

PRAEVIDENTIA DAILY (3月19日)

昨日までの世界：クリミアに絞った併合と欧米の反応の鈍さがリスク回避後退に

昨日は、クリミア共和国を巡るロシアの動きに左右される展開となった。Putin ロシア大統領演説に向けた欧州時間はリスク回避の動きから、ロシアルーブルが下落、米長期債利回りの軟化につれてドル/円は昨日の上昇をほぼ相殺するかたちで再び101円台前半へ軟化した。その後、Putin 大統領は演説後に淡々とクリミア共和国と編入条約に署名したが、ウクライナの更なる分割は望まない、と述べ、クリミア共和国に加えてウクライナ東部のロシア系住民が多い地域の更なる併合・編入に慎重な姿勢を示し、欧米も現在のところ強力な追加制裁に踏み切っていないことから、リスク回避姿勢が後退し、ロシアルーブルが大きく反発、米株価が上昇する中で豪ドルやNZドルが上昇した。金価格も昨日は対ドルで軟調に推移している。

この間、ドル/円は米長期債利回りが一時的に反発したことから再び101円台後半に反発する局面もみられたが、その後は米長期債利回りと共に再び反落、101円台前半で引けている。ルーブル、豪ドル、NZドルや株価がリスク回避後退を示した一方、米長期債利回りやドル/円はリスク回避姿勢の若干の強まりを示しており、ややまちまちな動きとなっている。

米経済指標では、住宅着工件数は90.7万件と市場予想を下回ったものの前月計数がそれ以上に上方修正されたほか、天候の影響を受けにくいとされる建設許可件数は101.8万件と市場予想を大きく上回り、全体としてはポジティブといえ、株価の下支え要因となったようだがドル/円への影響は限定的だった。なお、CPIは総合指数が前年比+1.1%と市場予想を若干下回ったものの、コアCPIが+1.6%で横ばいとなり、市場予想下振れは逃れたため、デイスインフレ懸念には繋がらなかったようだ。

ユーロ圏では、独ZEW期待指数が46.6と前月および市場予想を大きく下回ったことから、ユーロ/ドルが一時下落する局面がみられたが、むしろその前後のPutin 大統領演説とロシアの動きを巡る思惑の方が大きく、引けにかけてユーロは反発した。

この間、カナダドルは、Polozカナダ中銀総裁が1-3月期成長率の予想比下振れと利下げの可能性に言及したことから大きく下落し、対米ドルで1.1050ドル近辺から一時1.1146ドルへ上昇、他の主要通貨をアンダーパフォームし、2月後半以降のレンジ上限（カナダドル下限）に達してきている。

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	-0.3	-0.01	-0.01	-0.00	-0.02	-0.02	-0.00	+0.7	+0.9	+1.7	+0.5
	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	西伊の対独格差
ユーロ/ドル	+0.1	+0.02	+0.00	-0.01	+0.02	+0.00	-0.02	+0.8	+0.7	+0.5	-0.01
	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	+0.01	-0.01	-0.01	+0.01	-0.00	-0.02	+0.6	+0.7		
	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	+0.05	+0.04	-0.01	+0.06	+0.04	-0.02	+0.7	+0.1	+0.6	
	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	+0.7	-0.03	-0.04	-0.01	+0.09	+0.07	-0.02	+0.7	+0.1	+0.6	
	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	+0.8	+0.01	-0.01	-0.02	+0.01	-0.02	-0.02	+0.7	+1.7	+0.6	

(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)。

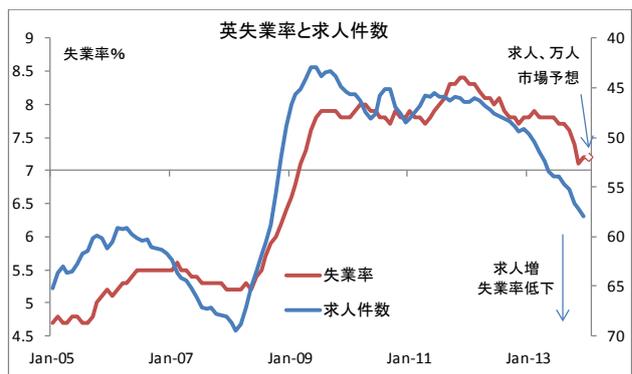
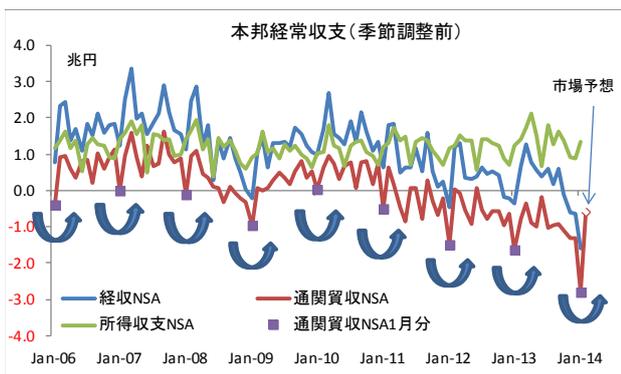
きょうの高慢な偏見：ガイダンス変更より景気判断に注目

