

## 「お言葉に甘えて」 FEDが「ハト」なら安心して円ショート構築



2013年11月18日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

15:27 現在

<主要株価指数>		
	終値	前日比
日経平均株価	15164.30	▲1.62
TOPIX	1241.67	2.63
NYダウ	15,961.70	85.48
DAX(独)	9,168.69	19.03
FTSE100(英)	6,693.44	27.31
CAC40(仏)	4,292.23	8.32
上海総合※	2,180.86	45.035

<外国為替>※		
	100.09円	▲0.10円
ドル円	100.09円	▲0.10円
ユーロ円	135.12円	▲0.07円
ユーロドル	1.3501ドル	0.001ドル

<長期金利>※		
	0.635%	0.001%
日本	0.635%	0.001%
米国	2.703%	0.013%
英国	2.745%	▲0.010%
ドイツ	1.706%	0.005%
フランス	2.183%	0.014%
イタリア	4.093%	0.036%
スペイン	4.068%	0.014%
オーストラリア	4.206%	0.010%

<商品>		
	93.84ドル	0.08ドル
NY原油	93.84ドル	0.08ドル
NY金	1287.40ドル	1.10ドル

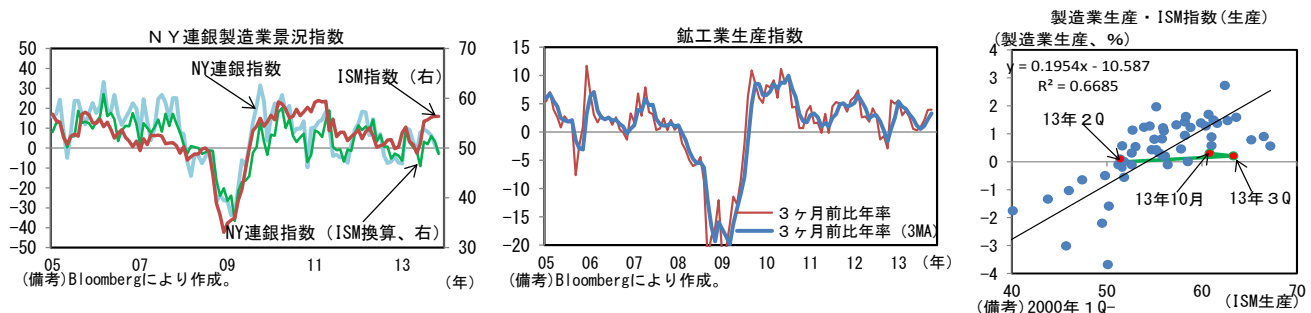
※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。  
(出所) Bloomberg

### 【海外株式市場・経済指標】 ~16000、1800の大台目前~

15日の米国株式市場、NYダウ平均株価は続伸。前日比+85.48ドルの15961.70ドルで取引を終了。米経済指標は市場予想を下回ったものの、NYダウ、S&P500ともに市場最高値を更新。週間ベースで6週連続の上昇。

11月NY連銀製造業景況指数は▲2.21と市場予想(+5.0)に反して前月(+1.52)から悪化。マイナス圏突入は5月以来。ISMベースに換算しても48.9と前月(51.4)から下落し50を割り込んだ。内訳をみると、出荷(13.12→▲0.53)、新規受注(7.75→▲5.53)が大幅下落となったほか、雇用(3.61→0.00)も弱い。受注残(▲6.02→▲17.11)も大きく低下しており、先行きの生産活動鈍化を示唆。週平均労働時間(3.61→▲5.26)も弱く、総じて冴えない内容だった。

10月鉱工業生産指は前月比▲0.1%と市場予想(+0.2%)に反して減少。一方、製造業生産は+0.3%と堅調さを保った。自動車・同部品が過去2ヶ月の反動から▲1.3%と軟調だったが、他のセクターの増産が補った。3ヶ月前比年率では+2.3%と堅調だが、それでもISM指数が示していたほど強くはなく「強いソフトデータ・弱いハードデータ」という構図は崩れていない。設備稼働率も78.1%と前月(78.3%)から低下。

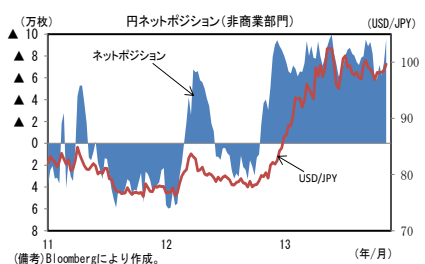
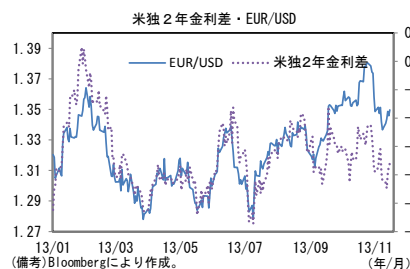


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【外国為替相場・債券市場】 ～円ショートポジションは今年の最高水準近辺に到達～

15日の海外時間はJPYとUSDが全面安。14日のイエレン発言（ハト派）が意識されるなか、軟調な米経済指標を受けてEUR/USD、GBP/USD、AUD/USDが揃って上昇。EUR/USDは“*No Taper* (9/18)” 前の水準（1.35近傍）に到達してからは一進一退となっているが、米独金利差からみると一段の下落余地がありそうだ。他方、USD/JPYはリスク選好度上昇を反映して一時100.44円まで上伸。三角持合いの上放れが鮮明になりつつある。

米10年金利は+1.3bpの2.70%。米株が強含む中、米経済指標に対する反応は限定的だった。独10年金利は+0.5bpの1.71%。欧州株が全般的に強含む中、欧州委員会がイタリア・スペインの財政再建に関するリスクを指摘したことを手掛かりに両国の10年金利も上昇し、それぞれ4.09%（+3.6bp）、4.07%（+1.4bp）。CFTCデータ（11/12）によると円のネットショートポジションは2週連続で拡大（7.38万枚→9.51万枚）。



## 【国内株式市場・経済指標】 ～3度目の正直で上放れ成功～

18日の東京株式市場、日経平均株価はほぼ変わらず、TOPIXは小幅続伸。前週の大幅上昇（N225：+1076円、+7.7%）の反動が意識されるなか、利益確定売りをこなして横ばい圏を維持。

日本株は先週一週間で7・9月高値を一挙に更新、年央から形成した三角持合いのブレイクに成功した。ただ、米国株の反落には注意したい。米国株のPERは既にかかなりの高水準に到達しており、ネガティブサプライズに反応し易いとみられる。NYダウ、S&P500がそれぞれ16000ドル、1800ptを達成した場合はより利益確定売り圧力が強まろう。

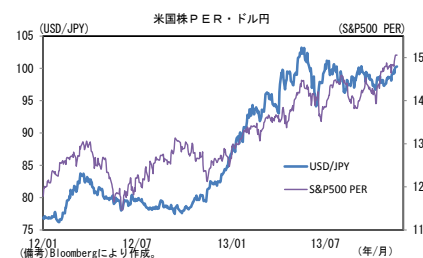


## 【注目点】 「お言葉に甘えて」～FEDが「ハト」なら安心して円ショート構築～

先週の世界株高と日本の円安・株高は8日発表の雇用統計がかなりのサプライズだったにも拘らず、イエレン副議長がハト派姿勢を崩さなかったことが主背景だ。強い雇用統計を受けて景気減速懸念が払拭されるなか、次期議長から優しいお言葉を頂けたのであれば「お言葉に甘えて」と言わんばかりに投資家が株式・債券・高金利通貨の全てに大量の資金を振り分けるのが自然な反応だろう。典型的な金融相場だ。

一方、「ハト派＝円高」のイメージが強い。それは弱い米経済指標がFEDをハト派に傾けるため、実際は弱い米経済指標に反応して円高が進んでいるにも拘らず、あたかもFEDのハト化が円高要因として捉えられているためだろう。実際、*No Taper* (9/18)、イエレン議長ノミネート (10/9)、先週の公聴会の内容は明らかに「ハト」を連想させるものだが、何れもUSD/JPYは円安で反応した。現実の世界では教科書的な教えに反して「ハト派＝円安」の関係が成り立っている。つまり、FEDの「タカ・ハト」よりも「リスク選好が強まるか否か」の方がUSD/JPYにとってより重要であるということだ。これは米国株PERとUSD/JPYの連動性が非常に強いことが証明している。

以上を踏まえると、円高リスクを警戒すべきシナリオは、寧ろFEDが「タカ派」に傾斜した時だ。その際はリスク選好が削がれ、高水準に積み上がった円のショートポジションが巻き戻されることによって円高が進むはずだ（IMMポジションは上図参照）。



## 【予想レンジ（5営業日以内）】

NYダウ平均株価 15700～16100<sup>ドル</sup> 日経平均株価 14700～15400円 ドル円 98.00～101.00円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。