

2012年1月9日

週刊マーケットレポート

2012年1月9日～1月15日



主なテーマと今後の予想

- 原油市場と金市場のボラティリティが再び最大となった。
- 欧州の債務問題、米国の財政健全性や中国の経済成長への懸念、そして中東の地政学的リスクの高まりが市場の主要テーマとなる中、2012年に入っても市場の緊張感が極めて高い状況は続いている。
- 先週はユーロが注目を集めたが、日曜に市場が開いてから1日で最も弱いパフォーマンスを見せたのは、ベータ値の高い諸国通貨だった。
- 米ドルは過去6週間、対ユーロで上昇したが対円では下落した。一方、利回りの高い資源国通貨に対しては下落が続いている。
- 今週発表されるマクロ経済指標は、米国よりも欧州と中国が要注目。

通貨ペア	1月2日 始値	1月6日 終値	変動率	週間高値	週間安値	ボラティリティ
EUR/USD	1.2945	1.2717	-1.76%	1.3076	1.2696	2.94%
GBP/USD	1.5490	1.5424	-0.43%	1.5668	1.5374	1.90%
USD/JPY	77.10	76.95	-0.19%	77.32	76.60	0.93%
USD/CHF	0.9384	0.9550	1.77%	0.9577	0.9303	2.92%
EUR/GBP	0.8346	0.8243	-1.23%	0.8371	0.8238	1.59%
EUR/CHF	1.2163	1.2147	-0.13%	1.2197	1.2132	0.53%
GBP/CHF	1.4540	1.4730	1.31%	1.4798	1.4492	2.10%
GBP/JPY	119.42	118.70	-0.60%	120.19	118.52	1.40%
EUR/JPY	99.79	97.89	-1.90%	100.29	97.87	2.43%
CHF/JPY	82.13	80.55	-1.92%	82.39	80.47	2.34%
AUD/USD	1.0220	1.0227	0.07%	1.0385	1.0193	1.88%
NZD/USD	0.7775	0.7801	0.33%	0.7905	0.7725	2.32%
USD/CAD	1.0200	1.0281	0.79%	1.0284	1.0074	2.06%
金	\$1,568.20	\$1,614.35	2.94%	\$1,631.00	\$1,566.85	4.09%
WTI 原油 (2月)	\$99.70	\$101.90	2.21%	\$103.72	\$99.64	4.09%

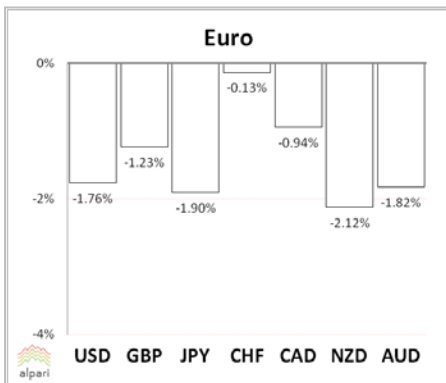
|出所: Alpari (UK)

昨夜の値動きは興味深いものだった。なぜなら、ベータ値の高い通貨が欧州危機の深刻化に対してどれほど無傷でいられるかについて、疑問を抱かせる展開となっているからだ。デカップリング論の信奉者たちは、米国の成長見通し(例:雇用者数)の改善を理由に挙げ、「シクリカルな通貨は今後も強く下支えされ、ユーロの下落が加速する最中であってもボラティリティは低く抑えられる」と主張していた。

2012年の市場は相関性の明らかな変化とともに幕開けした。米国の景気回復の加速を受け、世界各国の株式と米ドルは上昇している。欧州各国が債務の借り換えを余儀なくされる時期を迎える一方、企業は第4四半期の決算発表シーズンに入っており、どのような悪材料が明らかになっても不思議はない状況だ。このような値動きは

2011年1月にも見られた。米国の経済活動の指標が急改善する一方で欧州の債券市場が圧力にさらされたことにより、情勢は変化した。結果的に米国経済は、急激に悪化していた見通しをアウトパフォーマンスし、米ドルと株式市場は同時に上昇することとなった。上記の議論はしばしば浮上するものの、2000年にITバブルが崩壊し、米ドルがその低い利回りゆえにカウンターシクリカルな資産として機能するようになって以降、この議論は見当違いなタイミングで引用されることが多い。

