

PRAEVIDENTIA DAILY (3月6日)

昨日までの世界：カナダドルが金利差とのギャップを埋めに行く

昨日は、カナダドル、ポンド、豪ドル、NZ ドルなどが対米ドルで上昇したのが特徴的だった。注目度が高かった米 ADP 民間雇用統計 (+13.9 万人) と ISM 非製造業景況指数 (51.6) はいずれも市場予想を下回り、米ドル安圧力がかかった面もある。特に ISM 非製造業景況指数の雇用指数が 47.5 と前月の 56.4 から大きく悪化し、連動性が高く非農業部門雇用者数増加の大半を占めるサービス業雇用が伸びないリスクを高めている。ドル/円相場は、ウクライナ情勢緊迫化後退の余韻が続き NY 時間入りにかけて一時 102.55 円へ続伸、ADP 民間雇用の予想比下振れは無視したかたちだったが、その後の ISM 非製造業の下振れとそれを受けた米長期債利回りの低下はさすがに無視できず反落、結局 103 円程度のレンジ上限トライまで行かなかった。なお、米地区連銀報告では、ニューヨークとフィラデルフィアで経済活動の小幅減少が報告されたが、悪天候の影響とされ、全体としての判断は拡大継続が維持されたため、市場への影響は限定的となった。

カナダドルは、これまでウクライナ情勢緊迫化の際に売り圧力を受けており、前日は緊迫化の一時的後退を受けても反発していなかったが、昨日は少しずつ買い戻され、そしてカナダ中銀金融政策発表後、市場予想通り政策変更は行われなかったものの買い戻しの動きが強まり、対米ドルで 1.11 ドル近辺から一時 1.1029 ドルへ上昇した。声明文の内容がこれまでの経済指標改善 (GDP、CPI など) を受けて強めだったほか、前回は「最近のカナダドル安が輸出を下支えするはずだ」としてカナダドル安選好をにじませていたのが、今回は輸出が想定より若干強かった、と述べるに留まり、カナダドル安に言及しなかったことも背景にあるとみられる。

ポンドは、カナダドルと同様に前日のウクライナ情勢緊迫化後退の恩恵が遅れて出たとみられるほか、英 PMI サービス業が 58.2 と市場予想 (58.0) を若干上回ったこともあり、上昇した。豪ドルは、豪 4Q GDP が前期比 +0.8% と市場予想を上回ったほか、中国全人代で今年の成長率目標が 7.5% と、一部の引下げ期待 (7.0% との見方も多かった) よりも高く前年から据え置きとなったことから、中国の高成長から恩恵を受け易いとして、NZ ドルと共に豪ドルへの買い圧力が強まった面もあった。

豪 GDP は前年比が +2.8% と米国 (+2.5%) を明確に上回ったことが重要で、今年の豪州経済減速・米景気加速期待を受けた米国のキャッチアップ・追い越しによる豪ドル/米ドルの下落というシナリオを揺るがすことになる。因みに日本の 4Q GDP の前年比は +2.7% で、豪州は日本をも上回ったかたちだ。豪州では雇用情勢が悪化を続けており、また今年後半以降に資源関連の設備投資が大きく減少することが見込まれているため、足許で経済指標が強くても年内利上げ開始の可能性は高まらないが、一部に残る利下げ期待に修正を迫るかたちとなり、豪ドルは短期的に上がり易くなった。

中国の GDP 成長率目標 7.5% と高めの設定となったことは、2月 22-23 日開催の G20 財務相・中銀総裁会合時の周・中国人民銀総裁発言 (中国は 7-8% の成長率を目指している) を思い起こさせる。中国当局が明確な減速を目指しておらず 8% 成長の可能性すらあるとすると、足許の中国経済指標において、製造業 PMI の悪化よりは、新規融資額の急増の方が、政府の意図を明確に捉えているのかもしれない。これはアジアの輸出立国である韓国、台湾、マレーシア等にとってポジティブであり、主要通貨では豪ドルや NZ ドルが恩恵を受け易い。更に、より広い視点からは、昨年以降の世界金融市場における「新興国から先進国へ」という投資テーマにも再考を促すこととなる。これは米景気の加速と中国経済の低成長目標見通しのアンサンブルが前提だったが、米景気が悪天候で想定ほど加速していない上、中国が低い成長を目指さないとすると、前提が大きく狂う。これはドル買い圧力の後退の一方、新興国市場への売り圧力を弱めるため、世界金融市場にとっては安定要因となる面がある。勿論、中国でシャドーバンキングなど数ある問題が急速に悪化しない、というのが前提となる。

