

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 16 日)

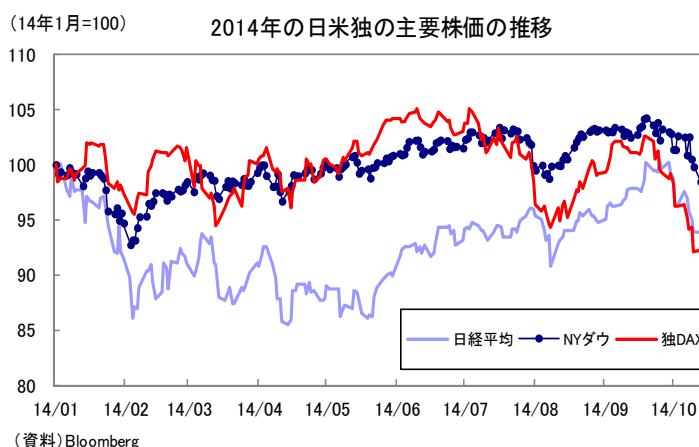
昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～

昨日の金融市場は大荒れの展開。米経済指標の悪化も原因だが、それだけでここまでのアンワインドは説明しかねる。やはり、これまではテールリスクに過ぎなかったエボラ出血熱の感染拡大が徐々に現実味を帯びつつあることが、リスクを取れないムードを助長している可能性は高い。とはいえ、各種ファンダメンタルズを踏まえ、「心配しなくても円安は進む」という円相場に対する基本認識は変わるものではなく、こうした混乱はドル/円の押し目買い好機。日米 2 年金利差からの単回帰分析でイメージされる推計値は現状で「105±2 円」であり、現状の 106 円付近は金利差に照らしてさほど無理がない水準まで調整されたとも考えられる。日米欧三極において、ドルが最も早く「金利のある世界」に戻ろうとしているという事実を重視したい。

～欧州株の下げだけ大きい～

昨日の金融市場は大荒れの展開。為替市場に関しては従前のドル買いが一気に巻き戻されるような流れとなっており、一時、対ユーロでは 1.2887、対円では 105.20 円まで急落している。株式市場や債券市場も大混乱となった。S&P500 指数は 2011 年以来で最大の下げ幅となり、年初来の上げ幅を全て吐き出したほか、NY ダウ平均も一時▲460 ドル下げ、5 日続落となっている。結局、NY ダウ平均は 16141.74 ドルで引けたが、取引時間中には今年 2 月 14 日以来、8 か月ぶりに 16000 ドル割れとなる場面も見られた。こうした中、米 10 年金利は急低下しており、一時 1.86% と 2013 年 5 月以来の水準を記録し、FRB の正常化プロセスについて疑義を示すような相場つきとなっている。

こうした株や債券の混乱は欧州でも同様で、独 DAX 指数は▲2.9%、仏 CAC40 指数は▲3.6%、英 FTSE100 指数は▲2.8%と総崩れとなったほか、独 10 年金利は 0.75% 台まで低下し、俄かに日本の 10 年金利に接近している。ユーロ圏については、このところ公表される経済指標が軒並み悪化していたこともあって、株価の崩れ方は日米欧三極の中でも特に大きい。図示されるように、米国(NY ダウ平均)や日本(日経平均株価)



の落ち方も確かに大きいが、あくまで年初来の上げ幅の中で起きている動きではある。これに対し、ドイツ(DAX 指数)は年初来安値を更新し続ける動きであり、やや趣が異なることには注意したい。デフレ化する経済では株は上がらず、金利は下がる。今、ドイツを中心に起きていることを説明する

