

ラジオNIKKEI「夜トレ」・1月25日(金)

マーケットの現代史をどう攻略するか
1つ1つのニュースのつながりからその次を読み解く

～スマートトレーダーのためのセルフマネジメント～

Lifework としてのFX

Contents:

- 脱・アナリスト: 「市場の美人投票」に参戦する
- 2013年・初春の陣: マーケットをどう攻略するか
「アベノミクス」と「グレート・ローテーション(大転換)」
三極経済圏の「金融政策」の意味合いを考える
- 延長戦～本日のおさらい

放送時間 21:30～22:30 ラジオ本放送・Ustream同時配信
(Ustreamのみ延長配信有り)

アナウンサー 叶内 文子 為替ストラテジスト 森 好治郎

■「市場の美人投票」に参戦

- ・市場参加者の人気投票によって「価格(トレンド)」が形成される
- ・トレードに際しては皆が美人を支持する「タイミング」が重要に
- ・「皆が勘違い」していたり「好みが変わる」場合への備えも必要

(1) 美人投票における個人評価と市場評価

- ・人の好みには多様な価値観があり、評価は必ずしも一致しない
- ・マーケットでは市場参加者の人気投票によって価格が形成される
 - ①「皆の好み」を考えつつ市場の流れを見極める
 - ②皆が美人を支持する「タイミング」が重要となる

(2) 人々の判断は必ずしも合理的ではない

- ・「皆が勘違い」している場合もあるため「皆の好みの検証」も必要に
- ・市場環境により評価も変わるため「好みの変化」に追いつく努力も
 - ①冷めた目で美人投票に参戦するアタマも必要に
 - ②「自分の好みの追求」と「皆の好みの検証」を行う

●美人投票の賞味期限(市場テーマの終焉)

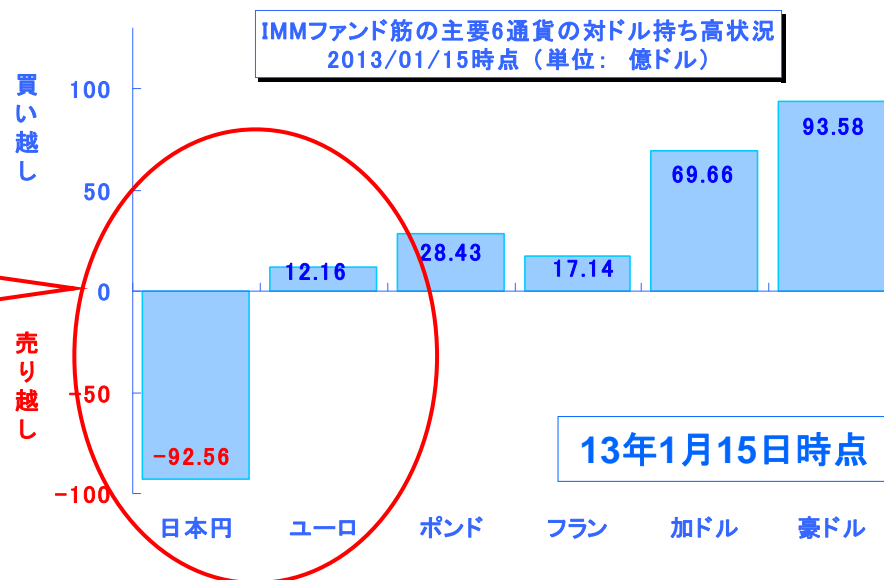
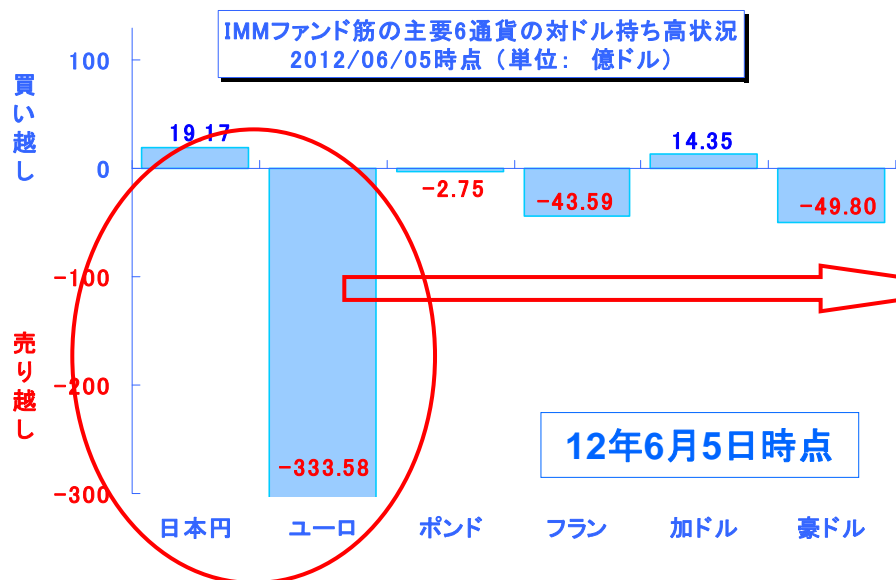
- ・要人発言や金融政策イベントは“潮目の変化”をもたらすきっかけとなってきた
- ・ある一つのテーマを持った相場の終焉は…
 - 多数派がそのテーマに基づいてポジションを大きく傾斜したときに始まる
 - こうした基調転換の背景にあるのが逃げ足の速いファンド筋の存在である

■ IMMファンド筋 売りのターゲットはユーロから円へ

- ・ 投機的な売買動向の指標となるIMMファンド筋の持ち高状況
- ・ 12年6月は欧州信用不安の再燃から対ドルでユーロ売りが拡大
- ・ 昨年末からは売りのターゲットがユーロから円にシフトしている