当社の考えでは、欧州が直面する資金調達の困難さが、2012年初頭の市場を動かす主要な力となりそうだ。また、第1四半期、米ドルは日本円を除く全ての通貨に対して上昇するだろう。ただし、欧州では政策決定が不可避となることから、主要テーマとしてのソブリン債問題は2012年中盤にかけて安定化に向かうと見られる。このシナリオが日本円や資源国通貨、為替市場のボラティリティ、ユーロのクロスレートに与える

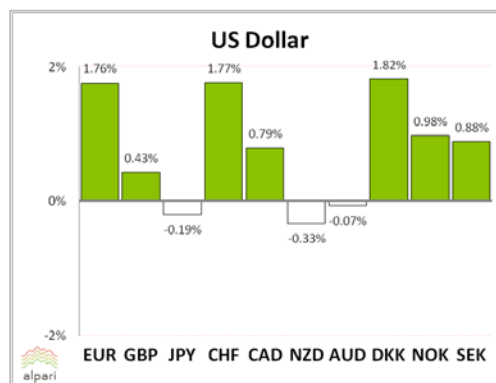


影響と、米国の経済成長を原動力とする世界各国の市場に与える影響とは、全く異なったものとなる。

当社の基本見通しは、欧州危機に下支えされ、欧州問題の解決策(国債購入の増額と、前例のないその他の緩和策が実施されることはほぼ確実だ)が効果を表すまで、米ドル高は第1四半期も続く、というものだ。また、国際通貨基金(IMF)がイタリアとスペインの経済回復のため、

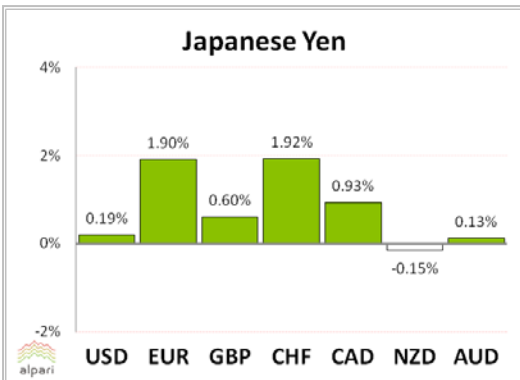
クレジットラインを設定する可能性は極めて高いと当社は見ている。ただし、両国の議会で構造改革案が可決されることが条件だ。長期的な緊張感は様々な分野で緩和しつつある。その一方で、欧州ではEU加盟各国の財政赤字の削減において実施上の問題があり、米国では債務上限の引き上げ問題がくすぶり、中国人民銀行(中銀)は設備過剰とボトルネックを警戒するあまり金融政策の緩和に対して熱意を示していない。したがって、緊張感の短期的な高まりは日常茶飯事となり、インプライド・ボラティリティは高止まりするだろう。

過去6週間、米ドルは対ユーロで上昇した一方で対円では下落した。また利回りの高い資源国通貨に対しても下落を続けた。インプライド・ボラティリティは低下しつつあり、通貨特有のボラティリティは全ての通貨ペアにおいて低下した。このような動きは12月後半に発生した2つの出来事を反映したものである、というコンセンサスが形成されつつある。第一の出来事は、給与税減税の2ヶ月延長を米議会が可決したことである。これにより、不可避と見られていた米国経済の減速を先延ばしすることができた。第二の出来事は、欧州中央銀行(ECB)が銀行向けの3年期限のレポ・オペレーションを無制限に開始したことである。この措置は、2009年および2010年に米ドル安を招いた、連邦準備理事会(FRB)の量的緩和策に相当するものだ。米国景気の好調さが米ドルの永続的な下支



えになったことはほとんどなく、USD/JPY の値動きと日米間の成長格差との間の対応関係もほぼ見られない。

EUR/USD は、米国とユーロ圏における成長格差に対して穏やかな負の相関性を示すにとどまる(JP モルガン)。ただし統計上は、この関係性はノイズにすぎない。一貫した関係性を示しているのは中南米諸国通貨のみである。米国経済が中南米諸国経済に比べて好調さを示せば示すほど、中南米諸国通貨は上昇する。おそらく米国経済が極めて好調であれば、たとえ米国経済が新興諸国経済よりも急速に拡大している



