

みずほマーケット・トピック(2016年9月12日)

米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～

米利上げ観測が強まっていることなどを背景に株式市場が動揺している。しかし、利上げへの警戒から株式市場が大崩れするのであれば、所詮はその程度の景気情勢だったということ。利上げに伴う市況変動に泰然自若としていられないのであれば、そもそも今はベストタイミングではないということ。裏を返せば、最近の米利上げムードに関し、「ベストタイミングではない」ということを株式市場が知らせてくれているとも言える。9月に入り見られているISM景気指数の悪化は、果たしてドル相場の上昇と無関係なのだろうか。2014年半ば以降、ドル相場の急騰を受けて同指数の大幅悪化が見られたが、ここにきてそれが再現されているように思えてならない。引き続き、筆者の基本認識は持続的なFRBの利上げやこれに伴うドル相場の上昇を予想するには、まだ米国並びに世界経済の勢いが足りないというもの。利上げに怯える株式市場を見る限り、そのような思いを抱かずにはいられない。ブレイナードFRB理事がタカ派化するような状況にも思えず。

～株式市場が教える利上げのベストタイミング～

前週の金融市場ではNYダウ平均が前日比▲394.46ドルと急落し、欧州でもDAX指数を含め一般的に株が売られている。これを受けて始まった本日の日経平均株価も大きく値を下げている。9月21日のFOMCにおける利上げ観測が強まるに従って金利が上昇し、株を手放す動きが加速しているとの解説が一般的だが、それだけではないだろう。同日に予定される日銀金融政策決定会合では「量」の縮小が囁かれ(縮小という言葉は絶対使わないだろうが)、先週8日のECB理事会では拡大資産購入プログラム(APP)の延長が議論されなかったことがドラギECB総裁の口から告げられた。FRBは元より、「量」を追求してきた日欧の金融政策に限界が見え隠れする中で、各国金利が上昇し、これを株式市場が嫌気しているのが現状と見受けられる。だが、利上げへの警戒から株式市場が大崩れするのであれば、所詮はその程度の景気情勢だったということである。利上げに伴う市況変動に泰然自若としていられないのであれば、そもそも今はベストタイミングではないということだろう。裏を返せば、最近の米利上げムードに関し、ベストタイミングではないということを株式市場が知らせてくれているとも言える。

～ISMとドル相場～

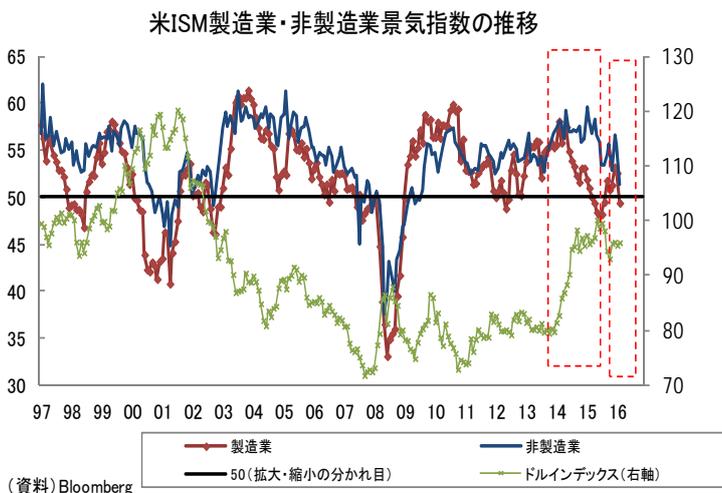
市場は今晚に予定されているブレイナードFRB理事の講演に身構えている。同氏は利上げに伴うドル高の悪影響に関し、早くから警鐘を鳴らしてきた人物であり、筆者もその主張に賛同し、為替相場見通し作成の参考としてきた¹。後述するドル相場や経済指標の動向、そして同氏の主張の連続性を重視するならば、今晚の講演は特に波乱なく、彼女のハト派らしさを打ち出すものになるはず

¹ 例えば、本欄では2015年10月13日号『正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス』や2016年3月17日号『FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～』において、「利上げ→ドル高」の経路を強く警戒する同氏のスタンスに賛意を示してきた。

