

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 20 日)

重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」

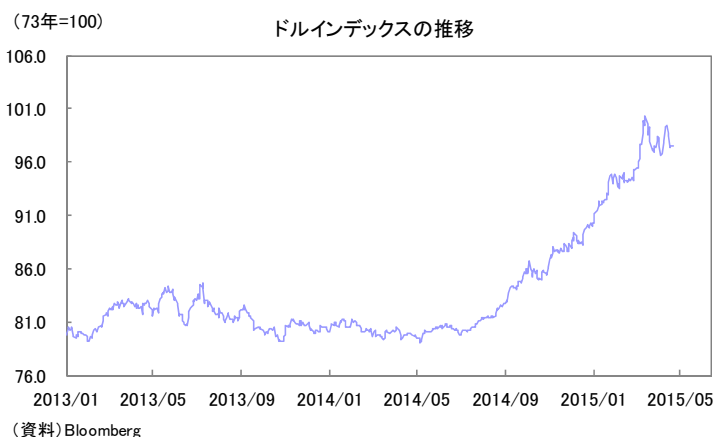
20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議の声明文では、各国の金融政策が乖離していることをリスクと見なし、慎重且つ明確な対話を要求する文言が見られた。一様ではない乖離した各国金融政策とそれに起因するボラティリティ(変動)がリスクであり、それゆえに慎重な調整が必要だというのであれば、そこから得られる解は FRB の利上げ時期後ろ倒しだろう。ドルインデックスや IMM 通貨先物取引を見る限り、既に為替市場では米国の早期利上げシナリオからの撤退が進んでいるようにも見える。もっとも今後 1 年の為替相場見通しを考えるにあたって、最も重要な論点は利上げに関し、「いつやるか」ではなく「あと何回できるか」に移りつつある。来年以降のドル/円相場は過去 3 年とは違ったストーリー作りが要求される可能性が高い。

～G20 声明からの含意～

先週 16～17 日にワシントンで開催された 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は昨日、共同声明を採択して閉幕した。昨日、突如実施された中国人民銀行(PBoC)の預金準備率引き下げや株取引に係る各種措置が市場の耳目を集めており、共同声明の存在感は薄まった印象もあるが、各国の金融政策が乖離していることをリスクと見なし、慎重且つ明確な対話を要求する文言は今後の米金融政策の一手を考える上では相応に示唆するところがあったように感じられた。具体的には以下のような声明文が公表されている(財務省仮訳から抜粋)：

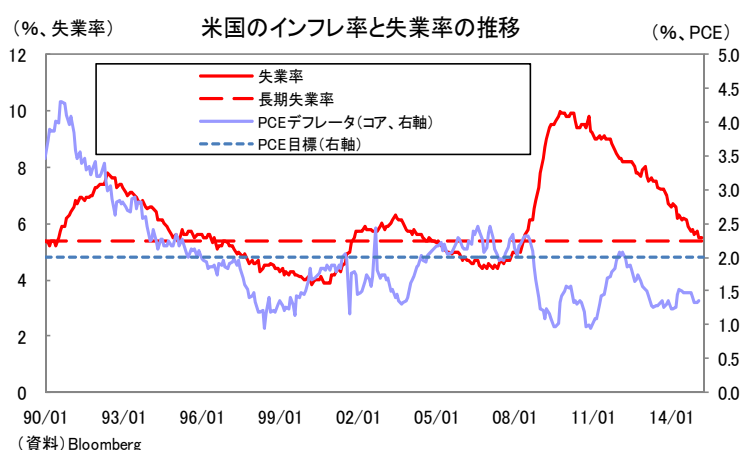
- 金融政策の在り方が一様でなく、金融市場の変動が高まる環境下において、金融政策の在り方は、負の波及効果を最小化するために、注意深く測定され、明確にコミュニケーションが行われるべきである。

一様ではない乖離した各国金融政策とそれに起因するボラティリティ(変動)がリスクであり、それゆえに慎重な調整が必要だというのであれば、そこから得られる解はFRBの利上げ時期後ろ倒しだろう。もっともこうした声明以前から、ドルインデックスの上昇(図)は一服しつつあって、これは米金融政策の正常化に対する市場の自信が後退していることの表れではないかと考えられる。IMM



通貨先物取引に見る投機ポジションの動きなどを見ても、ドル買いのボリュームは昨年11月下旬がピークであり、そこから徐々に押し下げられるような構図となっている¹。「出口コミュニケーションを始めた以上、1回はやらなければ面子が立たない。だとすれば早い方が良い」というロジックに立てば6月利上げの芽も無いわけではないが、既に為替市場ではそのシナリオからの撤退がじわじわ進んでいるようにも見受けられる。先週だけを振り返ってみても、ローゼングレン・ボストン連銀総裁が「インフレ目標達成まで数年かかるだろう」と述べ、ロックハート・アトランタ連銀総裁からも「利上げ開始時期は遅めの方が望ましい」（共に4月16日の発言）といった発言が聞こえており、2か月後の利上げはやはり想像が難しい。

