

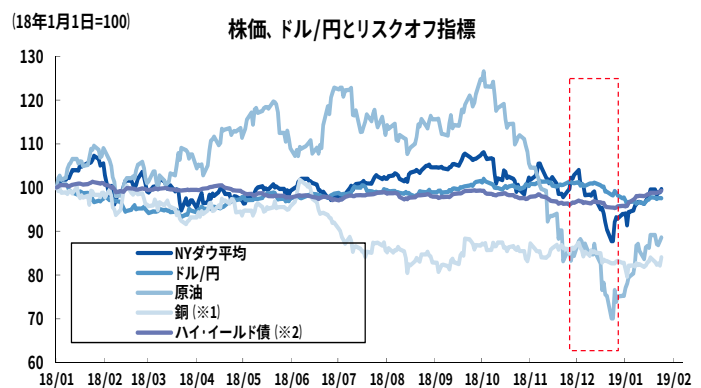
みずほマーケット・トピック (2019 年 1 月 29 日)

「株価ファースト」という誤解を招きかねない B/S 縮小戦略

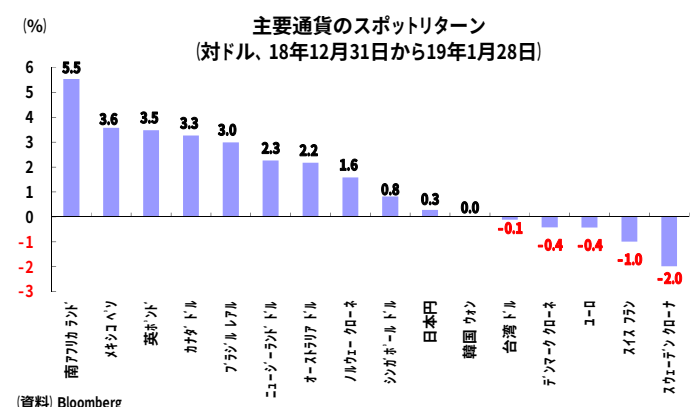
2019 年の最初の 1 か月は欧米金融政策を材料として為替・金利が動くような時間帯が殆ど見られなかった。ドル/円相場は動かす「次のトリガー」としては何が考えられるか。現状、市場にとって FRB の利上げは「終わった話」のように扱われており、利下げを見込む向きまで出始めている。今後、ドットチャートの切り下げを受けても大きなショックにはならない展開もあり得るだろう。今後、米金融政策絡みで新味のあるショックがあるとすれば、現行のバランスシート縮小路線に変調が見られた時か。昨年半ば以降、FRB は断続的に縮小戦略の見直しを示唆しているが、未だ市場のコンセンサスにはなっていない。準備預金への需要超過をけん制するために B/S 戦略の修正をしたいというのが FRB の本音だが、市場の一部では株価ファーストという思惑（誤解）に結びつける向きも。実際に決定されれば、誤解に基づいて株やドルが上がりかねない。

～結局、「行って来い」だった 1 月のドル/円相場～

早くも 2019 年の最初の 1 か月が終わろうとしている。この 1 か月はずばり「巻き戻し」の月だった。昨秋以降、FRB の基本姿勢がハト派化し、それに伴って米金利やドルの下落が進んだが、続報に限られたこともあって、「とりあえず自律反発の動きが優勢になった」という整理だろう。周知の通り、この 1 か月で世界経済に対する認識が大きく反転するような材料があったわけではない。例えば、NY ダウ平均株価や原油価格について言えば、直近安値から戻してはいるが、10～12 月期に負った深手を完全に回復するまでには至っていない（右図・上）。また、為替市場に目をやれば（右図・下）、戻りが大きかった通貨は資源価格との相関が高そうな新興国通貨や合意無し離脱の懸念がやや遠のいた英ポンドである（なお、新興国通貨の中では実質金利の高さが意識される傾向も垣間見られた）。欧米金融政策を材料として為替・金利市場が動くような時間が殆ど見られなかったのが 1 月であり、これが年内の潮流として根づくという期待は持つべきではないだろう。とりわけドル/円相場については正月早々の混乱を経て、結局は年末並みの水準に戻っており、振り返っ



