

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】

- ・米中通商協議に関するニュースは様々ながら、前進している。
- ・一方、グローバル経済は引き続き、ダウンサイドで米国の経済指標も弱め。
- ・だが、相場に方向性を与える強い材料が今週は欠けていた。
- ・来週は27日のパウエル議長の議会証言と28日の米国10-12月GDP発表に注目。

【金利・為替相場の予想レンジ】

	2/15~2/21の レンジ	2/22~3/1の 予想レンジ	2019年3月末 予想レンジ	2019年6月末 予想レンジ
ドル/円	110.26-110.95円	110.50-111.20円	108.00-110.00円	110.00-113.00円
ユーロ/ドル	1.1234-1.1371ドル	1.1300-1.1380ドル	1.1300-1.1400ドル	1.1200-1.1300ドル
ユーロ/円	124.23-125.94円	125.00-126.00円	125.50-132.00円	125.00-130.00円
米10年債利回り	2.6250-2.6896%	2.65-2.72%	2.50-2.80%	2.60-2.80%
独10年債利回り	0.107-0.204%	0.080-0.150%	0.100-0.200%	0.100-0.200%
日本10年債利回り	-0.045- -0.015%	-0.040-0.000%	0.000-0.050%	0.000-0.100%

(注) カットオフタイムはNY時間3:00PM

(データ) Bloomberg。予想レンジはレポート執筆時の筆者の予想。

- ・本号はニューヨーク時間2月21日午後3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、現在お取り扱い中の営業部/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。(<https://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。弊行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、今後そのような情報を発信する場合があります。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、弊行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、弊社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。

決定的な追加材料がなかった

今週は為替、金利、株、いずれも相場が横ばい圏で推移した。米中通商協議の進展、グローバル経済のスローダウン、米国の利上げ停止、といった大枠から大きく外れた事柄がなく、マーケットの反応は鈍くなっている。方向転換や、上振れ・下振れの度合いが大きくなければ、想定内といった受け止め方になっているようである。

米中の通商協議は中国の構造改革や市場開放について両国に何らかの合意があると見られる。22日にはトランプ大統領が中国の劉鶴副首相と会談すると報じられており、合意に遅れが出たとしても決裂という結末はないと思われる。マーケットでも決裂のリスクを懸念する声はほとんどなく、相場のボラティリティは低い。一方、合意が成立した場合も、相応に織り込み済みでリスクオンの度合いも限定的と予想される。情報通信分野や技術移転に関する対立は長期に亘ると考えられる一方、**関税合戦は終息に向かいつつある。**

だが、中国経済には持ち直しは未だ見られず、今後の財政金融政策とその効果を見極める必要があるが、米中通商協議の影響は米国景気にも及んでいるほか、欧州景気も失速している。相対的には米国経済が最も底固いが、**景気**の方向性の点では**最早、米国独り勝ちではなく、グローバル・スローダウンの様相**である。

先週以降発表された米国の経済指標は12月小売売上高の予想外の下振れ、耐久財受注の減少、中古住宅販売の低迷、と弱い印象である。小売売上高については恐らく季節調整の歪みがあり、実態よりも低く数字が出ている可能性があると考えられるものの、来週発表される10-12月のGDP（政府閉鎖があったため、発表が1ヶ月遅れた）に対しては下振れ要因となってしまう。10-12月の実質GDP前期比年率は2%を切ると予想されるが、1%台前半まで数字が下がるとマーケットの反応は大きくなると思われるので、来週の注目点として**28日発表の10-12月GDP**を挙げておきたい。

来週は**27日にパウエルFRB議長の半期議会証言**も注目イベントとしてはあるが、20日に公表された1月のFOMC議事録から外れた内容は考え難く、議長の言葉で議事録の内容が追認されるかたちとなるだろう。FOMC議事録では、12月のFOMC以降、金融市場のボラティリティが高まったこと、また中国や欧州の経済のスローダウンが先行き不透明感を増したことが政策スタンスの変更の理由とされている。1月のFOMC時点では今後の政策についての見通しが分かり難かったが、議事録では今年後半（later this year）まで据え置き（様子見）が続くことを前提とした議論となっており、**様子見期間の時間軸は比較的是っきりした**、と言えよう。つまり、現在、FRBは少なくとも今年の夏までは据え置きを続けるつもりである。