★IMMファンド筋: 主要6通貨に対するネットポジション状況(1月15日時点)

	ネットベース	継続期間(週)		取組高占有率	2000年以降のピーク	
日本円	売り越し	12/10/23~	13週	-33.45%	-53.39%	07/06/26
ユーロ	買い越し	13/01/08~	2週	3.46%	51.82%	06/08/08
英ポンド	買い越し	12/09/18~	18週	17.35%	60.16%	07/06/26
スイスフラン	買い越し	12/12/04~	7週	29.58%	54.12%	04/11/16
カナダドル	買い越し	12/07/31~	25週	47.45%	52.66%	07/10/09
豪ドル	買い越し	12/07/03~	29週	43.78%	69.33%	06/11/07



■ユーロ圏の債務危機 「最悪期脱す!?!」

- ・ ECBによる新たな「国債購入計画(OMT)」により悲観論が後退
- ・ 恒久的な救済基金となる「欧州安定メカニズム(ESM)」を発足
- ・ 金融システム安定の切り札「銀行監督一元化」の枠組み導入

(1) ドラギECB総裁「ユーロ圏を守るためあらゆる措置をとる」(12年7月26日)
9月のECB理事会で新たな「債券購入プログラム(OMT)」の実施で合意
ポイント: ①無制限による買入れ、②優先債権者待遇を適用しない

(2) 恒久的な救済基金となる「欧州安定メカニズム(ESM)」を稼動(12年10月)
ECBの「債券購入プログラム」と共に重債務国を支援する体制が確立した
ESMが問題行に直接資本を注入し債務国の負担を減らす方針

(3) メルケル独首相が「ギリシャのユーロ離脱」を明確に否定(12年10月)
「ギリシャを含め離脱国を出すことなくユーロを存続させる」と明言
10月にはユーロ圏危機が始まって以来初めてギリシャを訪問し首相と会談
11月にはギリシャ国債の買い戻しを柱とする事実上の第3次支援策を決定
(ユーロ圏首脳は同国支援を継続する用意があることを確約している)

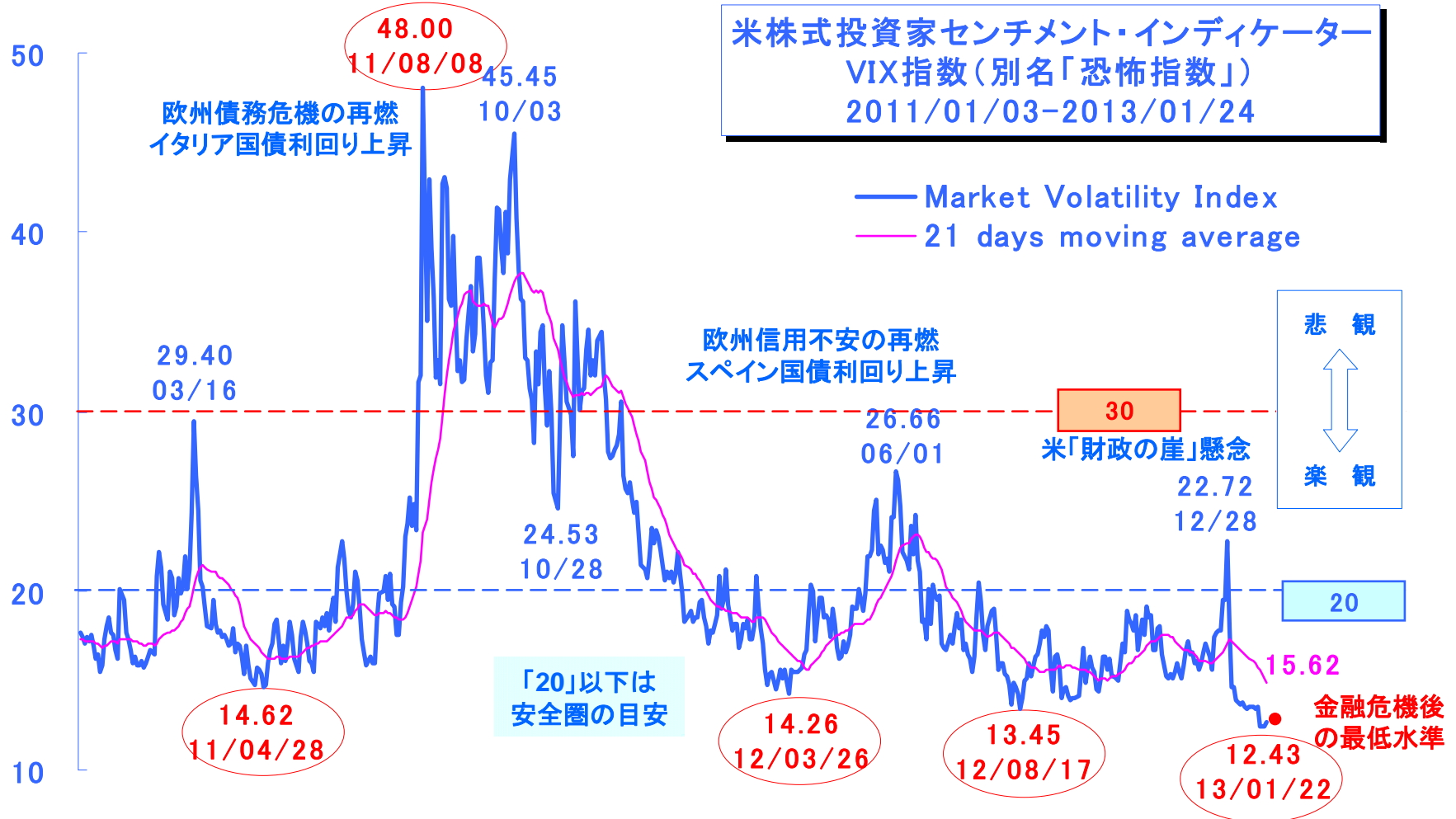
(4) 抜本的な債務危機対策の要となる「銀行同盟構想」を前に進めた
11月のEU首脳会議は「銀行監督一元化」の枠組みを導入

