

みずほマーケット・トピック(2014年8月7日)

ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題

ロシア・ウクライナ問題が相場のドライバーとなる状況が続いている。次の取引材料として「ウクライナ東部への軍事侵攻」が意識されていることは間違いなく、それゆえに為替相場ではドル、円、スイスフランが高く、地理的に近いユーロは買いにくいという状況が当面続きそうである。また、より心配なのはユーロ圏実体経済への影響であり、ソフトデータのみならずハードデータにも悪い動きが見え始めていることは留意したい。ドイツ7月製造業受注が増加予想に反して大幅マイナスとなったことは看過できず、今後の生産そして輸出の失速は不可避の公算。なお、日米独の主要株価指数を比較しても、足許におけるドイツの下げ方は特にきつく、株式市場では既にドイツ企業の収益を悲観視する向きが増えつつある。無敵のドイツを阻むのは意外にもロシアとなるか。

～ロシア・ウクライナ問題が ECB 緩和に繋がるか～

昨日の為替相場はリスク回避ムードの高まりから円相場が騰勢を強める展開で、対ドルでは一時101.77円と4か月ぶりの高値をつけ、対ユーロでも一時136.16円まで上昇している(但し、ドル/円相場の急落については誤発注との観測も出ている)。なお、リスク回避ムードが優勢となる中でドル相場も対円以外では堅調であり、対ユーロでは一時1.3333と約9か月ぶりの安値を更新している。元よりロシア・ウクライナ問題に係る地政学リスクが売りを招きやすい中、以下で述べるように実体経済にも悪影響が出始めている様子も窺え、昨日の本欄¹でリスクシナリオとして言及した「景気下振れに対抗する格好での ECB による追加緩和」という展開もあながち否定できない状況である。

～次の取引材料「ウクライナ東部への軍事侵攻」を意識～

地政学リスクが市場に与える影響については、過去4か月間は限定的という状況が続いてきた。だが、7月17日のマレーシア民間機撃墜を境に欧露関係の緊張が高まったことで、金融市場もリアクションを余儀なくされている。時期的には夏季休暇中で取引が細まっているところに、こうした状況がぶつかったことも、大幅な値動きの一因と思われる。現状では、ウクライナ国境にロシア軍が集結し侵攻リスクが高まっていること、ロシア制裁国に対する報復制裁の影響が不透明なことなどが意識されており、昨日はメルケル独首相とプーチン露大統領が電話会談を行い「深刻化する危機的状況」に関し協議がもたれたが、プーチン大統領は改めて作戦続行の意思を伝えたと報じられている。

次の取引材料として「ウクライナ東部への軍事侵攻」が意識されていることは間違いなく、それゆえにドル、円、スイスフランが高く、地理的に近いユーロは買いにくいという状況が続きそうである。しかし、本欄や『中期為替相場見通し』で執拗に述べてきたように²、こうした「事後的なイベント」を

¹ 本欄 2014年8月6日号『ECB 理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～』をご参照下さい。

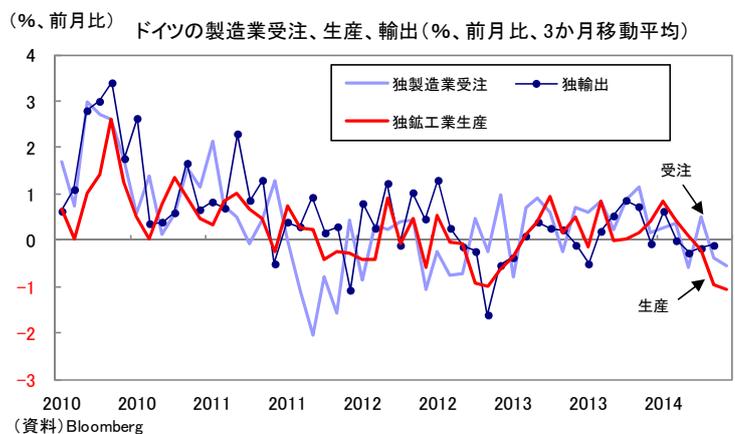
² 例えば本欄 2014年7月18日号『「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～』をご参照下さい。

受けてドル/円相場が下落する動きに対しては、明確に押し目買いの好機と割り切ることが、今年の狭いレンジ相場での処世術になってくる。

～ハードデータにも及び始めたロシア・ウクライナ問題～

もちろん、本欄 2014 年 8 月 4 日号『ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～』でも述べたように、地政学リスクを理由にした為替市場の動きは捉えどころのない印象があり、取引材料(ユーロにとっては売り材料、円やドルにとっては買い材料)として、どの程度持続性を持つものなのかは定かではない。ただ、ここにきて公表されている欧州関連の計数は同問題がユーロ圏経済に実体的な影響をもたらしていることを示しており、特にソフトデータのみならずハードデータにもそれが及んでいる様子が窺えることが注目される。