一方、その後については、12月FOMC時点では参加者のほとんどが間隔は開くが次の一手は利上げだと考えていたのに対して、1月には多くの参加者が次の一手は不確実だと感じている。見直し通りに米国経済が推移すれば利上げが適切だとの意見も数名あったが、インフレが上振れなければ利上げは不要だとの意見も数名あった。全体的に**利上げに対する意気込みは後退**しており、12月から1月のフォワード・ガイダンスの変更に呼応する。ただし、**利下げについての議論はなく**、1月FOMC時点ではFRBの今年の政策シナリオの中では利下げの可能性はまだ低く位置づけられている、と考えられる。パウエル議長が利下げの可能性にまで言及すれば、議事録よりもハト寄りに踏み込んだ発言ということになる。

<利上げに関する箇所>

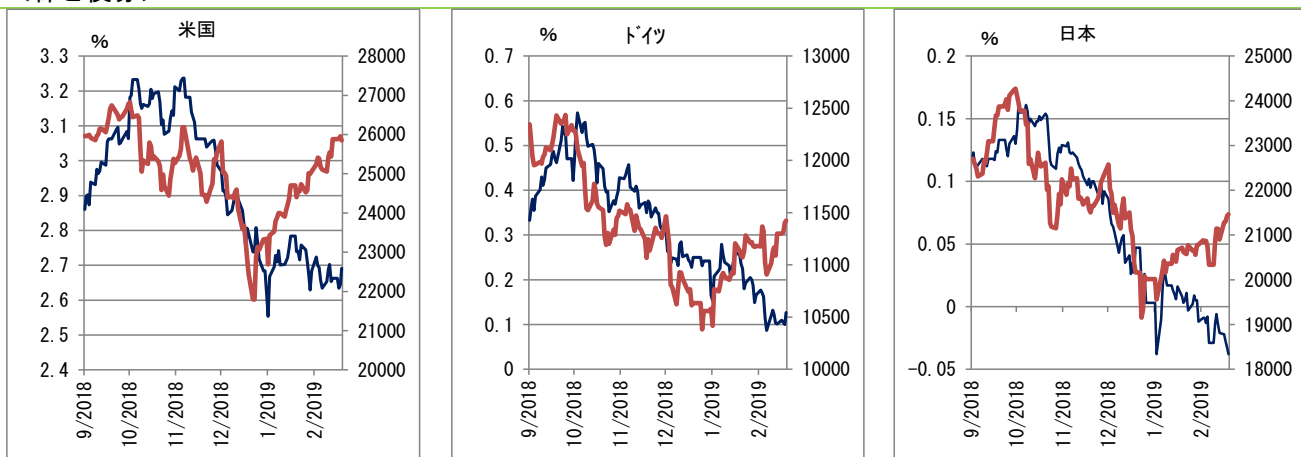
	12月 FOMC (12/18-19)	1月 FOMC (1/29-30)
声明文 フォワード・ガイダンス	「更に幾分かの FF ターゲット金利の緩やかな引き上げが整合的」	「今後どのような FF ターゲット金利の調整が適切かを辛抱強く判断する」
議事録	<ul style="list-style-type: none"> ・参加者は概ね、更なる幾分かの上昇が経済見通しに整合的だと判断した。 ・多くの参加者はインフレがないため追加利上げ実施には辛抱強くいられると考えている。 ・次の政策変更の前に状況判断が重要だと多くの参加者は考えている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・暫く据え置きとすることに、ほとんどリスクはないと参加者は判断している。 ・多くの参加者が今年後半に政策金利を変更することが適切かはまだ不確実だと考えている。 ・そのうち数人はインフレが見通しから上振れた場合のみ利上げが必要だとの意見。 ・経済が見通し通りとなれば、利上げが適切だとの意見が数人あった。

