

みずほマーケット・トピック(2017年5月17日)

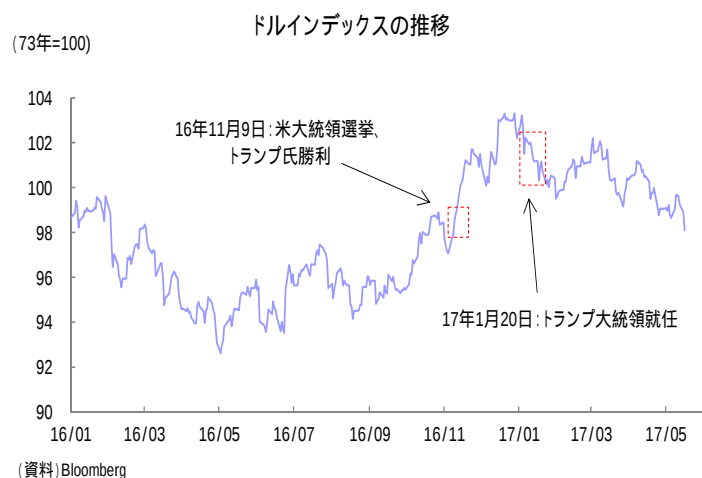
ドルインデックスの急落を受けて

トランプ米大統領によるロシアへの機密情報漏洩問題や弱い米経済指標が嫌気される中、ドルインデックスは遂に昨年11月9日以来の水準まで急落。トランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)を当て込んだドル買いが完全に巻き戻されたという意味で1つの節目を迎えたと言える。現状に目をやれば、トランプ政権への信認が揺らぎ、弱い米経済指標を受けてドル売りが強まっているにもかかわらず、6月FOMCにおける利上げ織り込みはほぼ100%のまま動いていない。これは利上げ織り込みの背景を考えれば当然だろう。現状の市場の利上げ織り込みはあくまでFRBによる強気の情報発信を受けて受動的に進んだものであり、経済・金融指標の改善を受けて能動的に進んだものではない。ゆえに、最近のように政治・経済の雲行きが怪しくなっても大きく変わらないのである。しかし、実体経済を無視した引き締めを続ければ、オーバーキル懸念に発展する。既にピークアウトし始めている自動車販売台数などはその前兆か。

～剥落したトランプ期待～

昨日の為替市場はドル全面安の展開。トランプ米大統領によるロシアへの機密情報漏洩問題が嫌気される中、昨日発表された米4月住宅着工件数および住宅着工許可件数なども予想を下回り、6月利上げを当て込んでドル買いを進めてきた向きが取引を巻き戻している模様である。機密情報漏洩問題は元より不安の強いトランプ政権による議会運営を一段と難しくする恐れがあり、拡張財政を前提に進んできた株高・ドル高・

金利高は修正が必至だろう。こうした状況下、ドルは対ユーロで1.1098と米大統領選挙の結果が判明した昨年11月9日の水準まで急騰しているほか、対円でも113円台を割り込み、115円にタッチすることなく軟化している。また、対主要通貨の動きもさることながら、ドルインデックスが98.105とこれも昨年11月9日以来の水準まで急落していることも目を惹く(図)。トランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)を当て込んだドル買いが完全に巻き戻されたという意味でこの動きは注目されるものであろう。剥落が続いていたトランプ期待は1つの節目を迎えたとも考えることも出来る。