・ 南欧重債務国の国債利回りは軒並み低下

スペインやイタリアが実施した国債入札には旺盛な需要がみられている
ポルトガルが長期債市場への年内復帰を達成できるとの観測も浮上
⇒IMMファンド筋は膨大なユーロの売り持ち高の3分の2を巻き戻した

■ VIX指数(別名「恐怖指数」) ボラティリティー・インデックス

- ・ 11年は8月に欧州債務危機の拡大や世界景気の減速懸念から48.00まで急騰
同年12月末以降は先進国中銀の流動性供給により「リスク・ラリー」が促される
- ・ 12年3月26日に14.26まで低下したあと欧州信用不安の再燃で26.66まで上昇
同年8月は米欧中銀の政策期待を背景に金融危機後の最低13.45へ低下
年末に「財政の崖」懸念から22.72へ上昇したが景気回復期待から12.46へ低下



■「アベノミクス」 安倍政権下での積極的なリフレ政策

- ・ 安倍政権の最優先課題はデフレからの脱却を柱にした経済再生
- ・ 「金融政策」「財政政策」「成長戦略」の『三本の矢』で経済立て直す
- ・ 夏の参院選勝利や秋の消費増税決定に向け成長率の底上げ狙う

●「アベノミクス」(安倍政権下の大胆な金融緩和と財政拡張によるリフレ政策)

【第1の矢】「大胆な金融政策」 物価目標2%でデフレ脱却と円安を促す
日銀は1月22日に「2%の物価安定の目標」と「無期限の金融緩和」を導入
デフレ脱却に向けた政府・日銀の連携強化を明文化した「共同声明」を公表
日銀総裁は四半期毎に目標達成の進捗状況を政府に報告する責任を負う

【第2の矢】「機動的な財政政策」 公共投資で早く確実に景気を刺激する
政府は1月11日の閣議で総額20.2兆円規模の「緊急経済対策」を決定
経済対策への真水10.3兆円により「GDP2%の押し上げ」効果を唱える
13年度予算は補正予算編成と同時に進め2月中旬の国会提出を目指す

【第3の矢】「民間投資を喚起する成長戦略」 2つの司令塔が政策支える
マクロ政策を司る経済財政諮問会議とミクロ政策を練る経済再生本部
諮問会議が中長期的な経済財政運営の目標や予算編成の基本方針描く
TPP交渉への参加の是非と6月に策定される「骨太の方針」が試金石に

市場期待をつなげることができるか「第3の矢」の取り組みが試金石となる

■ 日米欧の中央銀行による「バランスシート政策」

- ・ 中銀の資産規模は金融システムに供給した流動性の目安となる
- ・ バランスシート上の資産のストックが金融緩和の度合いを示す
- ・ ポートフォリオのリバランス効果を通じて資産価格の上昇を促す

日米欧の中銀のバランスシートの拡大率(2007年比)



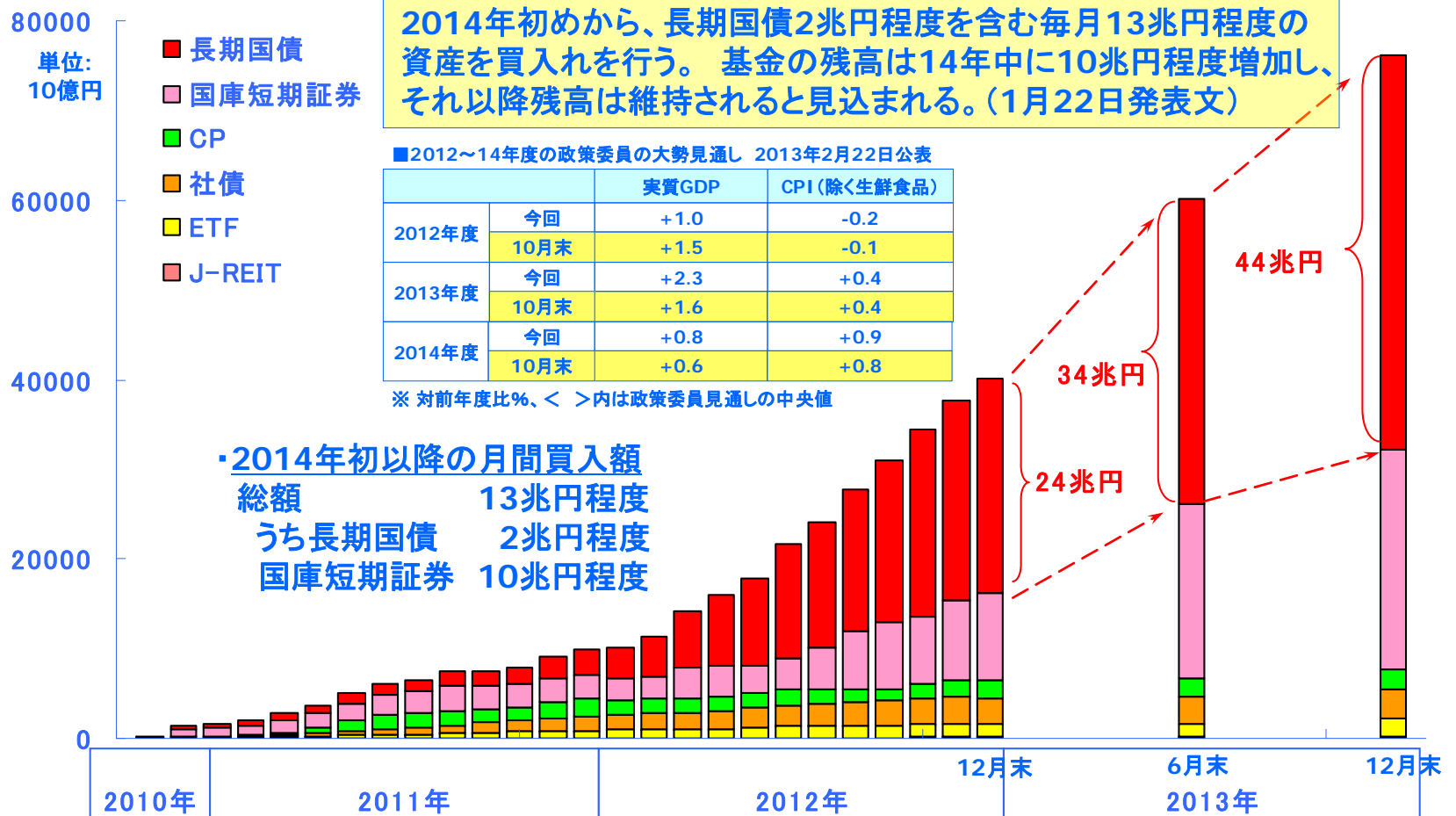
日米欧の中銀のGDPに対する資産規模(2012年10月時点)



