

2018年6月15日



FOREX WEEKLY

市場営業統括部

チーフ・エコノミスト 山下えつ子

Tel: +1-212-224-4561 (ニューヨーク)

etsuko_yamashita@smbcgroup.com

【本号のポイント：金融正常化の緩いスピードも重要】

- ・米 FOMC では利上げ実施、ECB 理事会では QE の年内終了が発表された。
- ・米朝首脳会談は北朝鮮の非核化が署名により共同宣言され、ポジティブな結果だった。
- ・米中通商交渉を始め、今後も通商問題の不透明感が残る。

【為替相場の予想レンジ】

	6/8~6/15 の レンジ	6/15~6/22 の 予想レンジ	2018年9月末 予想レンジ	12月末 予想レンジ
ドル/円	109.20-110.85円	110.00-111.00円	110.00-115.00円	110.00-115.00円
ユーロ/ドル	1.1590-1.1851ドル	1.1500-1.1650ドル	1.1600-1.1800ドル	1.1800-1.2000ドル
ユーロ/円	128.11-130.36円	127.50-129.00円	128.00-135.00円	130.00-135.00円

(注：カットオフタイムはNY時間3：00PM)

(データ：Bloomberg)

- ・本号はニューヨーク時間6月14日午後5時までの情報をもとに作成しています。
- ・FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り引き中の営業部/支店にお願い申し上げます。
- ・FOREX WEEKLYは弊社ホームページでもご覧頂けます。<http://www.smbc.co.jp/> 外国為替情報→フォレックス・ウィークリー)

本資料は純粋に情報提供を目的とし、いかなる取引の勧誘や推奨を行うものではありません。本資料は、弊社において、信頼に足りると判断した情報に基づき作成されていますが、その情報の正確性や完全性を保証するものではありません。また資料中に記載されている指標(金利・為替・経済指標等)は過去のものであり、将来を約束するものではありません。尚、予測や見通しについては、その旨を明記しております。記載された意見や予測等は、作成当時の執筆者の見解を示すのみであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、データや数値の抽出範囲や基準は任意で設定している場合があります。弊社は本資料の論旨と一致しない情報を既に発信している場合があります。本資料は投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本資料に記載された内容を投資等にご利用なさる際には、くれぐれもご自身の判断でなさるよう、お願い申し上げます。本資料を使用することにより生ずるいかなる種類の損失についても、弊社は責任を負いません。なお本資料の一部又は全部を問わず、弊行の許可なしに複製や再配布することを禁じます。本資料の内容は、弊行から直接提供されたお客さま限りでご使用くださいますようお願い致します。

金融正常化の緩いスピードも重要

ユーロ圏 ECB の金融正常化への道のりが始まった。今年末で QE は終了する方針が発表され、現在月額 300 億ユーロの資産購入額は 10 月から 150 億ユーロへ減額され、来年初からはゼロとなる。ECB は昨年からの資産購入額を減額していたが、終了時点を明示せず、今年 9 月以降の QE の行方は不透明だった。今回は年末で QE を終了することが発表され、金融正常化へ向かうことが明らかにされた。一方、QE 終了後も満期を迎えた証券の再投資を継続するため、バランスシートの縮小はまだ先（時期未定）である。また、QE 終了の次は利上げとなる見込みだが、利上げ開始時期も“少なくとも来年夏までは政策金利を据え置く”と利上げ開始を急がない方針が示された。マーケットは QE 終了の方針にユーロ買いで一瞬反応したが、利上げ開始時期が 1 年以上先だとのフォワードガイダンスに強く反応し、ユーロは急落した。14 日のユーロドルは 1.1851 から 1.1600 割れまで大幅にユーロ下落。

利上げ開始の時期を現在から 1 年以上も先である、としたことに驚きがあるかもしれない。しかし、6/11 号にも記したが、米国の FRB の QE 終了から利上げ開始までは 1 年以上の間隔があり、その間には金融正常化の際の金融市場の調整方法など詳細も発表されている。このため、ECB の利上げ開始が来年夏以降だとしても、米国と比べて間隔はむしろ短いくらいである。米国の例から考えれば、ECB もマイナス金利の解除の方法や金融市場の調整方法について前もって発表し（今年終わりから来年前半と予想される）、その後、経済等の状況を見ながら利上げ開始の時期を決めることになる。来年末までに利上げが始まればよいくらいである。ドラギ総裁も記者会見で、来年の夏までは据え置き、といっても、「では秋に利上げ」という意味ではない、と念を押していた。また、QE 終了についても、必要があればツールの一つとして復活もあり得る、と慎重だった。