(資料) FRB

バランスシート縮小については12月以降、市場関係者との情報交換を行った模様で、それを踏まえてバランスシート縮小についても市場に対して計画を早めにアナウンスする方針が議論された。今年後半には、バランスシート縮小は停止される可能性が高まっている。3月のFOMC以降、バランスシート縮小についての方針も金利政策に併せて明示されることになりそうだ。

さて、年初来のマーケット動向を見ると、株と債券の動きが乖離していることが分かる。日米欧を比較しても、程度の差はあるが、いずれにおいても、株が上昇する一方で債券利回りは低下している。下のグラフは昨年9月以降を取ったものだが、年末までは株が下落し、債券利回りも低下するというリスクオフの相場であったが、年初来、株式相場が反発しているにもかかわらず、債券利回りは低下を続けている。

<株と債券>



(注) 株は米国：ダウ、ドイツ：DAX、日本：日経平均株価（赤線、右軸）、債券はいずれも10年債利回り（青線、左軸）

(資料) Bloomberg

(1) 債券利回りの低下が各国の金融政策における利上げ見通しの後退を足元では反映しているだけなのか。したがって株の上昇は金利低下を好感しており、整合的だと判断するのか。(2) 債券利回りの低下持続はグローバル経済のスローダウンをなぞっており、いずれ株式相場もファンダメンタルズに沿って頭打ちとなると考えるべきなのか。(3) あるいは株式相場の上昇を追うように、いずれ債券利回りも上昇するのだろうか。

(1) は、低金利が資産価格のバリュエーションにプラスとなっているだけで、いずれ株は頭打ちとなることを示唆する。(2) は、中国経済がピックアップすることなく、グローバル・スローダウンが想定以上に深刻化する、との悲観的な見方を示す。そして(3) は、各国の慎重な金融政策が株だけではなく、景気にも寄与し、インフレの上昇や利上げ再開が意識されていく、というものである。もし(2) が正しいとすると、当面、債券利回りの低下は止まらない、ということになる。米国の債券利回りは足元で若干上昇しており、国によって今後は異なる展開となる可能性もあるが、この年初来の動きが今後どうなるのか、注視する必要があるだろう。