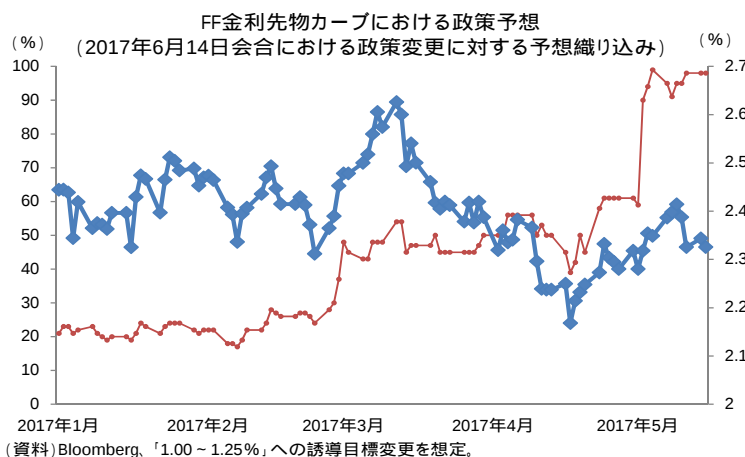


～薄れる「利上げ期待」の意味～

しかし、現状に目をやれば、トランプ政権への信認がこれほど揺らぎ、弱い米経済指標を受けて

ドル売りが強まっているにもかかわらず、6月13～14日のFOMCにおける利上げ織り込みはほぼ100%のまま動いていないという不自然な状況にある。これは、現状の市場の利上げ織り込みはあくまでFRBによる強気の情報発信を受けて受動的に進んだものであり、経済・金融指標の改善を受けて能動的に進んだものではないため、最近のように政治や経済の雲行きが怪しくなっても大きく変わらないという事実を意味している。端的に言えば、市場参加者は「FRBが言うから織り込んだ」のであって、経済・金融情勢を逡巡して織り込んだわけではない。FRBの強気姿勢が変わらないとの前提に立てば、利上げの織り込みを後退させる必要は無い。

図示されるように、3月中旬を境に米10年金利はピークアウトしているが、その間も6月利上げに対する織り込みは底堅く推移した。その後、イエレンFRB議長を含めたFRB高官が粛々と正常化を望む発言を行うことで利上げ織り込みは遂に約100%まで進んだのである。FRBが強弁するほど金利の織り込みは順当に進むが、次の不況に向けて極力正常化を進めて

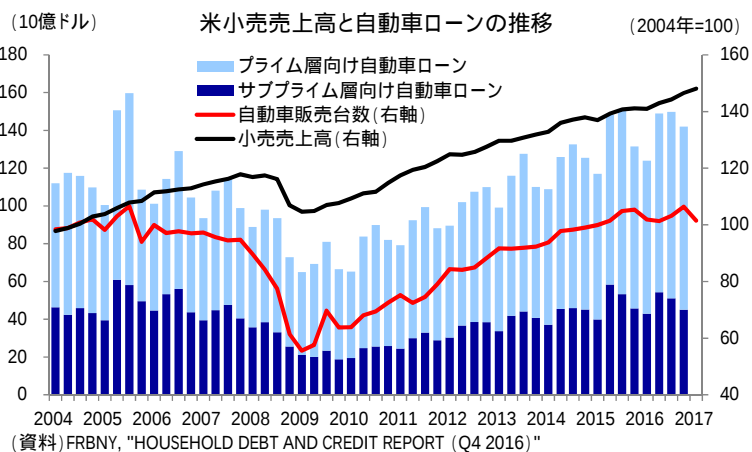


おきたいという不純な「動機」では金利やこれに付随する為替の方向感を変えるまでには至らないということを現状は示しているのではないかと。少なくとも、FF金利先物市場に現れる「利上げ期待」は為替相場の動きを読む上では薄れてしまっていると言える。

～経済指標に影響してこない方が不自然～

今はまだ米経済指標の軟化が穏当なものであるため、FRBによる利上げ路線を批判する向きは多くない。だが、利上げに加えバランスシートの縮小にまで着手しようとしている以上、市場予想を下回る経済指標が相次げばいずれオーバーキル懸念が高まる。利上げを重ねれば金利感応度の高い消費・投資行動に影響が及ぶはずであり、むしろそれが中央銀行に期待された役割でもある。具体的には、住宅などの不動産、自動車などの耐久消費財の伸びが鈍化してくるはずである。

この点、例えば自動車販売台数は利上げに着手した2015年下期にピークアウトしており、今年に入ってから減少傾向が見られる(図)。ここ数か月の米小売売上高が精彩を欠く一因が自動車販売台数の停滞にあることは周知の通りである。今後、自動車ローンも目に見えて変調をきたしてくる可能性が警戒される。2014年6月を起点としてドルインデックスが約+30%も上昇し、これに加えて3回(75bp)の利上げも行っていることを踏まえれば、金融状況の引き締まりが指



標に影響してこないほうが不自然である。

FF 金利先物市場でいくら利上げ期待が盛り上がったところで、これを裏付ける計数が出てこなければ長期金利やドルの上昇は続かないという基本的な事実を念頭に、予想を形成していきたい。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真っ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPF)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イレレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプ「はトランプのまま」
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～