ECB の新規資産購入の減額

	月額、億ユーロ
	800
2017/4~	600
2018/1~	300
2018/6	QE 終了の方針
2018/10~2018/12	150
2019/1~	0
2019 夏以降	利上げ開始

(資料) ECB より筆者作成

FRB の新規資産購入の減額

	月額、億ドル
	850
2014/1~	750
2014/2~	650
2014/4~	550
2014/5~	450
2014/7~	350
2014/8~	250
2014/9	金融正常化の方針
2014/10	150
2014/11~	0
2015/3	金融正常化の方針詳細
2015/12	利上げ開始
2017/10~	再投資減額開始

(資料) FRB より筆者作成

QE 終了の発表によって、マーケットが次は利上げだ、との思惑から早期利上げを織り込み、ユーロ高となることを ECB は警戒したと考えられる。このため、利上げ開始はマーケットが憶測するほど早くはないことを、フォワードガイダンスを使って示した。金融正常化は、政策金利の引き上げとバランスシートの規模の縮小を含め、金融市場を混乱させないように少しずつ行くと、トータルでは 10 年程度要する大がかりなプロセスである。前述の通り、QE 終了から利上げ開始まで半年以上先と計画されていても、ECB の（あるいは中銀の）スケジュール感としては決して遅いものではないはずだ。リーマン・ショックが 2008 年 9 月であり、現在まで 10 年近い年月がかかった。そこからの正常化の

プロセスには時間がかかる。

では、利上げがそれほど先だとして、インフレは大丈夫なのか。この点も今回の ECB スタッフ経済見通しでも明らかなように、ユーロ圏のインフレ見通しは 2020 年でもヘッドライン HICP は 1.7%、コア HICP では 1.9%、と物価目標の 2%を下回ったままである。失業率も低下傾向にあるとはいえ、ユーロ圏の場合は現在も 8%以上の水準で、インフレリスクに対して利上げ開始が遅すぎるとの判断にはならない。QE の終了の方針を決定したのはインフレ上昇のリスクを懸念したからではなく、ユーロ圏の景気が堅調に推移し、金融危機後の異例の対応を巻き戻すことが出来る、と判断したためである。ドラギ総裁の記者会見では、地政学リスクやユーロ圏内のリスクなど不確実性は残っていると説明があり、金融正常化を急ぐ様子はなかった。

ECB

		2018	2019	2020
実質 GDP	6月見通し	2.1	1.9	1.7
	3月見通し	2.4	1.9	1.7
HICP	6月見通し	1.7	1.7	1.7
	3月見通し	1.4	1.4	1.7
コア HICP	6月見通し	1.1	1.6	1.9
	3月見通し	1.1	1.5	1.8
失業率	6月見通し	8.4	7.8	7.3
	3月見通し	8.3	7.7	7.2

(資料) ECB

FRB

		2018	2019	2020
実質 GDP	6月見通し	2.8	2.4	2.0
	3月見通し	2.7	2.4	2.0
PCE* フレーター	6月見通し	2.1	2.1	2.1
	3月見通し	1.9	2.0	2.1
コア PCE* フレーター	6月見通し	2.0	2.1	2.1
	3月見通し	1.9	2.1	2.1
失業率	6月見通し	3.6	3.5	3.5
	3月見通し	3.8	3.6	3.6

(資料) FRB

米国 FRB の立ち位置は ECB よりも先んじており、金融正常化からインフレをターゲットとする金融引き締めへ局面が移行するのが焦点となっている。ECB 理事会の前日の 13 日に米国 FOMC が開催され、FOMC 前後もドル円が 110.85 円から一時 110 円割れまで大きく上下した。FOMC では堅調な景気とインフレの上昇を背景に今回も利上げが実施され、FF ターゲット金利は 1.75%~2.00%となった。だが、インフレ見通しが FRB の場合は 2%の目標を上回るがそれだけでは利上げペースは引き上げない、とのパウエル議長の見解もマーケットには認識され、FOMC 前後の相場の振幅が大きくなった。