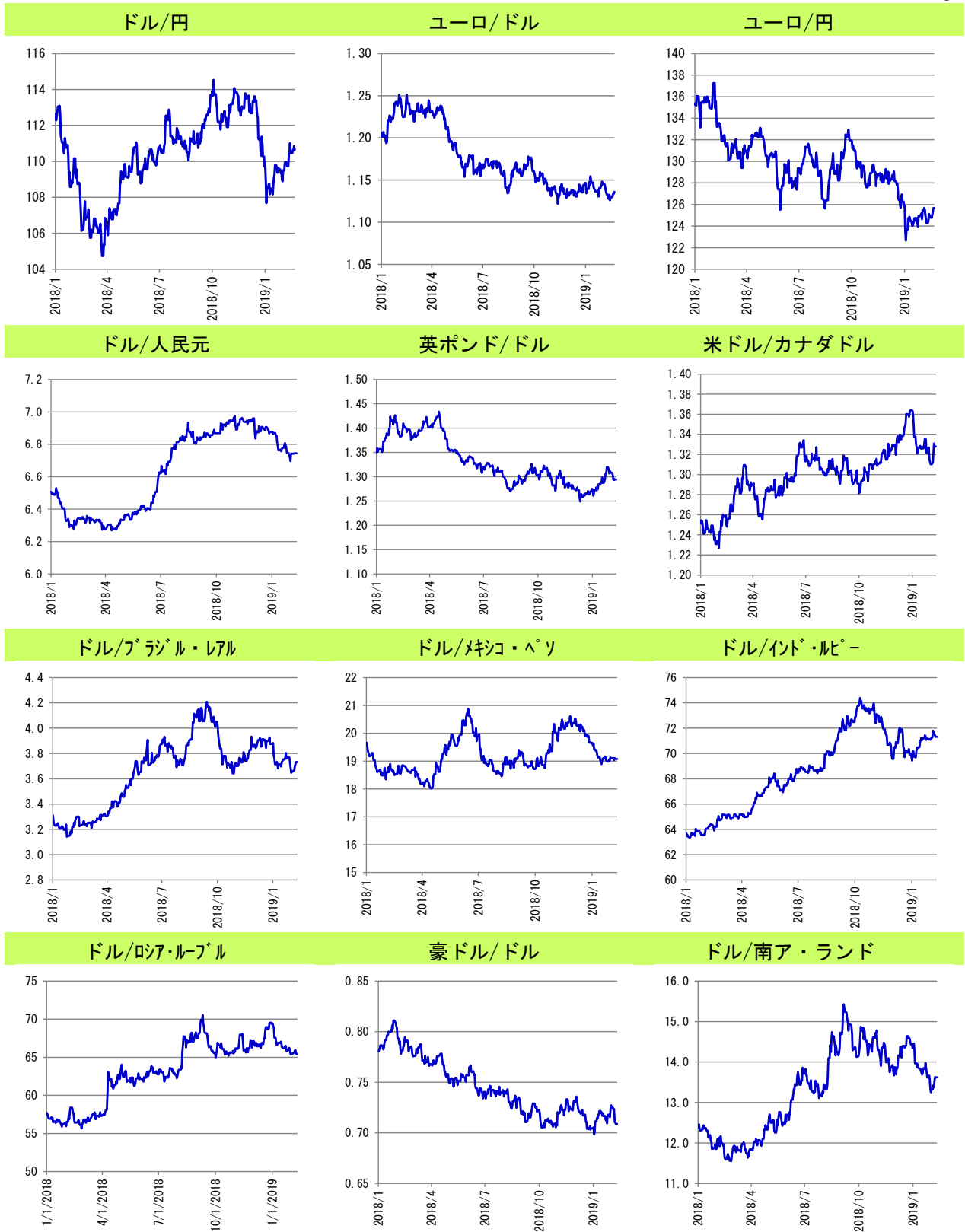
ディーラーに聞きました (来週のドル円相場の方向性～ブルベア)

週	12月17日～	1月7日～	14日～	28日～	2月4日～	11日～	25日～
予想	+1	-4	-3	-1	±0	-2	+1
実績	ベア	中立	中立	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。ドルブル（終値から1円以上のドル高）、中立（終値から上下1円内）、ドルベア（終値から1円のドル安）の三択で、結果を（ドルブル人数ードルベア人数）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

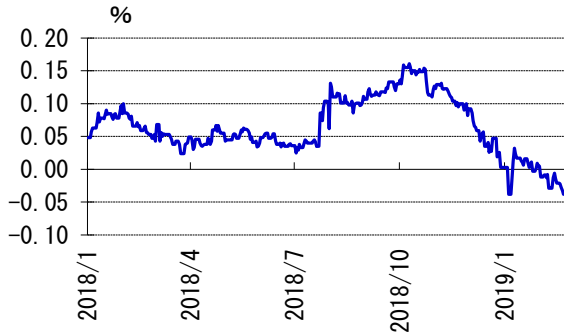
(データ出所 : Bloomberg)



通貨以外のマーケット動向

(データ出所 : Bloomberg)

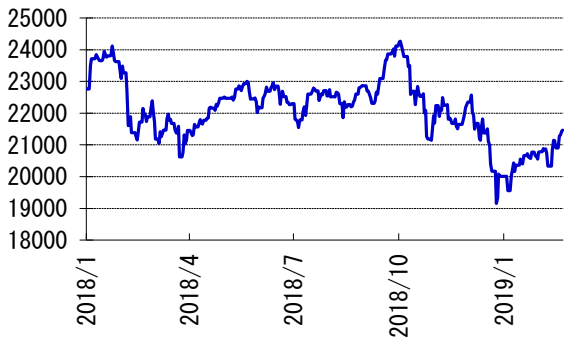
債券 (日本国債・10年債利回り)