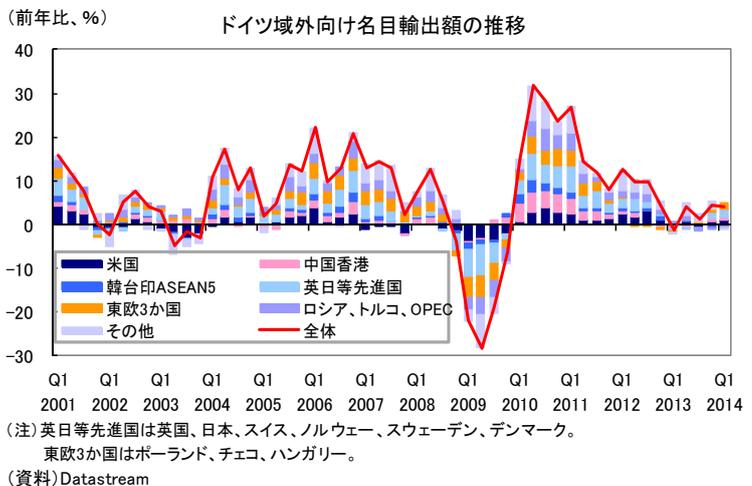
7 月 25 日に発表された独 7 月 Ifo 景況感指数が市場予想を下回り、3 か月連続で悪化したことは相応に材料視されたが、不穏なムードが支配的になる中でこうしたソフトデータが悪化することはむしろ自然である。しかし、昨日発表されたドイツ 7 月製造業受注が市場の増加予想に反して大幅マイナス(前月比 0.9%増の予想に対し同▲3.2%)となったことは看過できない。 図示される



ように、製造業受注の動きはその後の生産そして輸出の動きまで規定することが予想され、今後、輸出の失速は免れないだろう。 ちなみに、昨日はイタリアの 4～6 月期 GDP が前期比▲0.2%と市場のプラス予想を覆したことも目についたが、これでイタリアは 2 四半期連続のマイナスとなり、テクニカルにはリセッションに再突入したことになる。

～無敵のドイツを阻むロシア～

ドイツの域外向け輸出においてロシア向けが占める割合は約 5%に過ぎないが、今年 2 月末にロシア・ウクライナ問題が勃発して以降の減少幅は、月平均で約▲15%とハイペースの落ち込みとなっているため、全体に与える影響も無視できないものになりつつある(特に 4～5 月は▲20%弱の落ち込みで、これは想定外に大きい)。なお、最近のドイツ域外向け輸出は先進国向けに加えて、東欧 3 か国向けの伸びなどが下支え役となっているが(図)、

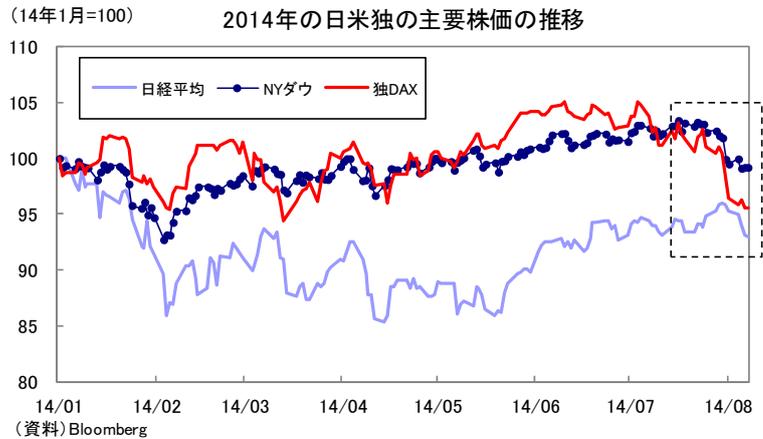


(注) 英日等先進国は英国、日本、スイス、ノルウェー、スウェーデン、デンマーク。
東欧3か国はポーランド、チェコ、ハンガリー。
(資料) Datastream

ロシアへのエクスポージャーが大きいオーストリアの銀行が

ダメージを受ければ、オーストリアから東欧への与信が滞り(オーストリアの対外与信残高の 20%超は東欧 3 か国向け)、ドイツの東欧向け輸出にもブレーキがかかる可能性が出てくる。

また、経済指標以外では、ロシアの報復措置としてシベリア上空の飛行が制限された場合、ドイツそしてフランスの大手航空会社の業績が打撃を被るとの声も上がっている。「永遠の割安通貨」の下、経常黒字を荒稼ぎし、国内では不動産バブルの声まで上がっているドイツの無敵状態が止まるには「ドイツ自身が域内への再分配を決意するしかない」と筆者は考えていたが、ロシア・ウクライナ問題という伏兵がド



イツ経済の行く末を阻みそうな気配が生まれつつあることは留意したい。日米独の主要株価指数をみても、足許におけるドイツの下げ方はきついものがあり、株式市場では既にドイツ企業の収益を悲観視する向きが増えている様子が見て取れる。斯かる状況で迎える今晚の ECB 理事会後の記者会見では、ロシア・ウクライナ問題を背景とする域内経済のダウンサイドリスク及びそれに対する政策運営の在り方に関し、何らかの問答が繰り広げられそうである。

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8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～「ざくしレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
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す～
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～養は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレン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躓いた日本株～
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～)