前回 5 月の FOMC の議事録では、政策金利が中立金利に近づき、フォワードガイダンスの変更が必要だとの議論が見られた。今回はその議事録の通り、フォワードガイダンスに変更があり（中立金利を暫くの間、下回るとの文言削除）、中立金利に近いとの判断が示された。声明文には、今回の利上げ後も緩やかなペースでの利上げ継続が経済見通しに対して整合的であること、が前回までと同様に記されており、利上げ継続の意図は明確である。金利予想ドットも中心値は今年あと 2 回、来年は 3 回の利上げを示しているため、中立金利を超えて、来年は金融引き締めとなるイメージである。

景気の基調が上向きのところへ財政刺激があり、米国景気が上振れる可能性がある。足元では既に失業率が 4%を下回り、人手不足状態である。インフレ率は 2%を超えて推移している。さて、就任後 2 回目となるパウエル議長の見解はどうだったか。米国の景気は堅調で、金融危機後を振り返れば相当に回復した。一方で、インフレの上昇はベース効果によるもので、その後の見通しでも 2%を超えるがすぐに対応はしない。パウエル議長は金利ドットが示す利上げ回数や到達水準には言及はせず、利上げの継続には一定の慎重さを見せている。

筆者は、FRB が中立金利に到達後、金融引き締めに入るか否かは今年秋以降の課題だと考えている。中立金利に近いとして今回フォワードガイダンスは変更されたが、FRB には現在、ではそれどうするのか、について確信はないと思われる。議論が活発化するのには夏以降だろう。それまでは、

Q1 対比強い Q2 の米景気が利上げの継続を意識させ、過剰な金利先高観とならないように「利上げペースは緩やか」であることも強調されるのではないか。

欧米の経済、金融政策の状況は異なるものの、共通点は、①金融危機後の状態からの回復、②足元の景気への自信、③インフレの上昇トレンド、④しかし加速しないインフレ、⑤地政学や政治に起因する不透明感の存在、といったものである。これらの結果、金融政策は、「金融正常化だが、緩やかなペース」、となり、ペースが緩いことも重要である。ただ、マーケットにとっては、**金融正常化の方向性と緩やかなペースという、やや相反する印象**の間で、適切な位置がどこかを探ることになり、相場の方向を決め難い。

さて、パウエル議長は来年 1 月から毎回の会合後に記者会見を行うことを発表した。2 回目となるパウエル議長の記者会見は初回よりも自信に満ちていたが、イエレン前議長と比べると説明は短い。声明文も重複感のある箇所は削除された。イエレン前議長が細かく丁寧の説明する傾向があったのに比べると、簡潔さを持ち味とする議長のようなのである。金利ドットのつか二つのドットの移動や声明文の文言一つに過剰反応や憶測が生じやすいことを考えれば、議長が言葉によって説明する機会が増えることは良いことである。強いて言えば、もう少し言葉を尽くして欲しいというところだろうか。

盛りだくさんの今週は、週末の G7 首脳会議が米国トランプ大統領の単独主義的言動によって混沌状態が始まったが、12 日に開催された米朝首脳会談は文書への双方署名によって北朝鮮の非核化が共同宣言された。外交上、署名を伴う共同宣言は会談の結果の中で最上位の発表方法に位置づけられる。事前には、トランプ大統領による突然のキャンセルや、両首脳の 1 対 1 の対談後の決裂といったリスクも懸念されたが、良好な結果だった。反トランプのメディアでも、米朝首脳会談は史上初であり、歴史的な会談だとの評価をしている。特に、昨年北朝鮮による ICBM テスト発射、核開発、と米国本土まで脅かされたため、非核化の合意に署名があったことを評価しないメディアはない。金委員長が会談の前夜にシンガポール観光に出かけたことも好意的に受け止められている（人間味が感じられたため？）。トランプ大統領も対談を通じて金委員長に対する理解を深めた様子であり、米メディアの取り上げ方にも変化が見られる。昨年とは一変した状態であり、中間選挙に対しても高ポイントとなったと思われる。

夏休み前の欧米の金融政策を巡る大きなイベントは終わり、米朝首脳会談も成功した。残るは今月後半の米中通商交渉を中心とする通商問題である。通商交渉は短期間では決着はなく、膠着状態か、報復措置か、となる。ニュースはポジティブよりもネガティブの方が可能性が高い。

