

みずほマーケット・トピック(2015 年 7 月 9 日)

不運が続く円安シナリオ

中国株の急落、ギリシャのユーロ離脱懸念、原油価格の再下落等、円安シナリオにとっては「不運」とも言うべきネガティブなイベントが頻発している。FOMC 議事要旨で懸念されているリスクは俄かに現実化しつつあり、やはり12月利上げシナリオの可能性は高まっている印象。円相場の基礎的需給バランスは現状、売り買い拮抗となっており、FRB 利上げを前提とするならば、年内円安は引き続き堅い。だが、仮に中国がハードランディングし、ギリシャがユーロを離脱するという極端な展開に至った場合、もはや年内(12月)の利上げは危うい。そうなった場合、確実な利上げ見通しが建て難くなる恐れがある。現状では「年内は円安継続、来年は円高反転」という『中期為替相場見通し』におけるメインシナリオのパスは依然有効と考えるが、今後の中国及びユーロ圏政策当局の動向に拠る部分が大きいのも事実である。

～重なるネガティブイベント～

昨日の金融市場はパニックの様相。中国上海総合指数は一時前日比▲8%超の急落となり、金融危機突入時の2007年以来の大幅な下げを記録している。時価総額全体の約4割が取引停止に追い込まれる事態となっているが、斯かる状況下で流動性を落とす施策は逆効果になりかねない。逆効果と言えば、中国証券監督管理委員会(CSRC)は大量保有株主を対象に今後6か月間、株式売却を禁止する措置を発表したことも余計に不安を増幅させたように思われる。当局から「売るな」と言われ不安を覚えない投資家はいないだろう。ひとえに中国当局の一挙手一投足から焦燥感が滲み出ており、余計に投資家心理を冷やす展開になっているのが現状と見受けられる。かつての日本の経験に照らせば、急落する株価を人為的に止める手立ては乏しい。

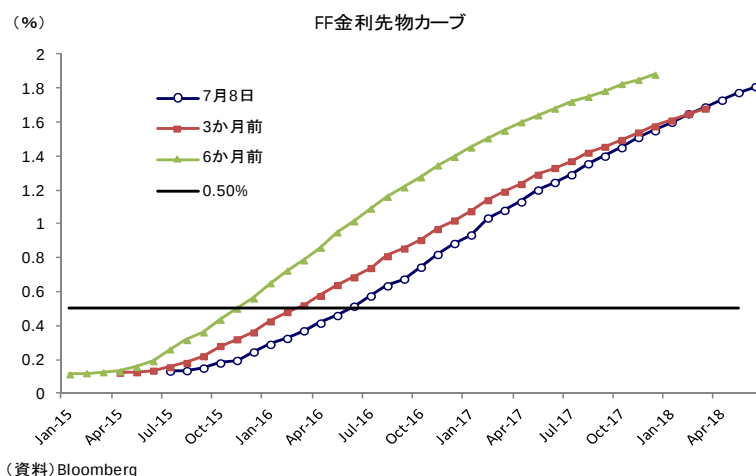
こうしたアジア時間を受けて始まった欧州時間では依然ギリシャ救済を巡る協議が難航しており、ギリシャ離脱という(市場にとっては)最悪の結末もまだ払拭できていない。この上、昨日のニューヨーク証券取引所(NYSE)はシステムトラブルによって3時間以上取引が全面停止という事態も重なり、元よりリスク回避姿勢が強まっていた株式市場では売り優勢となり、結局 NY ダウ平均は前日比▲261ドルの大幅安で引けた。こうしたネガティブなイベントが次々と重なる中で従前の円ショートポジションは巻き戻されており、ドル/円相場は122.50円付近から120.50円付近まで急落している。

～やはり利上げは12月か～

こうした混乱の最中で公表されたFOMC議事要旨(6月16～17日開催分)では利上げ時期が接近しつつあり、先行きのリスクに関しても概ねバランスしている(そのため正常化路線に変化なし)というスタンスが示された。だが、数人(Several)のメンバーは「ギリシャと債権団の合意可否や特に中国やその他新興国経済における海外経済の成長ペースに関する不透明感」を見通しに対するリスク

として指摘している。このリスクが俄かに現実となりつつある以上、やはり 9 月利上げは難しいのではないだろうか。今回の利上げ着手の重要性を踏まえれば、やはりその前会合で相応のシグナル(地均し)が示される可能性は高いと考えられる。だとすれば、9 月利上げならば今月 28～29 日の FOMC 声明文で何らかタカ派的な「色」を見せておく必要があるが、果たしてこの状況でそ