である。逆に言えば、こうした状況にも拘わらず、同氏からもタカ派な情報発信が行われた場合、そこには「意図的な地均し」の匂いを感じ取らざるを得ず、9月利上げは相当な現実味を帯びてくる。

だが、9月に入ってから発表された米8月ISM製造業及び非製造業景気指数は従前から筆者が指摘している「ドル高の罨」がやはり健在であることを窺わせる結果であり、言い換えればブレイナード理事が従前から懸念するような結果になっている。特に、先週6日公表の8月ISM非製造業景気指数は「ISMショック」とまで呼ばれるほどのネガティブサプライズと受け止められ、ドル/円相場急落の一因にもなった。また、8月ISM製造業景気指数に関しても、6か月ぶりに50を割る動きが見られており、こちらも相応にショッキングな結果と言える。真っ当に考えれば、ブレイナード理事が利上げを支持するような状況とは言えない。

図示されるように2014～2015年にかけてのドル相場急騰を受けて米製造業及び非製造業のマインドは大幅に悪化し、実際に同時期の米企業収益も悪化した。そうした動きが今年に入り落ち着いたのは、米国内外の情勢が悪化したことを受けてFRBがハト派色を強め、ドル相場が急落したことも一因と思われる。具体的には2～4月にかけてドル相場は一方的に下落したが、この間にISM製造業景気指数は半年ぶりに50を回復し、非製造業景気指数は55を突破した。その他、前年からのドル高を受けて減速傾向を強めていた鉱工業生産にも持ち直しが見られた。こうした計数の改善に気を良くしたのか、FRBは同時期にかけて6月利上げへの情報発信を俄かに強めた。しかし、結局は6月初めに公表された5月雇用統計の結果がついてこず、英国のEU離脱(Brexit)問題への懸念も重なり、利上げには至らなかった。

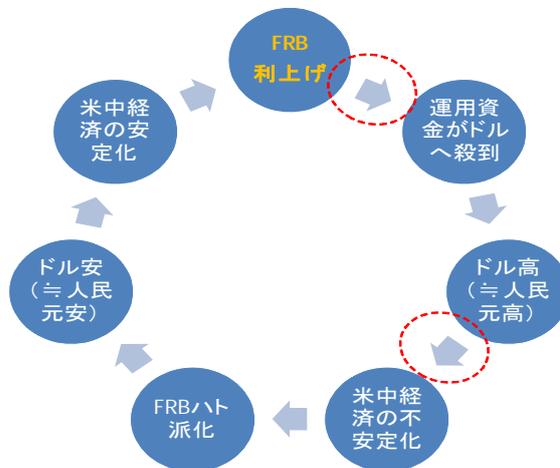


(資料) Bloomberg

～「ドル高の罨」再び～

その後、6月上旬～中旬のドル相場は利上げ期待の剥落を受けて必然的に下落したが、実際に英国民投票を受けてBrexitの方針が固まると、大幅な英ポンド売りも手伝って再び6月下旬～7月いっぱいにかけて反転、急騰した。8月上旬～中旬こそ上昇は落ち着いたものの、下旬以降は俄かに9月利上げ期待が高まり、足許の堅調なドル相場に至っている。ここにきて崩れ始めた米企業マインドと6月下旬以降に散見されたドル相場の急騰が全く無関係と言えるのだろうか。利上げをしようとしても、これに付

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

随するドル高(ひいては資本調達コスト上昇を嫌気した世界経済減速)に足を取られて利上げが封じられてしまうという「ドル高の罨」がここにきて見え隠れしているように思えてならない(前頁図)。

この罨から脱するには2つの道しかない。それは「FRB以外の中央銀行が複数回の利上げに踏み切り、FRBが利上げしても(しようとしても)運用資金がドルへ殺到しない環境」か、たとえ「ドル高になろうとも不安定化しない強固な実体経済」か、どちらかが必要である(該当箇所に関し、前頁図に赤点線丸で囲っている)。しかし、残念ながら、足許から1年間を見通した場合、そのどちらの道も現実になりそうもない。持続的なFRBの利上げやこれに伴うドル相場の上昇を予想するには、まだ米国並びに世界経済の勢いが足りないというのが実情ではないか。利上げに怯える株式市場を見る限り、そのような思いを抱かずにはいられない。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマホ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が激しい始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費税増税先送り「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費税増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くたっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフインフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版