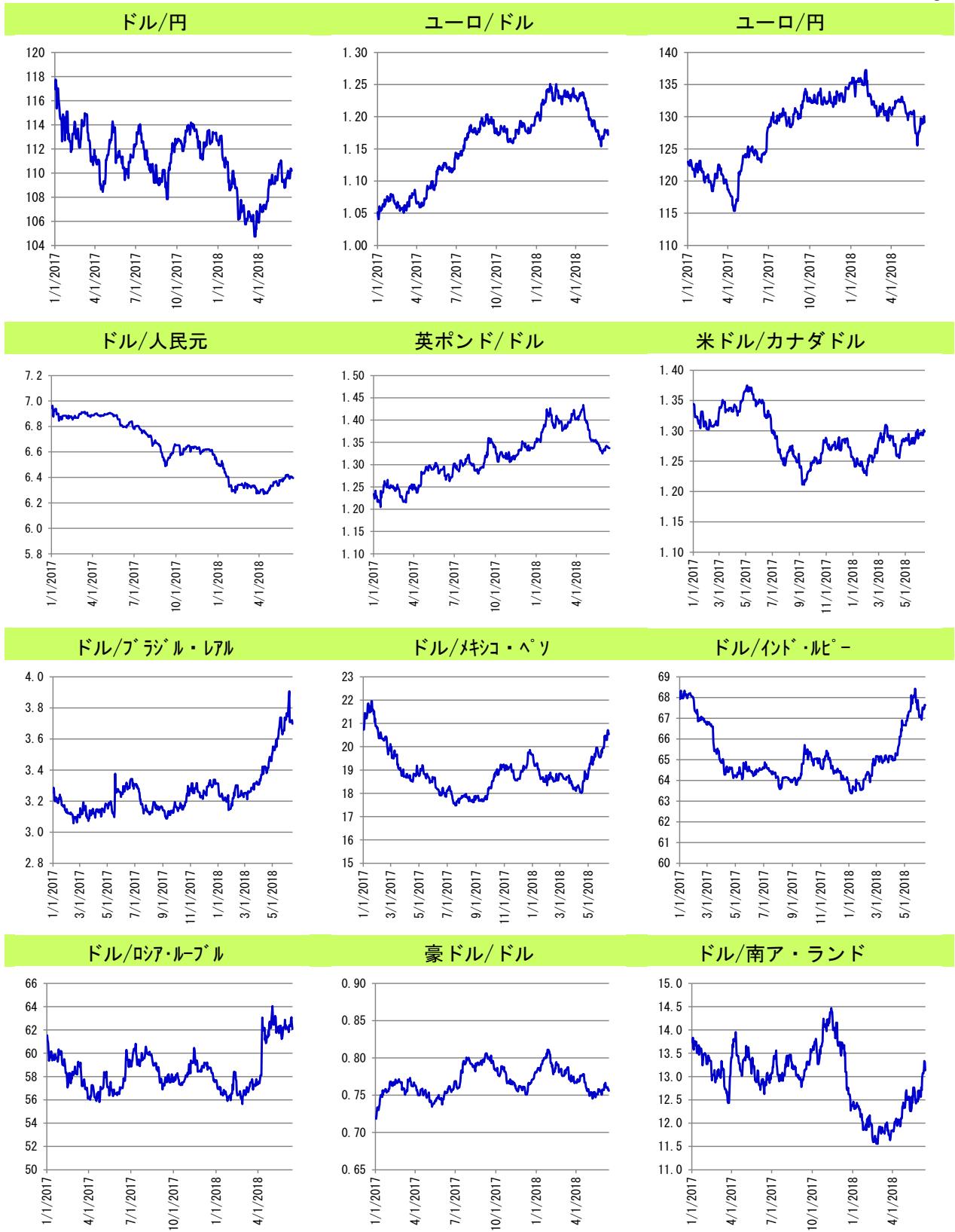
ディーラーに聞きました（来週のドル円相場の方向性～ブルベア）

週	4月30日～	5月14日～	21日～	28日～	6月4日～	11日～	18日～
予想	±0	+3	+1	-2	±0	+1	+1
実績	中立	ブル	ベア	中立	中立	中立	