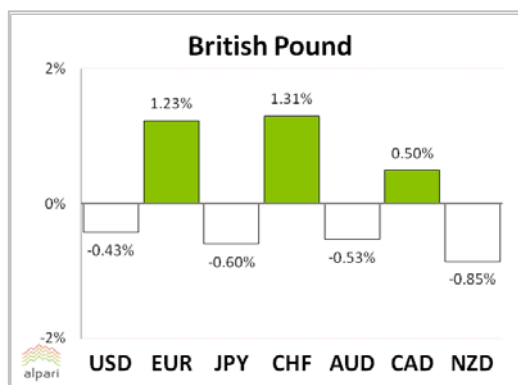
時期でも、為替のキャリーフローに対する需要が増えるからだろう。ユーロや日本円と、成長格差との間における相関性が弱い理由は、G10 諸国通貨の相場を大きく動かす原動力が市中金利だからである。そして、好調な米国経済な市中金利を上昇させない限り、このシクリカルな要因が米ドルを下支えする期間はせいぜい数週間にとどまるだろう。

FRB が少なくとも 2013 年まで現行の姿勢を維持しツイスト・オペを続けることから、米国の景気が拡大しても金利が上昇することはなさそうだ。最も、極めて大幅な成長が達成されれば話は別だが、生粋の楽観論者でもそのような見通しは抱いていない。1 月 25 日に開催される連邦公開市場委員会(FOMC)の次回会合では、改めて FRB の戦略が明らかにされ、超低金利の環境を可能な限り長く持続させるため、FRB がいかに必死に取り組んでいるかが明確に示されるだろう。

過去 1 ヶ月のユーロの下落は、過去 2 年間にわたり見られたユーロ安局面の多くと類似しているように思われる。すなわち、ユーロ圏全体に影響を及ぼしうる主要国において財政再建策が明確に示されないことからソブリン・スプレッドが拡大し、ユーロ安を招いたということだ。更に深刻なのは、イタリアが債務借り換えのため 2 月上旬に行う入札が首尾よく終わるかどうかが不透明なことで、1 月下旬に明らかになる構造改革案が十分な効果をもたらすかどうか疑問視されていることだ。もし神経質な投資家たちがこの案に納得しない場合、資金調達における上り坂が断崖絶壁へと変貌する可能性も十分ある。予想を遥かに上

回るスペインの財政赤字は、同国経済の重要性が高いことから、さらなる悪影響をもたらしている。ただし、ECB の国債購入によりユーロ圏が安定化する傾向にあることと、ECB が今年中にさらなる政策変更を行う可能性があることを考えると、ユーロが反発する余地も十分ありそうだ。これはひとえに、ECB が実施せざるを得ない大量の資金供給が、

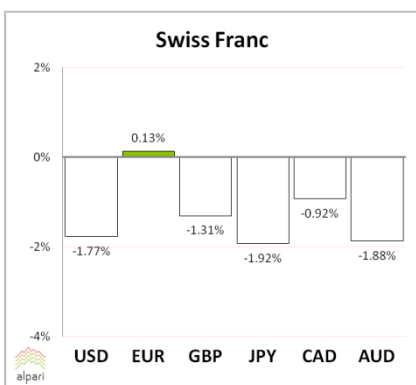
人々のユーロに対する見方に対してどのような影響を与えるかにかかっている。ECB のバランスシートの拡大は、各国国債に対する直接的な下支えになることから、ユー



口の支援材料になることは確かだが、それはあくまで長期的な視点に立った場合の話だ。なぜなら、ユーロ安を誘発する短期的な障害が発生する可能性も高いからだ。

米国以外では好材料は少ない。欧州問題に加えて、中国は依然として市場に安定をもたらす役割を果たせておらず、むしろリスク要因として認識される可能性も十分ある。というのも、直近の経済指標からは相反する兆候が読み取れるからだ。住宅価格は依然デフレ傾向にあり、中小企業の景況感も悪化する一方で、大企業の景況感だけは拡大傾向を示している。全般的に言えば、この状況は資源国通貨の購入への強力な支援材料とはいえ、イランの態度硬化や世界各地のその他の地政学的な混乱を勘案すれば、キャリートレードの大規模な巻き戻しとレバレッジ解消の動きが発生するかもしれない。

