

PRAEVIDENTIA WEEKLY (8月16日)

G4 通貨：年内のカタリスト・リスト

<要約>

日米欧で金融政策面からの動きが出にくくなっている中、夏季休暇シーズン中ということもあり、G4 通貨は行き場を失っているかに見える。このため、年末までの各通貨の変動要因となりそうな注目材料(カタリスト)を列挙し纏めておく。中では、米国のインフレ率、日本の GDP と追加消費税の有無、ユーロ圏の五月雨式テルトロ、そして英国では賃金が特に注目だ。

ドル/円：Abe ノミクスから Yellen ノミクスへ

メインシナリオは、夏場は日米いずれの金融政策も動きがない中で地政学リスクの高まりを受けた米長期債利回りの低下により 100 円割れの可能性もあるが、その後はテーパリングが終了する 10 月 FOMC 後に米 Fed の利上げ開始時期に関する議論が高まり、米 2 年債利回りの上昇主導でドル高の側面が強まりドル/円が上昇に向かう、というものだ。いわばアベノミクス・円安相場から、Yellen ノミクス・ドル高相場への転換だ。早ければ 9 月 FOMC、あるいは遅くとも 12 月 FOMC までに、利上げ開始や Fed のバランスシート縮小に向けた「出口戦略」の概要が発表される可能性が高く、そうした準備が早いほど、経済指標次第で利上げ開始時期に関する期待が前倒しされ易くなることから、ドルが下支えされよう (G4 通貨の年内注目イベントとインプリケーションは 3 頁目の表を参照)。

米国要因：FOMC、インフレ、中間選挙

この間、米経済指標が雇用者数を始めとして全般的に改善が続くことが前提条件となるが、中でも出遅れているインフレ率(特にコア PCE デフレーターだが、連動性が高いコア CPI やコア PPI への注目度も次第に高まる公算)が 2%に向けて上昇を続ける、というのが必要条件となる。

米中間選挙(11月4日)では、下院における野党共和党過半数は変わらないとみられる一方、上院で与党民主党が多数を維持できるかが焦点だが、最近では共和党優位との見方が強まっているようだ。上下両院で共和党が多数となる場合、財政問題を始めとする経済政策、ひいては政権運営全般の困難度が高まるとの見方(民主党である Obama 大統領との「ねじれ」)から、一時的にドル売り圧力がかかるリスクがある。但し、共和党内部ではこれまで政府機関閉鎖や連邦債務上限引上げ交渉の難航などを招いた茶会党(Tea Party)の勢力が弱まっている模様で、そうした結果となれば上下両院で共和党が過半数となっても、政府機関閉鎖や債務上限引上げ失敗リスクはむしろ低下するため、必ずしもドル売り要因ではない。

本邦要因：3Q GDP、消費税、追加緩和、GPIF

本邦 7-9 月期 GDP (11月17日発表)とそれを踏まえた来年 10 月からの消費税再引上げ是非の決定、およびそれに絡んだ日銀追加緩和の有無(11月19日、12月19日)が焦点となる。現在の政府・日銀のシナリオに基づけば 4-6 月期の -6.8% の大幅落ち込みの後、7-9 月期はプラス回復が見込まれており、市場予想(前期比年率 +2.5% 程度)を大きく下回らなければ追加の消費税が決定され、日銀の追加緩和は必ずしも必要ないことになり、円高リスクとなる。

他方、7-9 月期 GDP が弱い内容で、2015 年度のインフレ目標 2% 達成シナリオが危うくなったり、追加緩和による景気支援なしでは追加増税が困難な情勢となる場合には、追加緩和期待が強まり、円安圧力となる。7-9 月期 GDP 発表後の追加緩和への伏線として、日銀半期展望レポート公表(10月31日)におけるインフレ率見通し(7月時点：15年度前年比 +1.9%)の下方修正の有無も注目度が高い。なお、直近 8 月の決定会合で日銀は輸出・生産の景気認識を下方修正し、日銀の GDP 成長率見通しの下方修正のリスクが高まっているが、成長率見通しの下方修正は必ずしもインフレ予想の下方修正には繋がらない点、注意が必要だ。

もう一つ、公的年金(GPIF)運用改革関連法案が今秋の臨時国会で審議・可決されると、外貨資産積み増し期待からドル/円の下支え要因となろうが、短期間で大規模な資金シフトは望み難しく、どちらかという市場の失

望を誘う可能性が高く、若干の円高要因とみている（詳細は 8 月 10 日付当社週次レポート「[円：GPIF パラドックス](#)」を参照）。

ユーロ：テルトロ、包括的審査、量的緩和

ユーロは、債務危機時のマイナス成長からの回復一服、低インフレ継続を背景とした ECB の断続的な資金供給（TLTRO、テルトロ）および将来的な量的緩和措置導入への期待もあって、下落が続くというのがメインシナリオだ。年末にかけて対ドルで 1.30 ドルへ下落するとみている。重要イベントとしては、**9 月 18 日、12 月 11 日に実施される合計 4,000 億ユーロ（約 55 兆円）のテルトロ実施**だ。この間、過去の長期 LTRO（エルトロ）の返済があることから、ネット資金供給は半分程度となるが、年内の 2 回では終わらず 2016 年央まで四半期ごとに 1,000 億ユーロ規模のテルトロが予定されていることから、持続的なユーロ下押し要因となろう（詳細は 7 月 26 日付当社週次レポート「[EUR：テルトロ、トロトロ](#)」を参照）。