主要通貨ペアの前営業日比変化率と、連動性が高い金利・株価・商品市況の変化

	変化率	米日2年金利差	米2年金利	日2年金利	米日10年金利差	米10年金利	日10年金利	米株価	日株価	原油WTI	原油Brent
ドル/円	+0.1	+0.00	+0.00	-0.00	-0.01	+0.01	+0.02	-0.0	+1.2	-1.8	-1.4
	変化率	独米2年金利差	独2年金利	米2年金利	独米10年金利差	独10年金利	米10年金利	欧株価	米株価	原油Brent	西伊の対換格差
ユーロ/ドル	-0.1	+0.01	+0.01	+0.00	-0.00	+0.01	+0.01	+0.1	-0.0	-1.4	-0.07
	変化率	英米2年金利差	英2年金利	米2年金利	英米10年金利差	英10年金利	米10年金利	英株価	米株価		
ポンド/ドル	+0.3	+0.00	+0.00	+0.00	+0.01	+0.02	+0.01	-0.7	-0.0		
	変化率	豪米2年金利差	豪2年金利	米2年金利	豪米10年金利差	豪10年金利	米10年金利	米株価	中国株価	CRB	
豪ドル/米ドル	+0.4	+0.06	+0.06	+0.00	+0.05	+0.06	+0.01	-0.0	-0.9	-0.1	
	変化率	NZ米2年金利差	NZ2年金利	米2年金利	NZ米10年金利差	NZ10年金利	米10年金利	米株価	中国株価	CRB	
NZドル/米ドル	+0.3	+0.00	+0.00	+0.00	+0.03	+0.04	+0.01	-0.0	-0.9	-0.1	
	変化率	米加2年金利差	米2年金利	加2年金利	米加10年金利差	米10年金利	加10年金利	米株価	原油WTI	CRB	
米ドル/加ドル	-0.6	-0.01	+0.00	+0.01	+0.00	+0.01	+0.01	-0.0	-1.8	-0.1	

(注) 為替相場、株価および商品価格は前営業日比変化率、金利は前営業日比変化幅(%ポイント)。

きょうの高慢な偏見：ECBは冒険より傍観、ユーロ高バイアス

本日の指標、イベント	時刻	前期	市場予想	備考
Fisher ダラス連銀総裁発言	9:00			ややタカ派、投票権あり
豪1月貿易収支・豪ドル	9:30	+4.68億	+1.00億	
豪1月小売売上高・前月比	9:30	+0.5%	+0.4%	
Williams サンフランシスコ連銀総裁発言	10:30			ややハト派、投票権なし
英2月ハリファクス住宅価格・前年比	17:00	+7.3%	+7.3%	
EU 緊急首脳会合	19:30			ウクライナ問題
英 BoE 金融政策決定・政策金利	21:00	0.50%	0.50%	
同・資産購入プログラム・ポンド		3750億	3750億	
ECB 金融政策決定	21:45	0.25%	0.25%	
同・中銀預金金利		0.00%	0.00%	短期金利の下限を規定。
Dudley・NY 連銀総裁発言	22:15			ハト派、投票権あり
Draghi・ECB 総裁定例記者会見	22:30			
米新規失業保険申請件数	22:30	34.8万件	33.6万件	
Plosser フィラデルフィア連銀総裁発言	3:00			タカ派、投票権あり
Stevens・RBA 総裁議会証言	7:30			

(出所) プレビデントティア・ストラテジー作成

本日は ECB 政策理事会で何らかの金融緩和措置があるかが最大の焦点となる。インフレ率が低水準とはいえ毎月連続して低下している訳ではない中で、景気指標が予想比上振れ傾向にあることから、景気改善によるデイスインフレ緩和効果を期待して、今回のところは今後の対応余地を狭める追加緩和は行わない、というのがメインシナリオで、この場合ユーロ/ドルは再び 1.38 ドル台乗せを目指すだろう。米経済指標が芳しくないことも、ドル安を通じてユーロ/ドルを下支えている。