今週、マクロ経済指標の発表は欧州と中国で数多く予定されており、米国では少ない。欧州では国債の発行が相次ぎ、フランスとドイツは月曜、スペインは木曜、イタリアは木曜と金曜にそれぞれ予定されている。また、欧州で発表予定の経済指標としては鉱工業生産が挙げられる。ドイツでは月曜、フランスでは火曜、イタリアでは木曜にそれぞれ公表される。ECBも木曜に会合を開くが新たな政策は発表されない見込みだ。次の利下げは3月に行われる可能性が高く、新たな3年期限のレポ・オペが2月29日に実施されることが既に決まっている。マリオ・ドラギ総裁は、記者会見で国債購入やIMF融資について質問攻めにあうだろうが、発表予定の内容(証券市場プログラム(SMP)が限定的・一時的なものであること、およびIMFへの融資の目的が限定されていないこと)以外の、踏み込んだ発言を行うことはないだろう。ただし、ECBの軌道修正は過去数年の間に年中行事と化していることから、債券利回りを低下させるための予防的な利下げを実施したとしても大きな驚きではないだろうが、EUR/USDを下落させる一大要因になることは間違いない。英国では、小売協会(BRC)発表の小売売上高(火曜)、貿易収支(水曜)、そして鉱工業生産(木曜)に投資家は注目している。木曜の金融政策委員会会合では大きな動きはないと見られ、金利および資産買い取り枠は変更されないと見通した。



アジアに関しては、中国で消費者物価指数が今週中(正確な発表日・時間は不明)、貿易収支が火曜、マネーサプライが1月11日から15日の間(正確な発表日・時間は不明)に、それぞれ発表される。固定資産投資、鉱工業生産および小売売上高が1月13日から20日の間に公表される予定だが、2011年12月から2012年2月の間に発表される全てのデータには春節による歪みが生じるため、中国経済の勢いについては

第1四半期後半まではっきりしないだろう。オーストラリアでは小売売上高が月曜に、住宅建設許可件数が火曜にそれぞれ発表される。ニュージーランドでは月曜に貿易収支が発表される。木曜に公表予定のインドの鉱工業生産は、先月5%のマイナスを記録したことから注目が集まる。

米国の経済指標の発表は少ない。木曜に小売売上高、金曜に消費者信頼感指数が発表されるのみである。より重要なのは、他の企業に先駆けて第4四半期決算を発表するアルコア(月曜)とJPモルガン(金曜)の結果である。2007年の金融危機以降、市場に影響を与える様々なテーマの中でも、とりわけ決算発表シーズンは全ての資産クラスにとって重要な材料となっている。



為替に影響を与えるイベント

<p><u>1月9日(月曜日)</u> (JPY) 祝日 (AUD) 小売売上高 (CHF) 失業率 (CHF) 小売売上高 (EUR) センティックス投資家信頼感指数 (CAD) カナダ中銀経済見通し調査 (NZD) 住宅建設許可</p>	<p><u>1月10日(火曜日)</u> (GBP) RICS 住宅価格指数 (CNY) 貿易収支</p>
<p><u>1月11日(水曜日)</u> (EUR) GDP (USD) ページブック</p>	<p><u>1月12日(木曜日)</u> (CNY) 消費者物価指数 (GBP) 製造業生産高 (GBP) 鉱工業生産 (EUR) 鉱工業生産 (GBP) 政策金利決定、資産買い取りプログラムおよび記者会見 (EUR) 政策金利決定および記者会見 (USD) 小売売上高 (USD) 連邦財政収支</p>
<p><u>1月13日(金曜日)</u> (GBP) 生産者仕入価格 (CAD) 貿易収支 (USD) 貿易収支 (USD) ミシガン大学消費者信頼感指数</p>	

Written by: George Tchertvertakov (Alpari (UK) Head of Market Research)

免責条項:

本資料は信頼できると思われる情報・データに基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供のみを目的としたものであり、売買の勧誘を目的としたものではありません。売買に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさいますようお願いいたします。万一、お客様がこれらの内容を参考に行った取引から損失・損害が生じた場合にも、当社、ならびに情報提供元を含むすべての関連会社は、これに係る一切の責任を負いませんので予めご了承ください。なお、その目的を問わず本資料を無断で引用または複製することを禁じます。