

みずほマーケット・トピック(2019年2月18日)

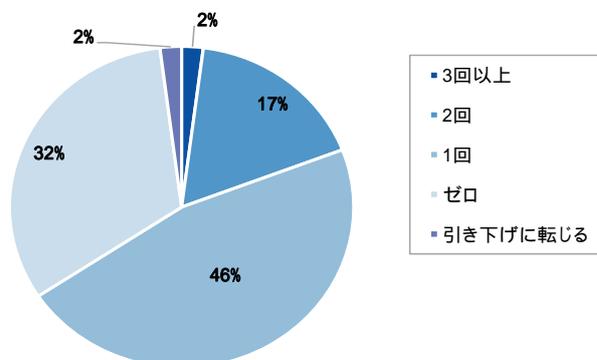
停滞する日米欧中銀への期待と為替相場

QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞」では日米欧金融政策に関し、外為市場参加者の思惑が調査されている。結果は総じて、日米欧三極の中央銀行の基本姿勢に関し「ハト派へ傾斜する」という思いが概ね反映されたものだったが、それでも FRB とそれ以外(ECB と日銀)に対する期待の格差は依然小さくないという実情も見て取れた。例えば、年内の米利上げに関し、「1回以上の利上げ」を見込む向きが依然60%以上も存在した。一方、ECB や日銀に対する予想は多くが現状維持であり、外為市場参加者の日米欧中銀に対する思惑は「利上げするFRB、現状維持のECB と日銀」という構図に集約されていることが分かる。しかし、こうした思惑の結果としての為替予想は円高派・円安派が拮抗。FRB に利上げを期待するとは言っても、その継続性に自信を持つ向きが多いわけではなく、「金融政策がドライバーになりきれない」状況が透けて見える。ドル/円相場が動意づくためには「3月のFRB利上げ」や「バランスシート縮小停止」といった、市場予想とは距離のある政策決定が必要になりそう。

～依然強い米国に対し動けない日欧～

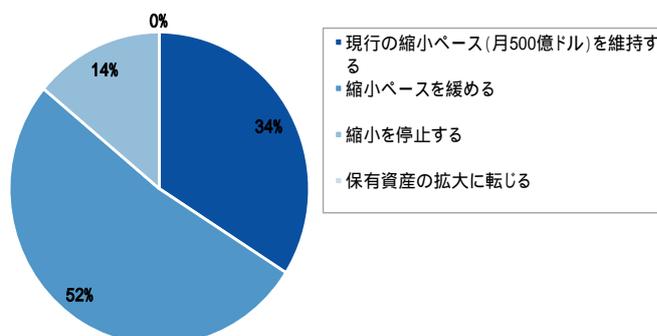
今朝発表された QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞(調査期間:2月12～13日)」では日米欧金融政策の先行きに関する、外為市場参加者の思惑が調査されている。その結果が、為替相場、とりわけドル/円相場の現状と展望を理解する上で示唆に富んでいたため紹介してみたい。結果は総じて、日米欧三極の中央銀行の基本姿勢に関し「ハト派へ傾斜する」という思いが概ね反映されたものだったが、それでも為替市場参加者の受け止めに関し、FRB とそれ以外(ECB と日銀)の差は依然色濃いという実情も見て取れた。具体的には、「FRB は2019年に政策金利を何回引き上げると予想しますか」との問いに関し、「1回以上の利上げ」を見込む向きが依然60%以上も存在している(右図・上)。周知の通り、FF金利先

FRBは2019年に政策金利を何回引き上げるか？



(資料) QUICK月次調査 外為

FRBは2019年に保有資産の縮小をどのように進めるか？



(資料) QUICK月次調査 外為

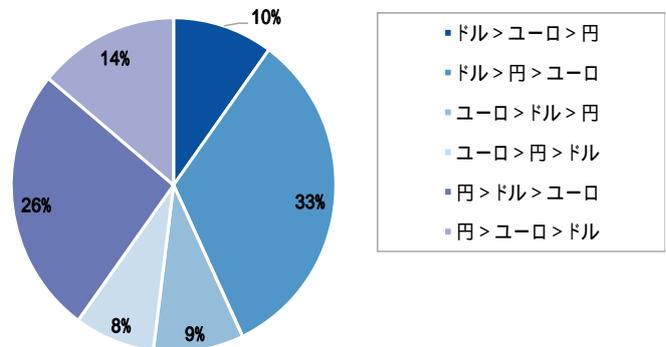
物市場では既に利下げの織り込みまで始まっていることを思えば、未だに「次の一手」として利上げを期待する向きが多い点は、やや意外感を覚える。とはいえ、そうして利上げを予想する向きも90%弱が今年9月までにこれを済ませると考えており、やはりその継続性について強気を保つ向きは少なそうである。なお、「FRBは2019年に保有資産の縮小をどのように進めると予想しますか」との問いに対しては、保有資産残高の縮小については60%以上が縮小ペースの減速か縮小路線の停止と回答しており(前頁図・下)、先週、ブレイナードFRB理事が年内の縮小停止に言及したことを思えば、もはやこれは市場参加者にとって既定路線になっていると思われる。