■ 日銀の資産買入基金 物価目標2%達成へ規模拡大

- ・ 2%の物価目標の達成に向け「無期限の資産買入れ」方式を導入
- ・ 長期国債については2013年12月末までに44兆円へ積み上げる
- ・ 基金は14年中に10兆円程度増加しそれ以降の残高は維持される

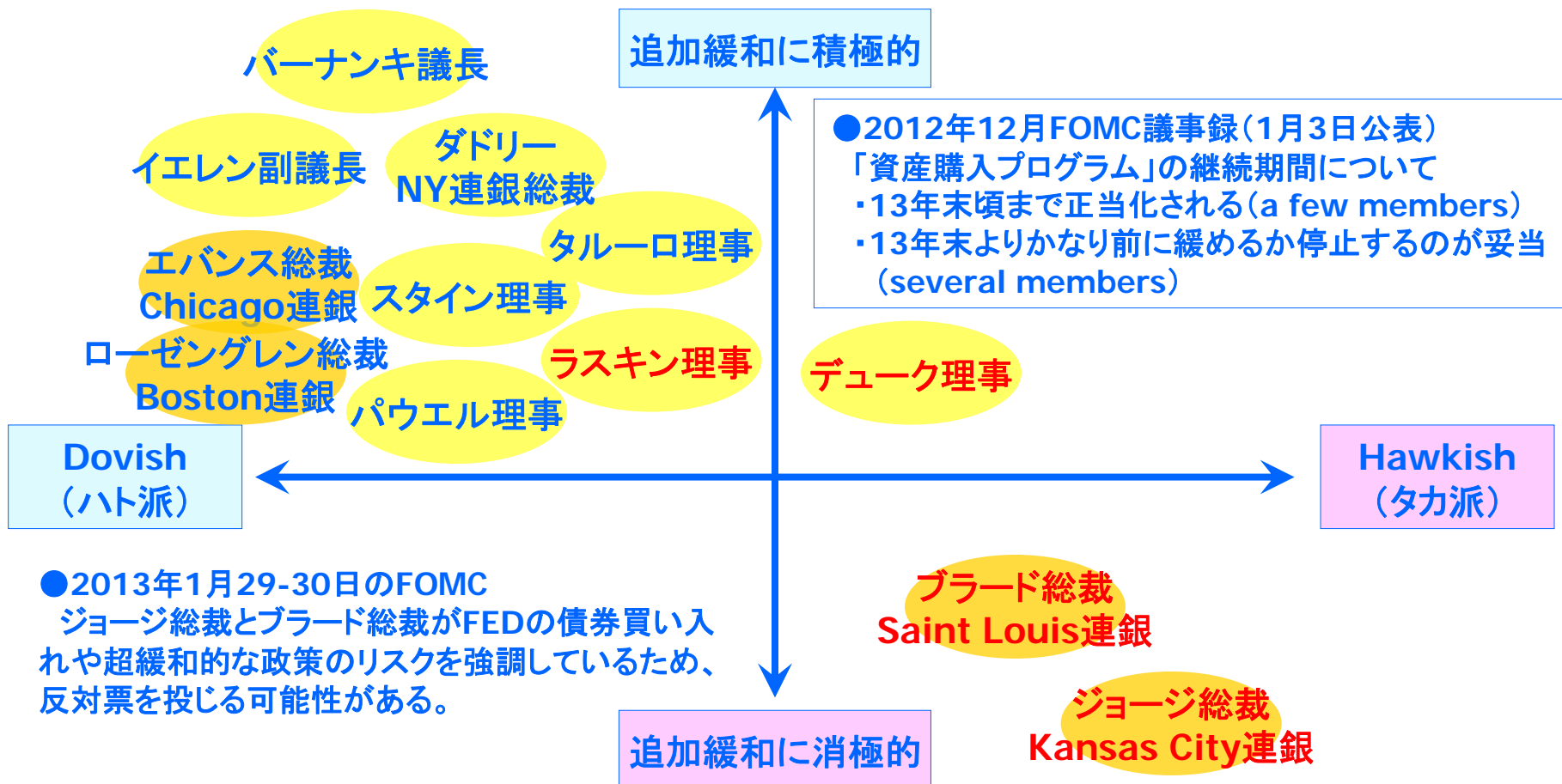
日銀の資産買入基金(共通担保資金供給オペ除く)の規模と買付け状況



■ 2013年のFOMCメンバー QE3の継続期間を巡り溝

- ・ 新たに入れ替わる地区連銀メンバーはハト派が2名とタカ派が2名
- ・ 「資産購入プログラム」(QE3)の継続期間を巡る攻防が焦点に
- ・ 昨年末の会合では数名が13年末より早い時期の縮小・停止を主張