ECB が**量的緩和に踏み切るか否か**は、テルトロ実施を受けてユーロ圏長期債利回りの低下やユーロ下落、そして株高がどの程度になるか、また月次インフレ率（HICP）がどの程度持ち直すか、月次景況感指数（ユーロ圏 PMI など）が今後どの程度悪化するかに依存するが、大きく悪化しない場合には、年内実施の可能性は必ずしも高くないかもしれない。

もう一つ、現在は焦点から外れているが、**銀行のストレステスト・包括的審査結果発表（10 月下旬）**も予定されている。資産査定・ストレステストを厳格に行ったことを示すため、不合格行が複数出る可能性があり、資本増強の必要性が示されると規模によっては銀行株価を中心としたユーロ圏株価の下落とユーロ安要因として材料視される可能性がある。

ポンド：賃金、インフレ報告、議事要旨、スコットランド住民投票

ポンドは英経済の好調や住宅バブルを背景に、先進国でニュージーランドに続き 2 番目に年内に利上げを開始するとの期待が高まったことから、7 月にかけて大きく上昇してきたが、その後調整が入る中で、8 月 13 日発表の BoE 四半期インフレ報告で賃金の低さが強調されたことから一気に早期利上げ観測が後退し、調整色が強まっている。今後、更に調整が進むのか、再び早期利上げに向けて反発に向かうのかは、来週 8 月 20 日発表の **BoE 8 月分議事要旨**を見極めてから判断したいと考えているが、現状では、調整が進んだとはいえ、賃金に明確な上昇の兆しがみられるまでは、積極的なポンドロング造成に妙味はなくなっており、当社のポンド強気見通しも下方修正の必要があるかもしれない。

こうした中、今後 BoE の利上げ開始タイミングおよびポンド反発如何の見極めにとって重要なイベントとしては、**月次週平均賃金（Average Weekly Earnings、AWE。直近 6 月は前年比-0.2%）結果**、および **BoE 四半期インフレ報告（次回 11 月 12 日公表）における BoE の週平均賃金予測**（8 月インフレ報告では 14 年 4Q：+1.25%、15 年 4Q：+3.25%）が最も重要だ。

今後の BoE 利上げ開始時期の判断にあたり、BoE 議事要旨における利上げ票の有無および増加は引き続き注目で、中でもタカ派である Weale 委員、Miles 委員、McCafferty 委員のいずれかが早ければ 8 月 20 日発表の議事要旨で利上げ票を投じたことが明らかになる可能性があり、その場合には一時的にポンド買い要因となる。但し、8 月インフレ報告で賃金上昇率の低さが強調されたばかりなので、仮に利上げ票の存在が確認されても、利上げが多数派になるまでに相当期間かかり、全 9 名のうち 2、3 票の反対票（利上げ票）が存在し続けるという可能性も高まっている点、注意が必要だ（議事要旨については 7 月 5 日付当社週次レポート「[GBP：タカ派の多寡](#)」も参照）。

なお、**スコットランドで英国からの独立の是非を巡る住民投票（9 月 18 日）**が行われる。現在のところ独立反対が優勢で、その場合には不透明感が一旦払拭されポンド買いとなるかもしれない。とは言え、これまでこれを材料にポンド売りとなった局面はなかったため、市場の反応は限定的となろう。もし仮に独立賛成派が多数となる場合、市場のイニシャルリアクションとしてはポンド売りとなろうが、独立したスコットランドがどの通貨を採用するのか（英ポンド継続利用の可能性も）、残存する英国との資産・負債の分割方法など、今後の交渉次第であるものが非常に多いことから、一方向の動きにはならないだろう（詳細は 7 月 19 日付当社週次レポート「[GBP：スコッチお油割は微妙なテスト](#)」を参照）。

表：G4 通貨の年内注目イベントとインプリケーション

	イベント	為替への影響
8月20日	BoE 議事要旨	利上げ票がある場合：GBP↑
9月17日	米 FOMC（記者会見あり）	出口戦略が示される場合：USD↑
9月18日	ECB、第1回テルトロ実施	予定通り 2,000 億€に達する場合：EUR↓
9月18日	英スコットランド独立是非を巡る住民投票	独立反対多数：GBP↑ 独立賛成多数：GBP↓
9月末か10月	本邦臨時国会で GPIF 改革法案審議	通過：JPY↓
10月下旬	ユーロ圏、銀行の包括的審査結果発表	必要資本増強額が大きい場合：EUR↓
10月31日	日銀半期展望レポート	インフレ予想下方修正：JPY↓
11月4日	米中間選挙	民主党が上院過半数維持：USD↑ 共和党が上院過半数獲得：USD↓
11月12日	BoE 四半期インフレ報告発表	賃金予測上方修正：GBP↑ 賃金予測下方修正：GBP↓
11月17日	本邦 7-9 月期 GDP	予想比上振れ：JPY↑ 予想比下振れ：JPY↓
11月19日	日銀決定会合	追加緩和あり：JPY↓ 追加緩和なし：JPY↑
12月11日	ECB、第2回テルトロ実施	予定通り 2,000 億€に達する場合：EUR↓
12月17日	米 FOMC（記者会見あり）	12月だと迅速な準備とは言えず：USD→
年末まで	本邦政府、来年10月の追加消費税の是非判断	増税あり・追加緩和あり：JPY↓↓ 増税なし・追加緩和あり：JPY↓ 増税なし・追加緩和なし：JPY↑ 増税あり・追加緩和なし：JPY↑↑

(注) 月次で予定される経済指標、イベントは除く。

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

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

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないうで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>