《見方》 当行の為替ディーラー（マーケット、カスタマー）8名を対象に、来週の相場予想を聴取。ドル高（終値から1円以上のドル高）、中立（終値から上下1円内）、ドル低（終値から1円のドル安）の三択で、結果を（ドル高人数－ドル低人数）で表記。+（プラス）は円安ドル高、-（マイナス）は円高ドル安を示す。

為替相場の動き

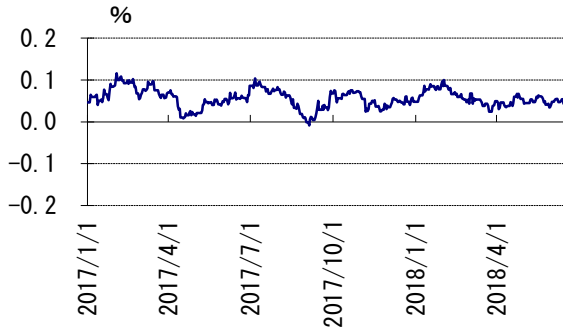
(データ出所: Bloomberg)



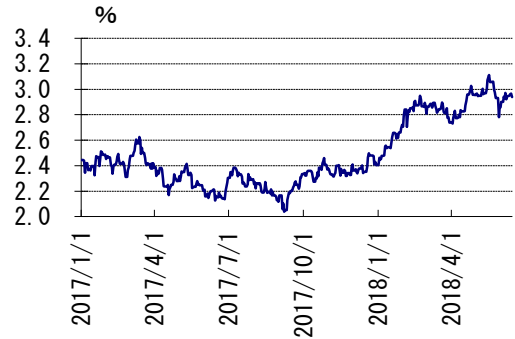
通貨以外のマーケット動向

(データ出所 : Bloomberg)

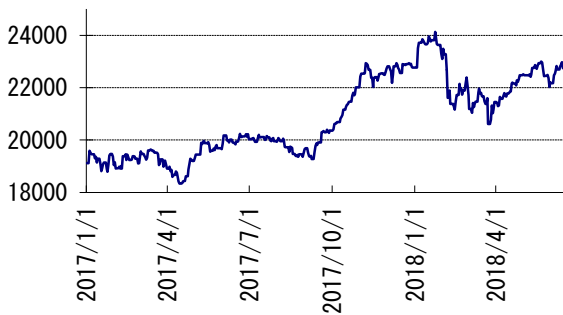
債券 (日本国債・10年債利回り)



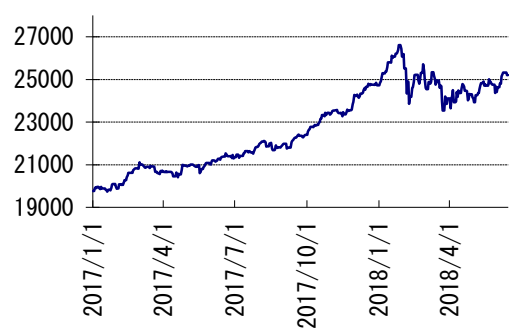
債券 (米国債・10年債利回り)



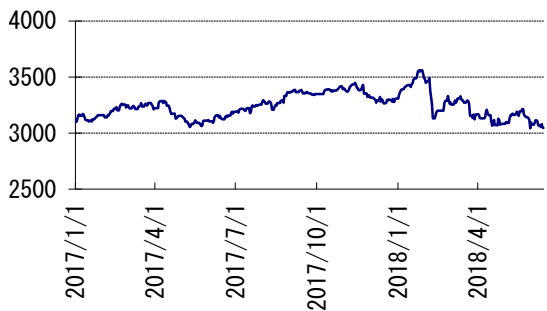
株 (日経平均株価)



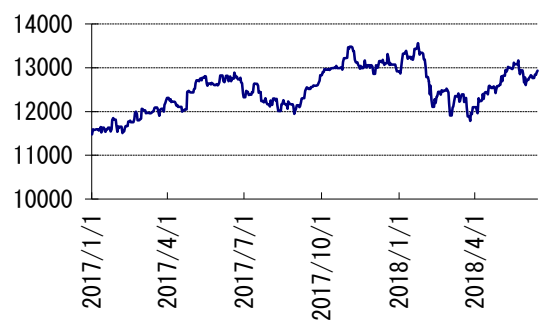
株 (米ダウ)