2013年FOMCメンバーのフィロソフィー・チャート



■12年12月・FOMC 「QE3の拡充」と「数値基準」で合意

- ・事実上のゼロ金利を維持するガイダンスを数値基準に置き換える
- ・労働市場の著しく改善するまで資産購入プログラム(QE3)を継続
- ・FEDは意図的なインフレ喚起による「リフレ政策」を一段と強化

●金融政策運営に関する2つの時間軸

FOMC声明文(12年12月12日)

(1)数値基準に基づく「低金利政策」

FFレートを異例の低いレンジ(0-0.25%)とすることを適切と判断する基準

- ①少なくとも失業率が6.5%を上回る水準にとどまること
- ②向こう1-2年のインフレ見通しが2.5%を上回らないこと
- ③長期のインフレ期待が引き続き十分抑制されていること

「2015年半ばまで」とした従来のカレンダーベースの時間軸から置き換える失業率や雇用者数、労働時間、労働参加率など一連の雇用指標を検証する「数値基準」に達したとしても即座に政策緩和を弱めることを意味しない

(2)オープンエンド型の「資産購入プログラム」(QE3)

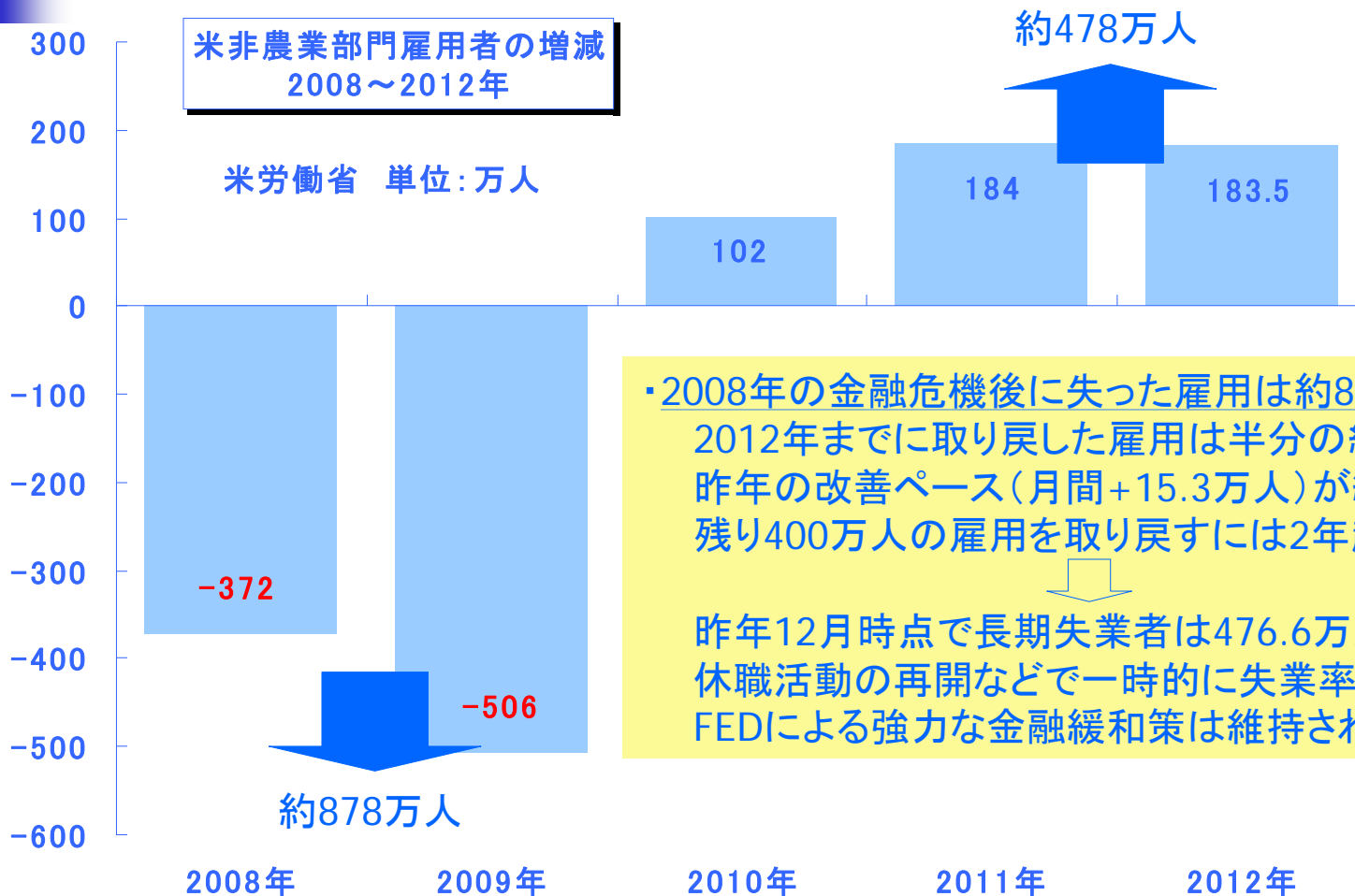
労働市場の著しい改善がみられるまで物価安定の下で資産購入を継続する

- ・住宅ローン担保証券(MBS)を月額400億ドルのペースで購入
- ・長期国債を当初は月額450億ドルのペースで購入
- ・その他の政策手段を適宜活用する
- ・資産購入の規模、ペース、構成を決定するに当たっては効果とコストを考慮