同時に、市場では一部に追加緩和措置を予想する向きがあり、何らかの追加緩和が行われる場合、ユーロは一時的に下落するだろうが、ECB は緩和措置を小出しにするほか、量的緩和のような終わりが見えない無制限の緩和策を取ることが現状難しいため、売り安心感がない。このため、ユーロ下落は一時的となるだろう。量的緩和を行わないことによる中長期金利の高止まりと、インフレ率低下を受けて、ユーロ圏の実質金利は日米対比で上昇していることがユーロを下支えるという、かつての円高のような状況が続くだろう。緩和措置としては以下が考えられる：

- ① **政策金利引下げ**：市場では現在の 0.25% から 0.15%、あるいは 0.10% への利下げを予想する向きが少数派ながら存在する。前回 11 月の利下げ時のようなサプライズでもユーロ安が一時的であったことを考えると、一部に予想されており、かつ幅が小さい利下げは、实体经济およびユーロへの影響は、あっても非常に限定的だろう。なお、ゼロ% までの利下げでなければ、中銀預金金利はマイナスにする必要性はない。
- ② **不胎化措置の取り止め**：過去の国債買取プログラム (SMP) で購入した際の資金放出を、ECB はこれまで

吸収（不胎化）してきたが、吸収せず放置すること（非不胎化）。これまでは独連銀などが非不胎化に反対してきたが、最近では Weidmann 独連銀総裁が 2 月 23 日の G20 会合後に、「新たな手段を考案せずに流動性を市場に注入する手法を議論するとすれば、最も簡単な方法は流動性吸収を停止するか、規模を縮小するかいずれかだろう。これなら歪が最も小さく、実施も容易だと思う」と述べるなど容認姿勢を示している。2 月末現在、SMP で保有する債券は 1757 億ユーロあり、これが流動性供給の限度となる。どの程度金額まで、どの程度のペース（月額いくら）で非不胎化されるかによるが、これが中では最もユーロ下押しインパクトが大きいとみられる。

- ③ **民間セクターの融資債権購入**：これはかつて Fed が行った「信用緩和」に近いもので、1 月 27 日のダボス会議で Draghi 総裁がデフレ対策として家計・企業向け融資債権の証券化商品の購入に言及したことから注目を集め出した。もっとも、融資債権の購入規模は、その市場規模（ECB が購入できる規模）や流動性が国債ほど大きくないとみられ、当初は限定的になることから、ユーロ売り圧力は限定的だろう。
- ④ **中銀預金金利のマイナス化**：ECB では政策金利の上下に、短期金利の変動範囲を事実上規定し金利の振れを抑えるためにコリドーを設定しており、その下限に相当するのが中銀預金金利で、現在ゼロ%だ。これをマイナス化すれば、ユーロ建て預金を持つことにコストが生じるため、コストが生じない他国通貨へ一部資金が流れるかたちでユーロ安をもたらす可能性がある。但し、この実体経済への効果は不透明で、かつ民間銀行がマイナス金利導入を迫られる場合、過度の預金流出が生じ銀行業務に支障を来すリスクがある。マイナス金利導入でユーロ安になる場合、こうした景気や金融セクターへの悪影響も意識された「悪いユーロ安」となるリスクがある。ECB 内でも、Coere 理事がマイナス預金金利を検討していると 2 月 12 日に発言したほか、Visco 伊中銀総裁も前向きな姿勢を示している一方、Weidmann 独連銀総裁やその他多くの理事、各国中銀総裁らは予期せぬ副作用への警戒からマイナス化に慎重姿勢だ。また現状、こうした冒険を冒さねばならないほど状況が切迫している訳ではないため、今回は見送られる可能性が高いだろう。

ドル/円は、昨日発表の ADP 民間雇用統計が低調だったことや、ISM 非製造業の雇用指数が 50 以下へ悪化したことなどから、金曜の非農業部門雇用者数が本当に悪いのかを見極めるまで動きにくく、102 円前後で方向感が出にくい展開となるだろう。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社

金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641