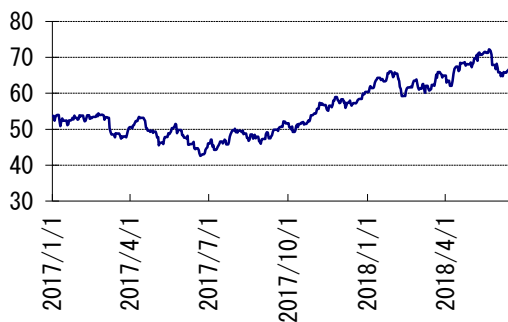
株 (上海総合指数)



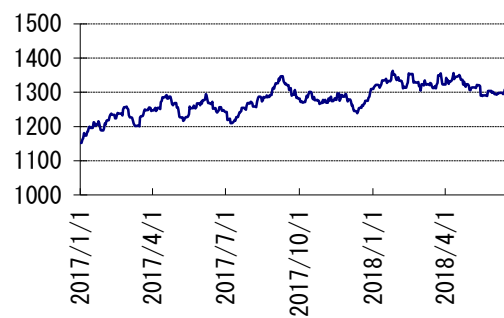
株 (ドイツ DAX 指数)



原油 (WTI 先物 (期近物) : ドル/バレル)



金 (NY 先物 (期近物) : ドル/トロイオンス)



今週のプライスアクション (ドル円)

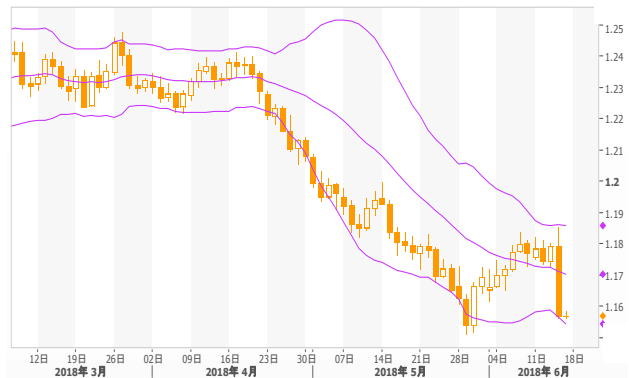
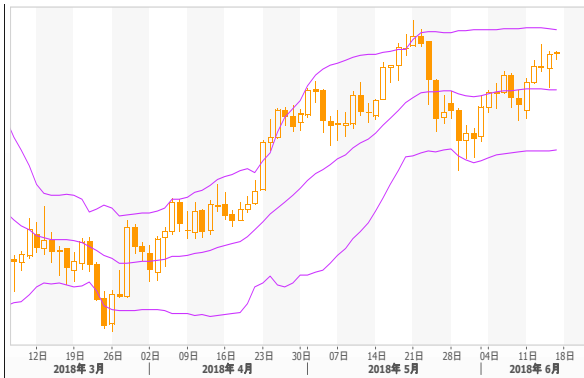
(出所: Reuters)



- ① 米朝首脳会談を睨んで、上下
- ② タカ派的な FOMC で上昇後、反落
- ③ ハト派的な ECB 理事会結果を受けたユーロ安ドル高を睨んで、上昇

来週のチャート分析

(出所: Reuters)



<ドル円、日足、ボリンジャーバンド>

- ・ ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ (σ = 標準偏差、ここでは 20 日間の平均) を上限・下限とするバンド。
- ・ バンド中程で推移。

<ユーロドル、日足、ボリンジャーバンド>

- ・ ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ (σ = 標準偏差、ここでは 20 日間の平均) を上限・下限とするバンド。
- ・ バンド下限付近で推移。

来週の主な材料

6 / 18 (月)	(日) 5月貿易統計
6 / 19 (火)	(米) 5月住宅着工件数、5月建設許可件数
6 / 20 (水)	(日) 日銀議事要旨 (4/26-27分) (米) 第1Q経常収支、5月中古住宅販売件数
6 / 21 (木)	(欧) 6月ユーロ圏消費者信頼感(速報) (米) 6月フィラデルフィア連銀サーベイ、5月景気先行指数
6 / 22 (金)	(日) 5月全国CPI、4月全産業活動指数 (欧) 6月ユーロ圏製造業・サービス業PMI (速報)

(時間は全て現地時間)

(本ページの担当: 張、6/15 作成)