一方、日欧中銀に対する期待は皆無に近い。例えば声明文のフォワードガイダンスにおいて2019年夏終了後の利上げ可能性をほのめかしているECBについては、実に80%弱が金利の据え置きを予想しており、多くの為替市場参加者がガイダンスのメッセージについて真に受けていないことが分かる。これは足許から1年先までの利上げを織り込んでいないユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)の先物市場の思惑とも整合的である。また、日銀についても70%弱が現状維持を見込んでおり、ECBと類似の予想形成が為されている。要するに、外為市場参加者の日米欧中銀に対する思惑は「利上げするFRB、現状維持のECBと日銀」という構図に集約されそうである。

～金融政策がドライバーになれない現状～

こうした金融市場への思惑を反映した為替予想はどうか。ドルと円のペアだけに着目すれば、「ドル>円」が計52%、「円<ドル」が計48%という結果であり、円安を期待する向きの方が円高を期待する向きよりも多いが、ほぼ互角である(図)。円安期待の方が若干強いのは、FRBについて「1回以上の利上げ」を見込む向きが60%以上も存在していることと無関係ではあるまい。とはいえ、その継続性にも自信を持ってないことから「ドル買い

2019年末の米ドル、ユーロ、日本円の強弱関係をどう予想するか？



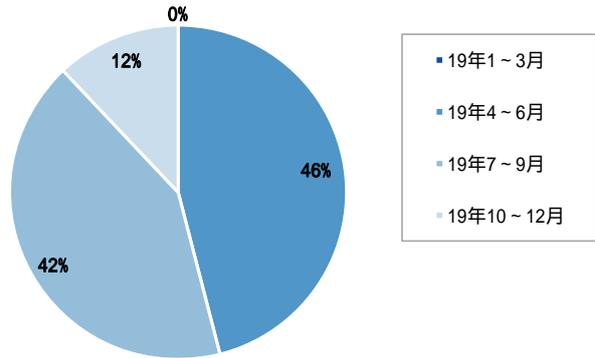
(資料) QUICK月次調査 外為

も悩ましい」という現状に繋がっていると見受けられ、結果、円安・円高の予想が拮抗しているのだと想像する。結局、現状のドル/円相場は「金融政策がドライバーになりきれない」状況と見受けられ、日米金利予想の変動で水準が変わる雰囲気はない。近い将来に訪れる大きな政策修正としてはFRBの「バランスシート縮小ペースを減速」が思い当たるが、前頁で見たように、既に半分以上(52%)の為替市場参加者がこれを見込んでいるためショックにはなり得ないだろう。しかし、「縮小の停止(14%)」は未だ10%程度であるため、縮小停止にまで事態が至ってくれば再び米金利低下を受けたドル安が進む余地はあるかもしれない。

ちなみに、今後の米利上げを期待する向きにおいても、それが「1~3月期」と回答した割合はゼロ%だった(次頁図)。年明け後の株価の戻りなどに気分をよくしたFRBが3月利上げに踏み切るようなことがあれば、かなりのドル買いショックとなろう(声明文上、実質的には利上げ停止宣言を

している)ので基本的には起こりえないことだが)。また、裏を返せば、これらの回答結果は為替市場参加者の多くは1~3月期を乗り切れば再び利上げチャンスが巡ってくると思っているようにも読める。果たして1~3月期をそのような「ソフトパッチ」と見なし、その後の復調を当然視することが適切な予想となるのかどうか。これもまた不確実性が高い論点であろう。為替市場参加者の多くは依然として「2019年の米利上げなし」とまでは思っていないのであり、この点に円高・ドル安が進む芽が潜んでいるように筆者は考えている。

FRBの最初の利上げ時期はいつになるか？



(資料)QUICK月次調査 外為

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2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない伊伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
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1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
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年見直し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真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、世界経済の動所～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」が勢いづかない理由
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ポンド相場
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(米中間選挙の見直しへの影響～不透明感後退も見直し大勢に影響なし～)
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の挙動～
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動所～)
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」が勢いづかない理由
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～庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と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	ベース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～エ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～