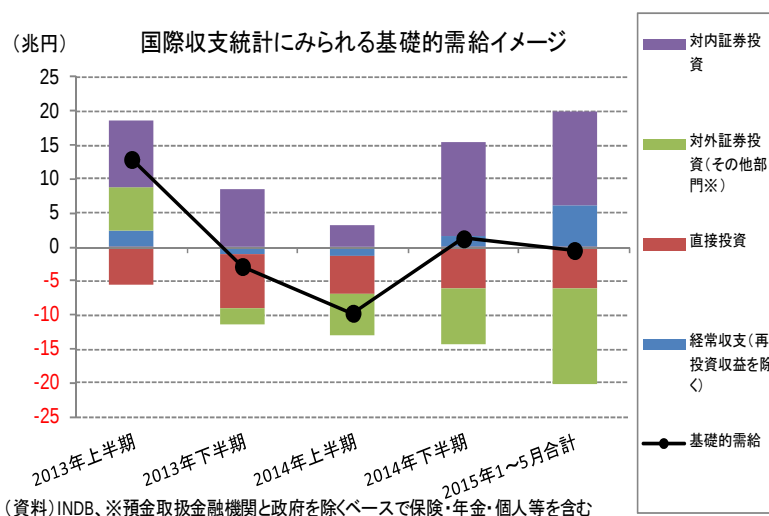
のようなアクションが可能だろうか。本欄では利上げ時期に関し「早くて 9 月、順当で 12 月」というイメージを示し続けてきたが、やはり順当シナリオとしての 12 月の可能性は高まっていると考えたい。市場の抱く利上げ時期も順当に後ろ倒しになりつつある(図)。



(資料) Bloomberg

～基礎的需給環境は売り買い拮抗だが・・・～

『中期為替相場見通し』では基礎的需給バランス(以下基礎的需給)の円売り傾斜を理由に年内円安シナリオを示しており、このまま円高に沈み続ける展開は想定していない。事実、過去 1 か月間で起きていることの深刻さの割にはドル/円は値持ちしているというのが筆者の印象であり、これが 2010～11 年ならばより劇的な円高になっていた可能性が高い。これは依然として需給が円売り方向にあるためと考えられる。



(資料) INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

だが、このまま中国やギリシャを巡る事態が悪化し、FRB の正常化プロセスが頓挫すれば、基礎的需給も影響が免れない。昨日発表された 5 月国際収支統計を踏まえ、年初来の基礎的需給を示したものが図となる。年初来 1～5 月合計で見ると、経常収支の急改善を背景とする円買い圧力と対外証券投資の加速を背景とする円売り圧力が拮抗しているイメージになる。現状、『中期為替相場見通し』では「経常収支の改善は 1～3 月期がピークだが、対外証券投資の加速は米利上げに応じて継続」といった想定の下、年内は基礎的需給の円売り傾斜に応じて円安継続をメインシナリオとしている。しかし、仮に中国がハードランディングし、ギリシャがユーロを離脱するという極端な展開に至った場合、もはや年内(12 月)の利上げすら危うくなるだろう。となると、次は 2016 年 3 月が候補として浮上するが、そもそも中国や欧州を巡る混乱がその時点で収束しているのか定かではなく、また例年 1～3 月期にやってくる悪天候問題を無事に乗り切れるのかという米国自身の問

題も浮上してくる。このように考えると、足許の中国やギリシャを巡る混乱は利上げ開始時期が 1 年程度先送りされるリスクも秘めていると捉えるべきかもしれない。

万が一、このような展開に至った場合、市場は FRB の正常化プロセスが挫折したものと受け止める可能性があり、この思惑に乗じて対外証券投資が萎む可能性も否めない。現状、円売り圧力の大宗を占めている対外証券投資の後退は 2011 年以來指摘されてきた「需給は円安」局面の転換に繋がり得る。一方で、過去 2 週間で原油価格が再び急落していることも踏まえれば、輸入減少經由で経常収支が改善する可能性は俄かに高まっている。

ここにきて円安シナリオは度重なる不運に見舞われており、「年内は円安継続、来年は円高反転」という『中期為替相場見通し』のメインシナリオのパスに影響が出ることがないか、事によっては反転のタイミングが前倒しされるようなことはないかを意識する必要性が生じ始めている。現状ではメインシナリオに大きな修正を加える必要はないと考えるが、それも中国やユーロ圏の政策当局の対応次第という側面が大きくなりつつあることは肝に銘じておきたい（現状では共に軟着陸がメインシナリオである）。

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
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本日にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費・在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
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」
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月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3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、量的緩和と政策(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月レバ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