想から 0.4 ポイントも引き上げられ、ドラギ ECB 総裁がユーロ圏のファンダメンタルズの強さを称賛しつつ現状維持を決定したことなどが思い返される。昨日の GDP は言うまでもなく、今週はユーロ圏 4 月鉱工業生産(労働日数調整済)が市場予想を大きく割り込むという動きもあった。3 月時点の予想根拠となっていた「昨年夏から今年頭にかけてのモメンタム」はあくまでシクリカル(循環的)なものであり、ユーロ圏の地力が戻ったわけではない。1%割れが慢性化しているユーロ圏消費者物価指数(HICP)はその証左だろう。また、ユーロ/ドルはここにきて急落しているものの、3 月スタッフ見通しの想定為替レート(1.36)よりも依然高く、6 月の改定では GDP 及び HICP 共に下方修正される公算が大きそうである。それは 6 月理事会時に追加緩和の根拠として使われることだろう。

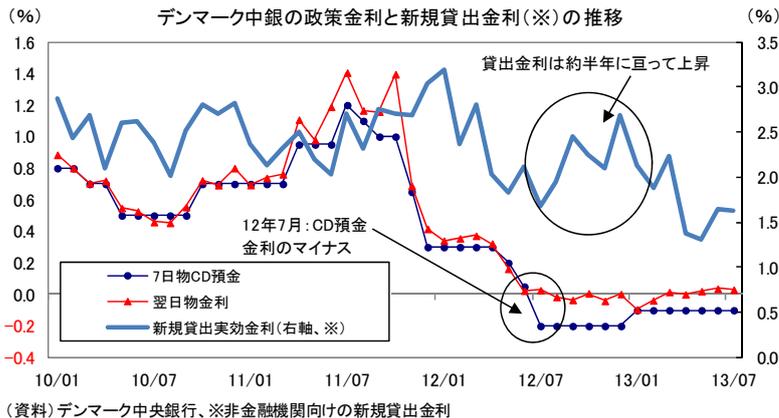
また、②に関し、今回のサプライズはドイツとそれ以外の国の格差が顕著になった点にもあった。具体的に、ドイツは同 0.8%増と顕著に加速した一方、その他の加盟国が軒並み総崩れと言っても良い結果になっている。ユーロ圏 5 大国で見ると、ドイツとスペインこそ前期から加速が見られたものの、フランスはゼロ成長、イタリアは予想外のマイナス成長、オランダに至っては▲1.4%と 2009 年 6 月以来の大幅マイナスとなっている。幾らドイツが加速しても、フランスやイタリアといった 2 番手、3 番手がこの状況ではユーロ圏全体の浮揚は有り得ないだろう。なお、この 2 か国はユーロ圏の中でも単位労働コスト(ULC)が高めの国でもあり、賃下げ余地は大きく、仮に停滞が続くのだとすれば、HICP の下押し要因で在り続けるだろう。こうして域内成長の非対照性が拡大していくほど、ECB の政策運営は難易度を増していくはずであり、これを調整するためにはドイツが共同債等を通して財政原資を分配するしかない。



6 月緩和は既定路線。プラスアルファをどう読むか？

いずれにせよ、今回の結果をもって 6 月の ECB 理事会の追加緩和を避け難い情勢になったと考えざるを得ない。昨日はメルシュ ECB 理事が「次回の政策決定会合後に非常に具体的な応えが示されるだろう」と述べており、市場の期待を受けて立つような姿勢を示している。今月 8 日(木)のドラギ総裁会見も踏まえ、これだけ事前の市場期待を刺激してしまうと、もはや 0.25%から 0.10%への利下げという一手だけでは逆にユーロ買いになってしまう可能性は相当高い。この点、利下げと共にコリドー(上限である限界ファシリティ金利と下限である預金ファシリティ金利の幅:現在は 0.75 ポイント)を維持すべく、限界ファシリティ金利は 0.65%へ、そして預金ファシリティ金利は▲0.10%へ引き下げる可能性は確かにゼロではない。事実、昨日のメルシュ理事はマイナス金利に関し、「利用可能な手段だ」と述べており、これが大きくヘッドラインで報じられている。ただ、メルシュ理事はこの後に「マイナス金利は意図せぬ結果をもたらす可能性がある」とも付しており、マイナス金利の実施を確約したと考えるのは尚早ではないかと思われる。

正式な6月5日のECB理事会プレビューは6月に入ってから行うが、「0.15ポイントの利下げ+アルファ」のアルファをどう読んでいくかが重要になってきそうである(緩和は既定路線)。アルファの候補に関しては、上述したマイナス金利、証券市場プログラム(SMP)の不胎化停止、そして現在①「主要リファイナンスオペ(MRO、7日物)」、②「1か月物LTRO」、③「3か月物LTRO」の3本について実施されている固定金利・無制限資金供給の延長(現状、①は15年7月7日まで、②は15年6月末まで)などが考えられる。メルシュ理事が述べているように、マイナス金利は「意図せぬ結果」をもたらす効果があって、実際、デンマーク中央銀行が2012年7月に導入した際には直後半年間、貸出金利が上昇するということがあった(図)。この点を気にしているECB高官(例えばノイエム中銀総裁)は少なくないと推測され、実際の導入にあたって障害になるのではないかと懸念されている。何より、マイナス金利は明らかに通貨安政策であり、貨幣流通量でドルに匹敵する通貨であるユーロが行う類の政策としては筋が悪いように思えてならない。そう考えると、利下げに加えることができる策があるとすれば、現実的にはSMPの不胎化停止ないし固定金利・無制限資金供給の延長ではないだろうか。ここから3週間かけて予想を練っていききたい。



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/esson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
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じた日本株～
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・株市相場について～
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～GPI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