

みずほマーケット・トピック(2015年12月3日)

イエレン講演や限界に迫るドル買い相場

昨日行われたイエレン FRB 議長の講演は利上げへの意欲を隠さないものであった。本日以降に発表される計数がよほどの悪化とならないかぎり、12月利上げは既定路線と考えて良いだろう。しかし、あくまで「初回」利上げの環境が整っただけというのが正確な現状描写である。足許の為替相場は来年以降の利上げ軌道が全くの白紙であるという「不都合な現実」から目を背け、ドルの買い持ちに邁進してしまっている印象が拭えない。しかし、投機筋のドル買いは既に限界まで到達している可能性が高い。IMM 通貨先物取引に関し、弊行で試算する主要 8 通貨合成のネットポジション(対ドル)を見ると、ドル買いは▲447億ドルまで積み上がっているが、▲400億ドル超の水準は過去を振り返っても持続性があるものではない。経験則に照らせば、大きな揺り戻しを警戒すべき局面に差し掛かっている。

～利上げへの方向感隠さず～

昨日の為替相場では、イエレン FRB 議長の講演がタカ派的と受け止められた結果、ドル相場が上昇する展開。イエレン議長は「FOMC が金融政策スタンスの正常化に着手する時は、米経済がどれほど進展したかを示す証明になる」と述べた上で、「そうした意味で正常化に着手する日に、われわれ全員が期待している」などと発言した。決して12月15～16日のFOMCへ言質を与えるものではなかったが、雇用市場への前向きな評価や海外経済のリスク減退に言及するなど、タカ派と受け止められるには十分な内容であったと言える。米11月雇用統計の2日前、FOMCの2週間前にも拘わらず利上げへの方向感を隠していないことから分かるように、本日以降に発表される計数がよほどの悪化とならないかぎり、12月利上げは既定路線と考えて良いのだろう。

～正真正銘のネガティブサプライズを無視する風潮～

とはいえ、一昨日に公表された米11月ISM製造業景気指数は48.6と2009年6月以来の低水準を記録している(50割れは2012年11月以来)。市場予想の下限(49.0)をも割り込む悪化であり、正真正銘のネガティブサプライズであったと言える。項目別に見ると、生産指数(52.9→49.2)や新規受注指数(52.9→48.9)が拡大・縮小の判断の分かれ目となる50を新たに割り込んでいる。ドル高との絡みで低迷している輸出受注指数も前月比横這いの47.5と引き続き50を下回っており、



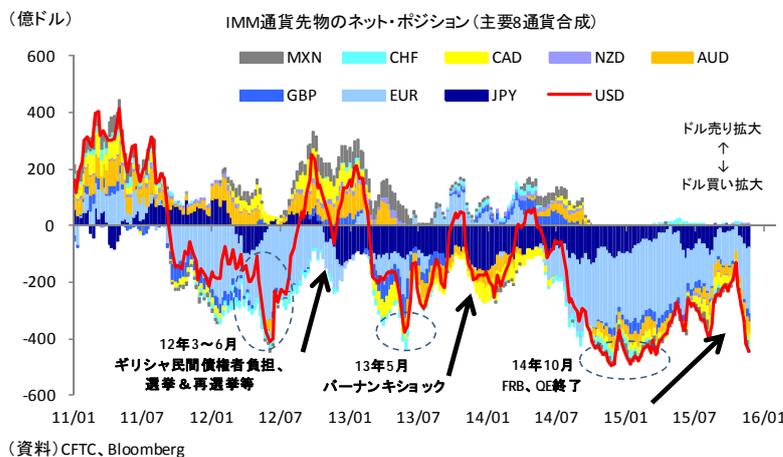
米経済が直面するドル高と海外経済不調という 2 つの要因が効いていそうである。調査対象 18 業種中 10 業種が新規受注や生産の伸び悩み、そして資源在庫の低迷などを理由に前月比で業況を悪化させている。回答企業のコメントを見ても「ドル高が対中国の売上高を減速させている。その一方で中国は欧州での買い付けを増やしている(一次金属)」、「中国及び欧州市場の低迷がビジネスに悪い影響を与えている(機械)」など、現状のドル相場や海外経済状況に照らせば、違和感のないコメントが見られている。

こうした結果を受けても FRB のタカ派色を囁し立てるムードが収束することは無く、ドルインデックスは再び 100 を超え、年初来ピークで推移している。製造業とは裏腹に ISM 非製造業景気指数(現時点では 10 月が最新)が過去 10 年で 2 番目の高水準をつけ、雇用統計においてもサービス部門を中心とした回復が見られているため、「ドル高のコスト」が覆い隠された状態になっているのかもしれない。しかし、事実として利上げまでの助走が長過ぎたことによる通貨高によって米経済の一部(製造業部門)では減速が始まっていることは念頭に置くべきである。

もちろん、そのような問題意識はイエレン議長以下、FOMC メンバーでも共有されているだろう。だからこそイエレン議長は初回利上げの時期がさして重要ではない(≡その後何回できるかが重要である)ことを執拗に強調しているわけだが、現在の為替市場はそのような「不都合な現実」から目を背け、ドルの買い持ちに邁進してしまっているように見えてならない。あくまで現状は「初回」利上げの準備が整っただけというのが正確な現状描写になるだろう。

～ドル買いはもはや調整待ち～

しかし、投機筋のドル買いは既に限界まで到達しているとの印象が強い。IMM 通貨先物取引に関し、弊行で試算する主要 8 通貨合成のネットポジション(対ドル)を見ると、ドル買いは▲447 億ドルまで積み上がっている(「▲」は他通貨売り・ドル買い、「+」は他通貨買い・ドル売りを意味する)。データが入手可能な 2003 年 11 月以来、ドル買いが▲400 億ドルを超えるケースは稀であり、直近では昨年のハロウィン緩和を挟んだ半年間(2014 年 10 月～2015 年 4 月)、それ以前ではバーナンキショック(2013 年 5 月 22 日)後の 2 週間(2013 年 5 月 28 日～6 月 4 日)、さらに遡れば 2012 年 3～6 月のギリシャ債務再編やそれに連なる選挙&再選挙騒動(ひいてはユーロ圏離脱騒動)の際にそのような動きが見られている(図)。



いずれの局面も、その後大きなドル売りが発生しており、今回も利上げと共に出尽くし感から一旦はドル売りが進む可能性はあるだろう。しかし、図示されるように、基本的にドル買いはユーロ売りの裏返しでもある。そのためドル買いの投機ポジションが巻き戻されるかどうかはユーロ、端的には ECB の動向に依存する部分も小さくない。この点、今晚の ECB 理事会後の記者会見で、ドラ

ギ ECB 総裁がどの程度緩和期待を繋ぐかが、ドルポジションの動向にも大きく影響してくるだろう。基本的にはユーロ安誘導の意図に沿って「次の一手」も有り得ることを示唆するだろうが、2014年6月や9月に行われたように、金利の下限到達宣言などが口にされた場合、一気にユーロ買い・ドル売りのポジション調整が入る可能性もある。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレインードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのほどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月8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～)