先週17日に公表された米3月消費者物価指数は食品・エネルギーを除くコアベースで、前月比及び前年比ともに加速しており、デシインフレ圧力の緩和と受け止める向きが多い。だが、依然として政策運営上注目されるPCEデフレータ(コア、前年比)は1.5%にすら届かない局面が続いている。図示されるように現下の正常化はデュアルマンドートのうち、あくまで「雇用の最大化」に焦点を当てたものであり、「物価の安定」はこ



れから実現に向けて進捗する、という想定である。筆者は失業率、物価が共に然るべき水準に到達して、銀行間金利が上昇するなど市場が正常化を催促し始めてから利上げに着手した方が無難と考えるが、対話を始めた手前、そういった訳にもいかない、というのが実情と推察される。

～重要なことは「いつやるか」ではなく「何回できるか」～

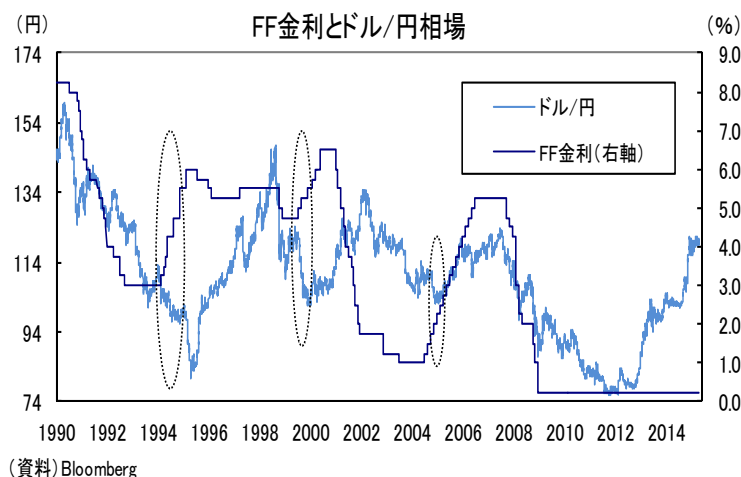
もっとも今後1年の為替相場見通しを考えるにあたって、最も重要なことは利上げ時期ではない。上述した通り、もはや今のFRBにおいては正常化の対話を始めた事実自体が正常化の理由になっているようにも見受けられ、時期は脇に置いても「必ず1回はやる」が市場のコンセンサスである。利上げ前の現段階では「いつやるか」が注目されるものの、利上げ着手後は「あと何回できるか」に論点に移る。この論点に関しては、順当に行けば四半期に1度で3年程度続くという見方もある一方で、場合によってはワンショットで腰折れするリスクを懸念する声もある。経済指標の結果を受けて利上げの時期が右往左往する現状を踏まえると、ワンショットで終了とは言わないまでも、どちらかと言えば後者に近いシナリオを想像する市場参加者の方が多いのではないかと。その際、QE4というワードが浮上する可能性すらあるだろう。

ユーロや円といった主要通貨の為替相場見通しが何を置いてもまず「対米金融政策格差」を前提として作られてきたことを踏まえれば、「あと何回できるか」は極めて重要な論点であり、特に確固たる通貨上昇要因を備えながら、投機の売り持ちでトレンドが形成されてきたユーロ安相場は米正常化路線の頓挫と共に反転を強いられる公算が極めて大きい。

¹ 詳しくは本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2015年4月14日時点)』をご参照下さい。

～歴史的には「利上げ≒ドル売り」だった～

なお、「利上げ前からドル高を懸念しているのに、利上げを始めたら余計にドル高が加速し、正常化が頓挫するのではないか」という読みも確かに一理ある。為替相場見通しを作成する上では、利上げに応じてドル高が進むのならばそれが最も分かりやすく、予想も容易である。だが、現実はより複雑である。過去の本欄でも繰り返し言及してきたように、歴史的には利上げスタート直後にドル売りが加速するというア



ノマリーがある(図)。現時点でドルインデックスが高値で揉み合いとなっていることを踏まえると、この展開は如何にも考えられる。

利上げ直後の米経済の減速懸念とそれに伴う「対米金融政策格差」の縮小や「利上げ≒ドル売り」というアノマリーなどを踏まえると、円安・ドル高局面は日銀の追加緩和などを背景に何とか年内持ち堪えたとしても、来年以降はやはり過去3年とは違ったストーリー作りが要求される可能性が高い。もちろん、先週の本欄2015年4月15日号『通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～』でも議論した通り、仮に日銀が変節し、追加緩和から距離を置くようなスタンスを決め込むようであれば、その「違ったストーリー」が前倒しされ、年内の円安余地を限定的に予想するような修正も必要になる。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰れたか～
2015年3月20日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レハトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか?～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて