

2008年3月18日

## Daily Comment

### 相場の現在性を認識する

週明けの株式・為替マーケットは大波乱の幕開けとなった。FEDによる異例尽くめの政策対応が事態の深刻さを浮き彫りにし、市場のリスク回避フローに拍車を掛けた。

世界の主要株価指数は大幅続落で、米国株の代表的な投資家センチメント・インディケーターであるVIX指数(別名「恐怖指数」)は32.24へ跳ね上がり、一連のサブプライムローン危機での最悪の水準を更新している。

通貨オプション市場では、市場参加者のドル/円の相場変動に対する予想を映すインプライド・ボラティリティ(IV)は1ヶ月物で21.58%と、昨年8月17日に付けた22.75%以来の高水準に上昇している。(1週間物のIVは22.31%)

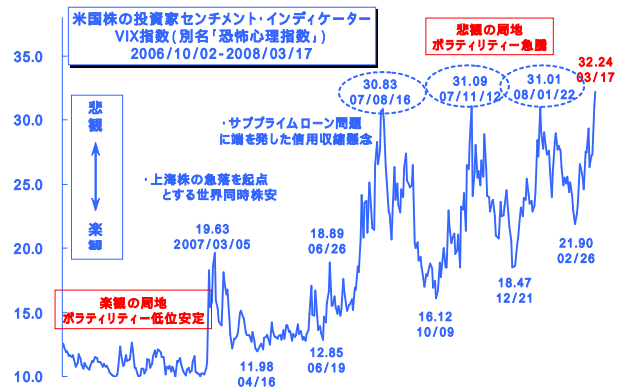
IVから算出した今後1ヶ月のドル/円の予想レンジは91.31~103.35円、今後1週間では94.32~100.34円となるが、ボラティリティの上昇が先行きに対する不確実性を示すことからすればバイアスは円高方向に掛かることになる。因みに、昨年4-6月期における平均IVは6.93%と極めて低く、金利差着目型のトレード(=円キャリートレード)が活発化する市場環境にあったが、現状は当時の3倍以上の相場変動が想定されており、金利差よりも値動きを重視せざるを得ない状況にあるといえよう。

昨日のドル/円は、95年8月以来のドル安・円高水準となる95.77円まで急落したが、同水準は下値許容の限界値と位置付けられるRetrace pointの95.77円処(=76.4% of 79.75 147.64)と見事に一致している。

95年4月の79.75円から98年8月の147.64円までの上昇幅67.89円に対する76.4%という節目で下げ止まったという解釈になるが、『価格帯別の取引滞留日数』の観点からは添付した棒グラフが示すように92~98円の価格帯は出来高実績で抵抗の少ない「真空地帯」であり、円高がオーバーシュートしやすくなっている点には留意したい。「真空地帯」を言い換えれば「居心地の悪い価格帯」となり、早晚、新たな動意が生じる可能性は念頭に置いておきたい。

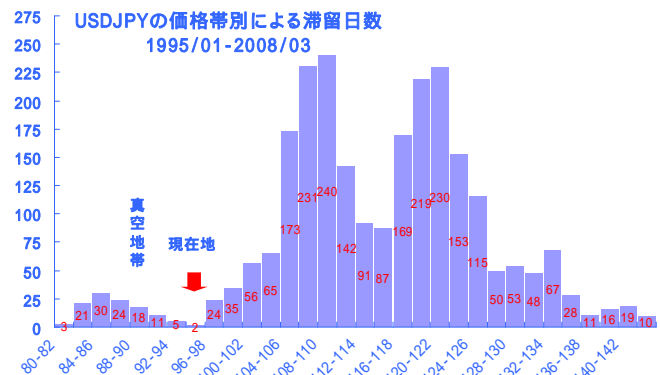
こうした状況下、市場介入の可能性に関する記事が目立ち始めているが、現段階における市場参加者の共通認識は「介入はない」で一致している。当然のことであり、仮にここでドル買い・円売り介入を実施すれば、投機筋に新たなドル売りの場を提供することになり、むしろ逆効果となってくる。

また、G7各国は世界的な不均衡の是正に向けて「柔軟な為替変動の必要性で合意(2003年9月)」しており、市場が無秩序な状況に陥る恐れが生じない限り、為替市場への介入は容認されないことになる。



ドル/円のインプライド・ボラティリティから算出した予想レンジ

USDJPY	Volatility	3月17日	STDV	Low	High	Range
1month	21.58	97.33	6.02	91.31	103.35	12.04
USDJPY	Volatility	3月17日	STDV	Low	High	Range
1week	22.31	97.33	3.01	94.32	100.34	6.01



当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における 森 好治郎 個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご注意ください。

つまり、仮に日本の通貨当局が円高阻止で実力行使に出たとしても、G7 各国が歩調を合わせなければ日本は孤立することになり、投機筋の格好のターゲットとされてしまう。

先週末、ギーブ英中銀副総裁は、「米国では、少なくとも不均衡が是正され始めた兆しが見える。米国の経常赤字はピークを過ぎたもようで、大幅なドル安が調整を後押しするだろう」と述べ、ドル安はほとんど懸念する必要がないとの考えを示唆している。（昨日発表された昨年 10 - 12 月期の米経常収支赤字は 1,729.4 億ドルと、広範なドル安進行により前年同期の 1,879.4 億ドルから 7.9% 縮小している）

また、昨日は IMF のストロスカーン専務理事が、為替市場の状況は緊迫しているとはいえ中銀による介入が必要とはいえないと指摘、人民元と円が弱く、ユーロは過大評価されており、ドルはその中間とみられると述べている。

サブプライムローン問題の震源地である米国では、ドル安が米国売り(トリプル安)を招く事態には直面していない。バーナンキ FRB 議長は 2 月末の下院金融委員会証言での質疑応答で「われわれは当然ながらドルを非常に注意深く監視している」と述べる一方で、投資家のドル離れの証拠はそれほどないとの認識を示したが、毎週木曜日に NY 連銀が公表する「カストディ・アカウント」(海外の中央銀行から預かる米債・政府機関債の残高)は増加基調にあることを示している。

昨日の米主要 3 株価指数は大幅続落して始まったが、FED による積極的な利下げ観測から急速に下げ渋り、NY ダウはプラスに転じている。

米債券市場は大幅続伸、政策金利の動向に敏感な 2 年債利回りは 1.344% まで大きく低下しており、ドル安の悪影響はみられていない。（2 年債以外の年限でも軒並み金利は低下している）

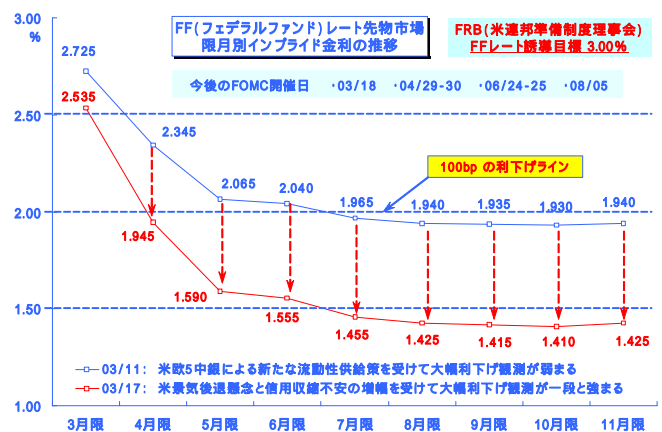
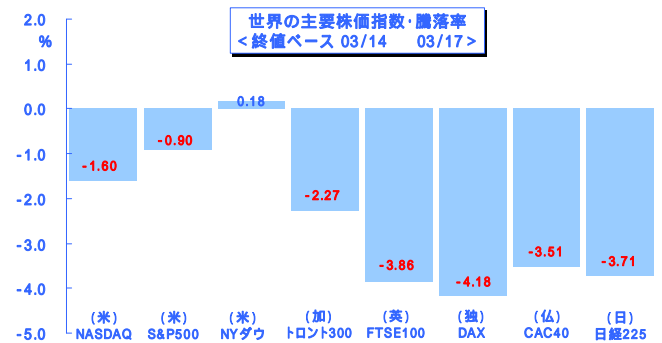
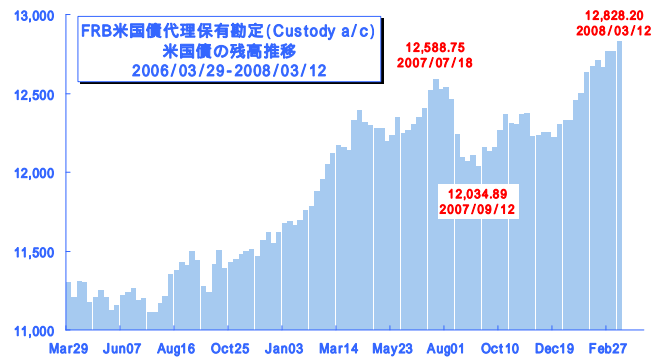
こうした状況下、本日は今週最大の注目イベントである FOMC が開催される。

最大の焦点となる利下げ幅については、市場の金利観を反映する FF レート先物市場では信用収縮不安の増幅と米景気後退懸念を背景に 100bp の超大幅利下げが確実視されており、22% の確率で 125bp の利下げの可能性も織り込まれている。

つまり、FF レートの誘導目標が現行の 3.00% から 2.00% (最大 1.75%) へ引き下げられるとみられており、実質金利は一気にマイナスになることを意味する。

米政府による 2008 年だけで 1,520 億ドルの個人所得税の「戻し減税」などを柱とする景気刺激策と、FED による積極的な金融緩和の組み合わせによって導かれる通貨政策(ポリシー・ミックス)はドル安となってくる。

とはいえ、ドル安のピッチに対する警戒がなされはじめており、FOMC というイベントを境に市場の自律的なスピード調整が促される可能性も念頭に置いておきたい。(3月18日 11:30 記)



金融政策	財政政策	為替市場への影響
2007年9月～利下げ 累積利下げ幅は225bp 実質マイナス金利へ	景気刺激策を決定 総額1,680億ドル 戻し減税など柱	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 積極財政 + 低金利の組合せはドル安を促す</li> <li>• 急激なドル安はインフレ高進リスクを高める</li> <li>• 当面のリスクはドル安がトリプル安を招くこと</li> </ul>

当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における 森 好治郎 個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご留意ください。