(資料) Bloomberg ※1: LME銅3か月先物、※2: Bloomberg/Barclays Global HY Total Return Index

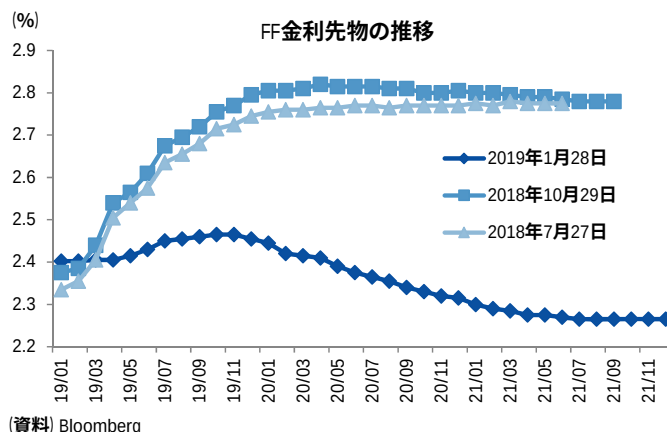


(資料) Bloomberg

てみれば「往って来い」で新しい 2 月を迎えることになる。結局、主要通貨が方向感を見出すには材料難ということだろう。

～「次のトリガー」としてのバランスシート縮小について～

では、「巻き戻し」を終えたとして、ドル/円相場は動かす「次のトリガー」としては何が考えられるか。昨日の本欄でも言及したように、既に金融市場にとって FRB の利上げは「終わった話」のように扱われており、利下げを見込む向きまで出始めている。もう金利に関するニュースフローはドル/円相場の方向感に影響を与えないという見方もあるだろう。筆者は影響が皆無だとは思わないが、確かにここまで織り込みが進んで



(資料) Bloomberg

しまうと、ドットチャートの切り下げを受けても大きなショックにはならない展開もあり得る。とすれば、新味のあるショックがあるとすれば、現行のバランスシート縮小路線に変調が見られた時だろうか。

この点、1 月 26 日の WSJ 電子版が『FRB のバランスシート (B/S) 縮小、想定より早期終了か』と報じているが、今のところ、米金利もドル相場も殆ど反応していない。これは元々 B/S 縮小に係る議論は断続的にパウエル FRB 議長発言や FOMC 議事要旨にも現れているからかもしれない。例えば昨年 12 月 FOMC 議事要旨では「何名かの参加者が、準備預金が長期水準に達するに伴って縮小ペースを減速させるとコメントした (Some participants commented on the possibility of slowing the pace of the decline in reserves in approaching the longer-run level of reserves)」との記述があった。なお、このほかにも「FRB の市場操作が準備預金需要曲線の平坦な部分 (準備預金需要が安定している部分) で行われるために、準備預金額に十分なバッファを持たせることが適切 (it might be appropriate to instead provide a buffer of reserves sufficient to ensure that the Federal Reserve operates consistently on the flat portion of the reserve demand curve)」という表現があった。要は、FRB は、これまでの B/S 縮小にともなって準備預金への需要がひっ迫しかねない状況を視野に入れ始めているということである。こうしたトーンは昨年半ば以降、断続的に見られている。

～株価ファーストという「誤解」を招く B/S 縮小戦略～

しかし、こうして話題には挙がっていても、B/S 縮小戦略の修正は未だ市場のコンセンサスと言えるまでには昇華されていない。それゆえ、実際に事態が動けばドル/円相場も何らかの動意づく可能性はある。それは、どちらかと言えば、株式市場を中心としてリスクオンムードを助長するものとなるだろう。だが、上述したように、FRB は株価のために B/S 縮小に配慮したいわけではない。あくまでも性急な B/S 縮小ペースの結果として準備預金が過小になり、短期金融市場において金利が想定外に上振れしてしまう展開をけん制するのが主目的である。FRB と (株式) 市場は B/S 縮小ペースの減速・停止というテーマを共有しているものの、背景事情は誤解が交錯している

だが、株式市場のハト派願望が渦巻いているところに、B/S 縮小戦略の修正という話が入ってく

ると、どうしても株価ファーストの政策を米国の政府・中央銀行が模索しているとの思惑（誤解）が先行し、ドル/円相場が押し上げられやすくなる恐れはある。米金融政策とドル/円相場の関係性を議論するにあたっては、そうした論点が目先の注目点となってくるだろう。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを掘るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鑑寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？