「資産購入プログラム」の継続期間についてFRB内で見解が分かれる(議事録)
昨年12月のFOMCでは数名が13年末よりかなり早い時期の縮小・停止を主張

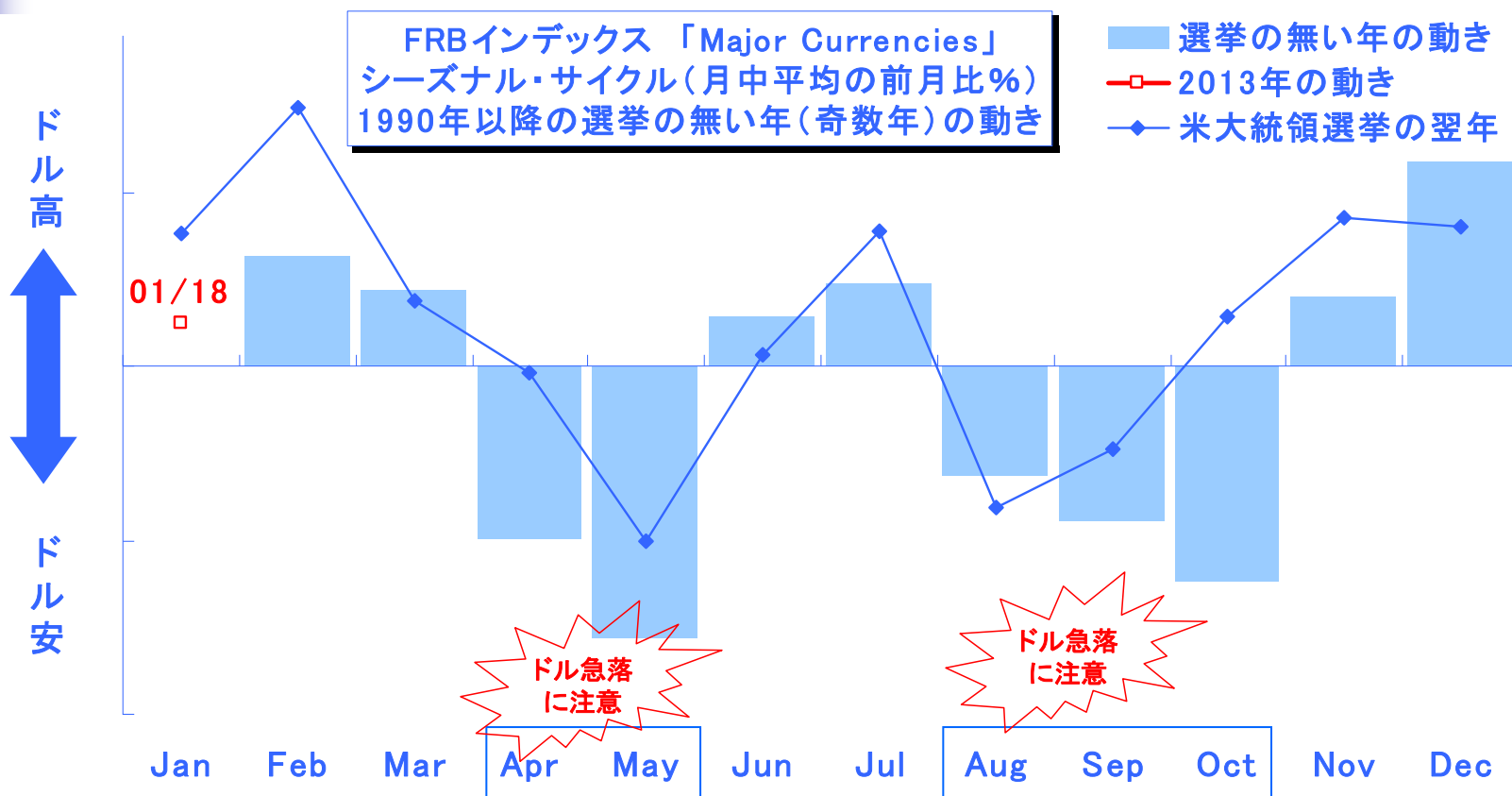
■米国の雇用情勢 改善ペースは依然として緩慢

- ・ 12年の非農業部門雇用は+183.5万人と前年の184万人を下回る
- ・ 08年の金融危機後に失った雇用の半分強を取り戻したに過ぎない
- ・ 12年のペースが続く場合は全ての雇用を取り戻すまで2年超かかる



■FRBインデックス(ドル実効為替レート)の変動パターン

- ・ 選挙の無い年は4-5月と8-10月にドル安が生じやすい季節性有す
- ・ 大統領選挙の翌年は年初のドル高のあと4-5月と8-9月がドル安に
- ・ 2期目のオバマ政権にとって喫緊の課題は「財政問題」の決着!?



- ・ 米政策当局にとって金融市場(長期金利)の安定と東アジアの安定が重要となる
- ・ 財政問題が決着すれば緊縮財政下の景気下支えでドル安容認に転じる可能性も!?