にあたっては、やはり日本化というワードがしっくりくる。

～ドル高を阻むエボラ出血熱～

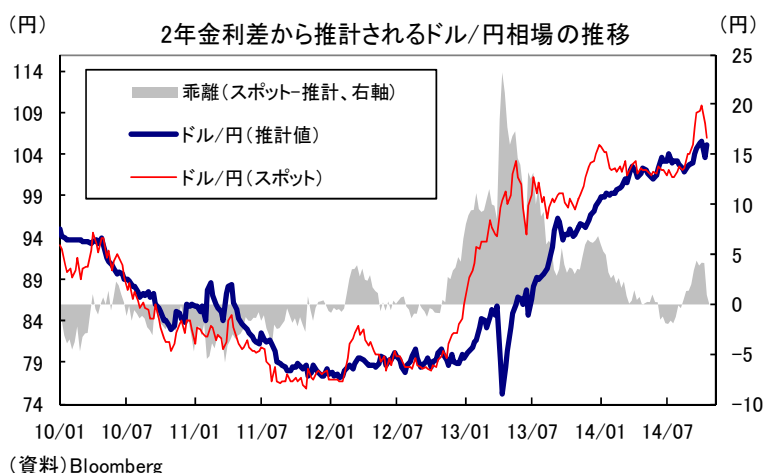
こうした混乱の背景は幾つか考えられるが、昨日発表された米9月ニューヨーク連銀製造業景気指数、米9月小売売上高、米9月生産者物価が軒並み予想比悪化したことが嫌気されたのは間違いないだろう。「経済指標の悪化が目につく以上、利上げは難しい、ゆえにドルは買えない」という発想はごく自然なものである。例えば、ニューヨーク連銀製造業景気指数に関して言えば、新規受注指数や出荷指数といった景気認識の要となりそうな項目が大幅に悪化しており、今月にも量的緩和(QE)が収束する事実と非整合的である。だが、イエレンFRB議長の講演や会見、そしてFOMC声明文は基本的に両論併記であり、だからこそ緩和継続に賭ける格好で米株も堅調に上昇してきたという経緯がある。そう考えると、ここにきて出口戦略の頓挫を理由に株を手放すという解説は今一つ説得力に欠けるものではある。そもそも経済指標の弱含みだけでここまで金融市場全体がアンワインドに見舞われることは考え難い。

とすれば、やはりこれまで1つのテールリスクという位置付けに過ぎなかったエボラ出血熱の感染拡大が徐々に現実味を帯びつつあり、それがリスクを取れないムードを助長している可能性は高い。本欄2014年9月29日号『ドル高を阻むもの』では「得てして市場参加者のコンセンサスが一点に集中するストーリーが実現する方が稀であり、ドル高を阻むものが何なのか、想定を立てて置くことには一定の意味がある」と述べ、①歴史的にFF利上げ直後にドルが急落してきたこと、②米国自身がドル高懸念を表明することをドル高是正の材料と想定した。現状を見れば、②は部分的に該当しながらも、やはり第三の要因であるエボラ出血熱感染拡大というリスクが「FRB利上げ→ドル買い」というシナリオを阻んでいる状況かと思われる。

～金利差から見て妥当な水準まで調整～

とはいえ、本欄では執拗に繰り返してきたように、各種ファンダメンタルズを踏まえれば「心配しなくても円安は進む」という円相場に対する基本認識は変わらず、こうした混乱はドル/円の押し目買い好機と考えたい。2014年10月14日発行の『IMM通貨先物のポジション動向～米ドル買いポジションが過去最大に～』でも示したように、10月7日時点でIMM通貨取引における投機的なドル売り持ち高は過去最大まで達しており、どこかで調整が入る方が健全ではあった。むしろ、これほどのショックが起きた結果が105～106円なのであり、次の売り局面はこの水準からスタートすると考えれば、やはり円安は着実に進んでいると考えたい。

なお、日米2年金利差からの単回帰分析でイメージされる推計値は現状で「105±2円」であり、現状の106円付近は金利差に照らしてさほど無理がない水準まで調整されたと考えられる。時期の前後はあろうとも、日米



欧三極の中で、ドルが最も早く「金利のある世界」に戻ろうとしているのは揺るぎない事実であり、需給環境の円売り傾斜も踏まえれば、こうした相場混乱に狼狽せずに、ドル/円については丁寧に押し目を拾うことが重要である。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レハトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イレレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～曇り掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
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
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TLTRO(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?～『さくらレポート』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	巨額和解金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～市場期待に奇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	成長戦略素案について～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	ECB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ず～