きょうの指標、イベント	時刻	前期	市場予想	備考
本邦2月通関貿易収支・円	8:50	-2兆7917億	-6000億	季節調整前
同輸出・前年比		+9.5%	+12.5%	
同輸入・前年比		+25.1%	+7.2%	
木内日銀審議委員発言	11:10			相対的に追加緩和慎重派
黒田日銀総裁発言	14:00			
南ア2月総合CPI・前年比	17:00	+5.8%	+5.9%	
同コアCPI・前年比		+5.3%	+5.3%	
Visco イタリア中銀総裁発言	18:00			ハト派
BoE 議事要旨	18:30			
英1月失業率	18:30	7.2%	7.2%	
英 Osborne 財務相、予算演説	21:30			
佐藤日銀審議委員発言 (米 NY)	不明			相対的に追加緩和慎重派
Jordan スイス中銀総裁発言	2:45			
FOMC・月間資産購入額	3:00	650億ドル	550億ドル	
Yellen 議長記者会見	3:30			
NZAQGDP・前期比	6:45	+1.4%	+0.9%	

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

ロシアによるクリミア併合を受けて欧米の対応が出てくるかが若干注目されるものの、市場の関心はやや後退するかもしれない。本邦2月通関貿易収支が注目で、1月は3兆円近い史上最大の赤字を記録したが、2月は季節的に赤字が縮小するほか、1月分の反動が市場の想定以上に出る可能性があり、予想以上の赤字縮小＝円高圧力に注意したい(下図を参照)。特に、2012年第4四半期以降のアベノミクスの下で円安が始まって1年半経ち、そろそろJカーブ効果と言われる円安の貿易収支改善効果が出てくる可能性があることから、輸出の上振れ/輸入の下振れを伴う予想以上の赤字縮小の場合には、今後の円安圧力後退要因となるため、注目材料だ。特にウクライナ情勢が一時的にせよ沈静化していれば、貿易収支を含む経済指標への注目度も相対的に高まっているはずだ。

英失業率も再び低下に向かえばポンド買い圧力となる。BoEは失業率がフォワードガイダンスで利上げ検討開始の目途としていた7.0%に近づいたため2月にフォワードガイダンスを変更、失業率ではなく「余剰生産力」が存在する限り低金利と量的緩和を継続するとしたが、失業率も余剰生産力の指標の一つであることから、再び低下に向かえば、利上げ開始時期に関する期待が早まり、英金利上昇と共にポンドが上昇するだろう。現在、市場では2015年1-3月期の利上げ開始予想が多数派となっているが、一部に今年10-12月期とみる向きもある(「G4中銀の金融政策フォワードガイダンスの比較」を参照)。



今回 FOMC における注目点はフォワードガイダンスがどのように変更されるかだが、変更されてもされなくても、現在の金融政策スタンスを修正するものとはならないため、ドルへの影響は殆どないとみていいだろう。米国では失業率がこれまで数値基準となっていた6.5%に近づき、前回1月FOMC議事要旨で既にガイダンス変更が議論されたことが示され、Williams サンフランシスコ連銀総裁、Bullard セントルイス連銀総裁、Dudley・NY 連銀総裁など多くの高官が数値目標をなくし質的・定性的なガイダンスに変更すべきと発言してきたことから、今回、現在のフォワードガイダンス(失業率が6.5%を下回っても、インフレ率が2%を下回る限り超低

金利継続が適切)を失業率だけでなくより広範な労働市場関連指標や経済全般に結び付け、より主観的な判断に切り替えるとみられている。米国と同様に 7.0%の失業率基準が近づいたためフォワードガイダンス変更を迫られた BoE は、「余剰生産力」が存在する限り低金利と量的緩和を継続する、としたが、米国もこれを真似する可能性もある。但し、こうした変更があるとしても、景気判断が大きく変更されなければ、利上げ開始までの期間の長期化ないし短期化を意図するものとはならず、米金利やドルへの影響はないだろう。

なお、多少の経済指標の強弱にも拘らず 100 億ドルの資産購入ペース縮小は淡々と行われる可能性が非常に高く、こちらも材料とはならない。多くの Fed 高官が、資産購入縮小ペース変更のハードルはかなり高い、と異口同音に述べている。今回、唯一金融市場に影響がありそうなのは景気判断で、年末年始の経済指標の悪化が悪天候によるものだけではない、という認識が示される場合には、米長期債利回り低下とドル/円の下落に繋がるとみられるが、それでも資産購入縮小ペースの変化には繋がらない可能性が高いことから、反応は大きなものにはならないだろう（[最近の Fed 高官発言](#)も参照）。

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おります。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