■米国の財政問題 次の山場は「3月」

- ・「財政の崖」への転落は年末年始の交渉により土壇場で回避
- ・「債務上限」は5月半ばまで延期となり「2月危機」は回避される
- ・共和党は債務上限の延期により残る2つの問題に集中審議する

■米国では財政問題を巡り3つの重要な期限が迫る

- ①2月下旬-3月上旬 連邦債務が法定上限(16兆3,940億ドル)に到達
- ②3月1日 先送りした自動的な歳出削減(1,090億ドル規模)が始まる
- ③3月27日 政府機関・プログラム暫定予算の期限が切れる

●議会下院、「債務上限を一時的に無効にする法案」を可決(1月23日)

- ・今回の法案は5月19日までの米政府の支払い義務を確実にする
- ・一方で「2014年度予算案」を4月15日までに可決するよう義務付けた

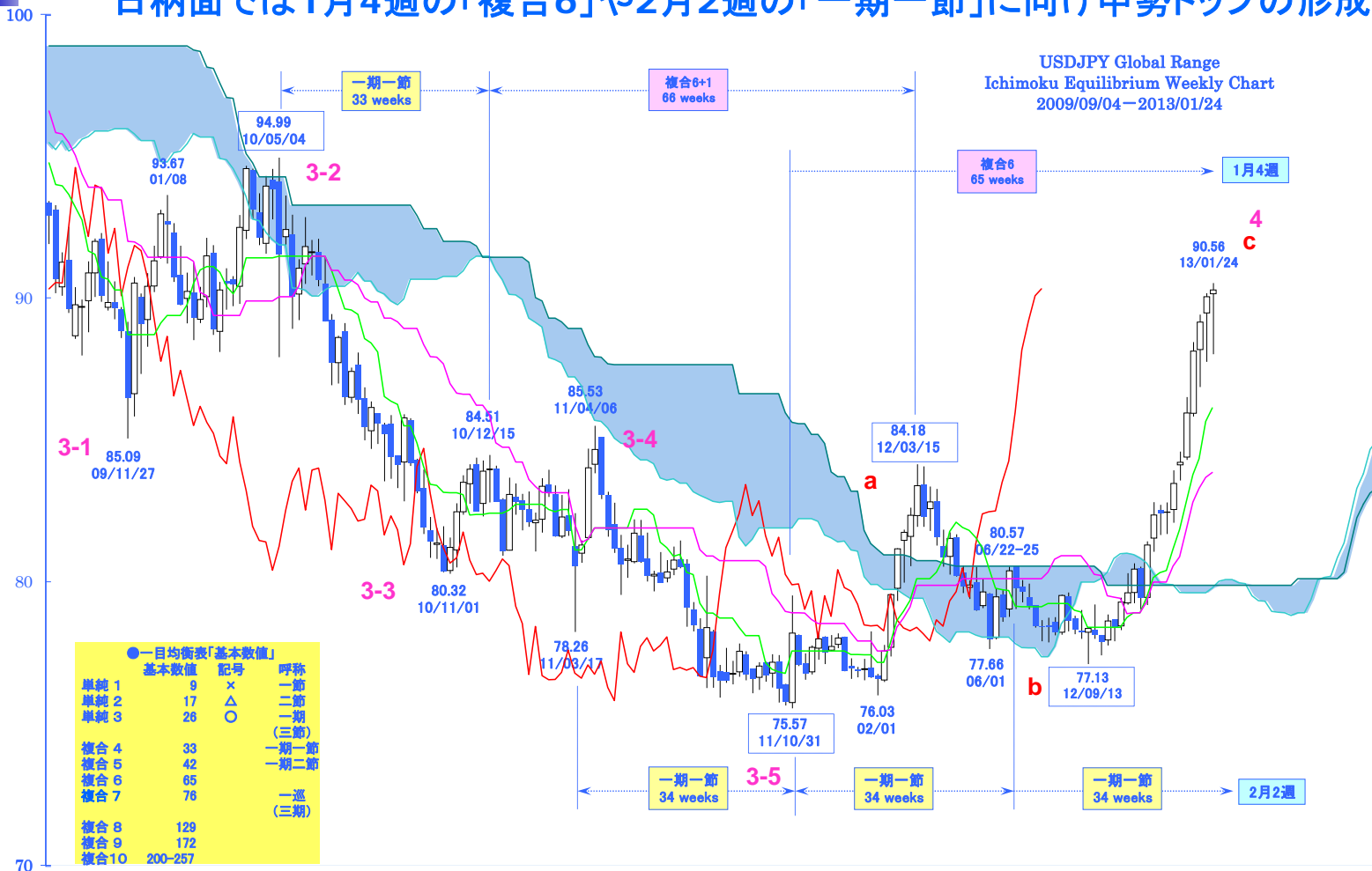
●連邦債務上限を短期的に延期した最大の狙いは？

- ・市場への影響が甚大な債務上限問題への共和党批判をひとまず回避
- ・向こう1-2ヶ月間で残る2つの重要な財政問題に集中審議できる
今後10年間で4兆ドル規模の中期的な財政赤字削減計画が必要
共和党議員は債務上限引き上げと同額の歳出削減を迫る方針

- ・3月1日までに代替措置で合意しなければ自動歳出削減が発動される
⇒給与税減税の失効と重なり景気後退の懸念を再び高める
- ・3月27日までに新たな予算案を承認しなければ政府機関が閉鎖される