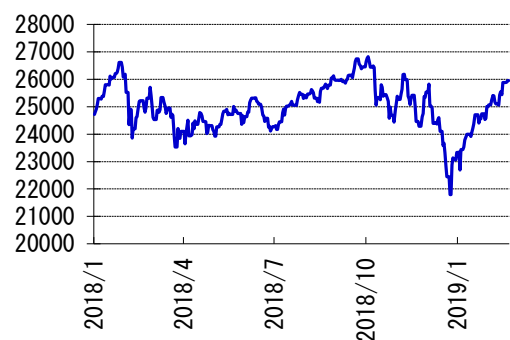
債券 (米国債・10年債利回り)



株 (日経平均株価)



株 (米ダウ)



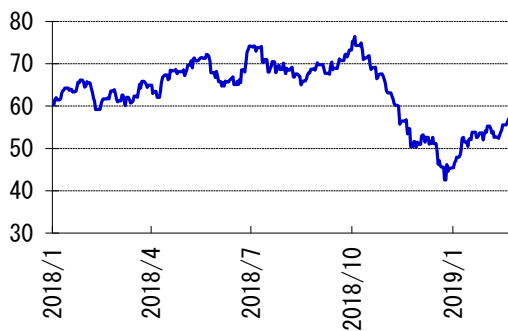
株 (上海総合指数)



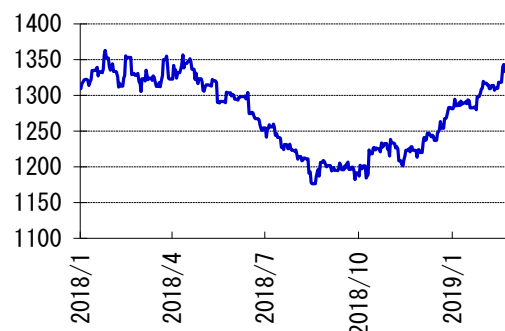
株 (ドイツ DAX 指数)



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 黒田日銀総裁の「円高の際に追加緩和を検討」との発言を受けて、上昇
- ② 米国は米中協議の覚書に人民元レートの安定維持を盛り込むことを要求との報道を受けて、ドル売り

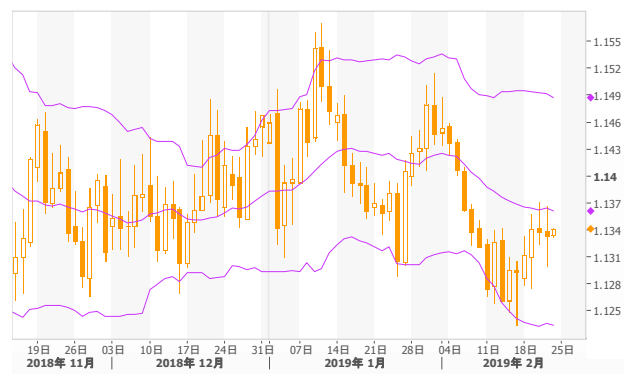
来週のチャート分析

(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。
- ・ バンド上限付近で推移。



<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。
- ・ バンド中程で推移。

来週の主な材料

2/25 (月)	(日) 1月企業向けサービス価格指数
2/26 (火)	(米) 12月住宅着工件数、12月建設許可件数、2月消費者信頼感指数
2/27 (水)	(欧) 1月ユーロ圏 M3、2月ユーロ圏企業景況感 (米) 12月製造業受注
2/28 (木)	(日) 1月鉱工業生産 (速報)、1月百貨店・スーパー販売額、1月住宅着工件数 (米) 第4Q 実質 GDP (速報値)、2月シカゴPM (中) 2月製造業 PMI
3/1 (金)	(日) 1月有効求人倍率、1月失業率、10-12月期法人企業統計調査、2月消費者態度指数 (欧) 2月ユーロ圏製造業 PMI (確報)、2月ユーロ圏 HICP (速報) (米) 1月個人所得・支出、2月製造業 ISM、2月ミシガン大消費者センチメント (確報)

(時間は全て現地時間)

(本ページの担当: 張、2/22 作成)