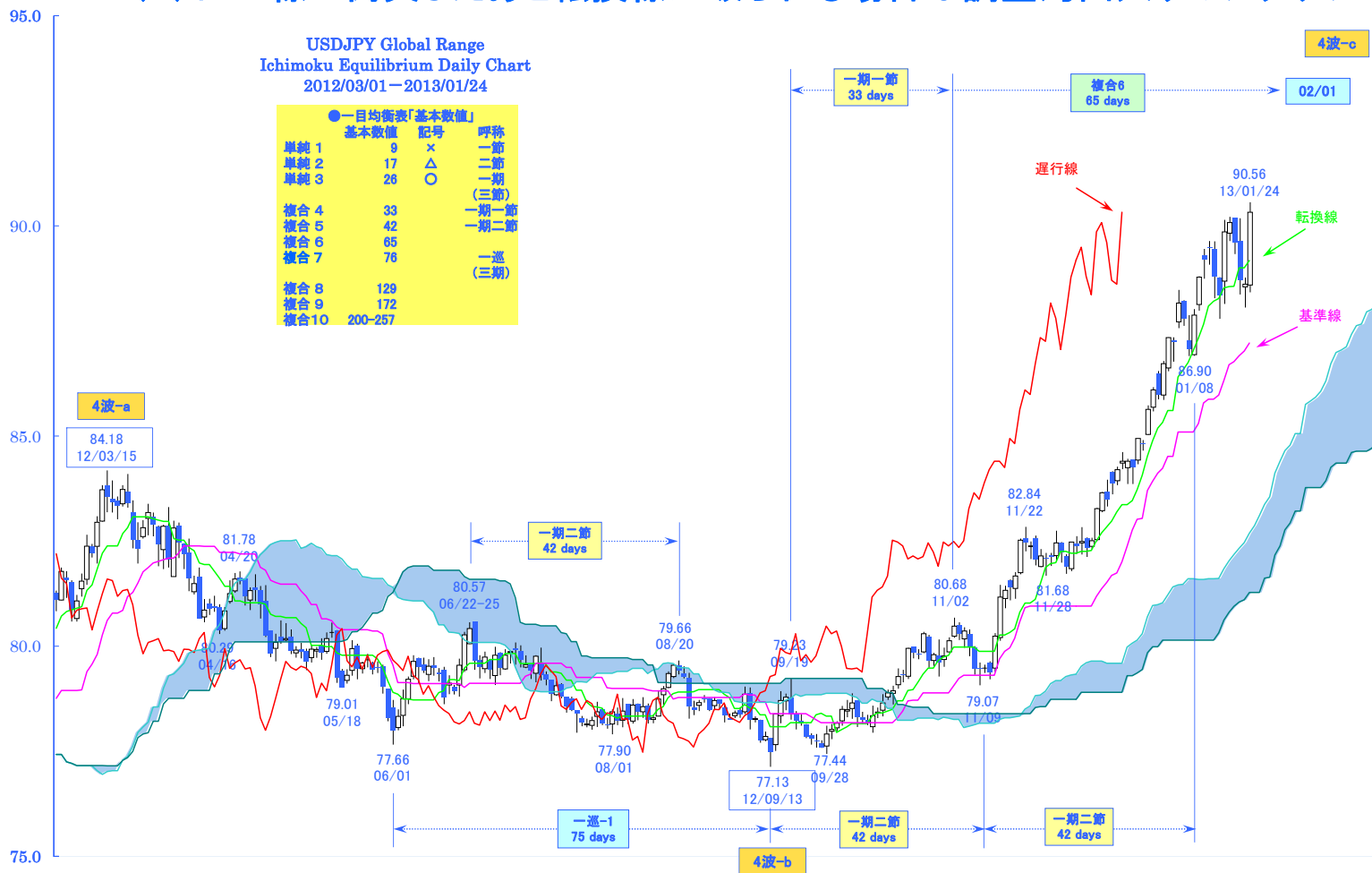
■ Technical Analysis: USDJPY 一目均衡表(週足ベース)

- ・ 2008年8月3週の110.67を起点に【3波】の下落波動(五波構成)が進行中
- ・ 中勢3波の下落波動は101.45(09年4月1週)から75.57(11年10月5週)まで下落
- ・ 中勢4波の修正波(a-b-c)はa波で84.18まで上昇したあとb波で77.13まで反落
- ・ 現在進行中のc波はa波のトップを上抜けて90.56(1月4週)まで上値を拡大
 中期的な波動目標は93.97処(=38.2% of 124.14⇒75.32)となる
 日柄面では1月4週の「複合6」や2月2週の「一期一節」に向け中勢トップの形成へ



■ Technical Analysis: USDJPY 一目均衡表(日足ベース)

- ・ 2011年の高値85.53(04/06)を起点とする中勢3波-5は75.57(11/10/31)で終了
- ・ 中勢4波はa波で84.18(12/03/15)まで上昇したあとb波で77.13(09/13)まで下落
- ・ 現在進行中の中勢4波のc波は90.56(01/24)まで続伸幅を拡大
- ・ 当面の焦点は「運行線」が日々線に接近(衝突)する局面の挙動となる
 - (1) 日々線との衝突を回避する場合のターゲットは①90.92、②91.56、③93.97
 - (2) 日々線に衝突したあと転換線が破られる場合は調整局面入りのシグナルに



■2013年1月10日・ECB理事会 & 総裁記者会見

- ・ 政策金利は「全会一致」で据え置き市場の「利下げ観測」後退
- ・ 成長見通しに対するリスクは「下振れ方向」との認識を示した
- ・ 金利据え置きは「楽観」ではなく政治待ちの「臨戦態勢」を示唆!?

●主要政策金利は過去最低水準に据え置く

- ・ 主要政策金利のリファイナンス金利を過去最低の年0.75%で据え置いた
- ・ 中銀預金金利(下限)はゼロ%に、限界貸出金利(上限)は1.50%で据え置く
- ・ 金利据え置きの決定は「全会一致」(昨年12月は「利下げ」の議論が行われた)
理由・・・①国債利回りの低下、②株価の回復、③南欧の銀行預金流出が停止

●成長見通しに対するリスクは「下振れ方向」

- ・ ドラギ総裁は記者会見で「構造改革の実行の遅れ」を筆頭に挙げた
債務危機の克服は財政赤字削減や構造改革、EMUの統合深化にかかっている

◎「金利据え置き」は「利下げカード」温存というメッセージ!?

「国債購入プログラム(OMT)」のアナウンスメント効果だけで市場が安定しているかについてドラギ総裁は「出口戦略」に向かう予定はないと会見で言い切っている



信用不安が再燃するリスクがあり臨戦態勢は解けず「政治待ち」の状態にある
ECBが次の一手を判断するのは緊縮路線の継続を問うイタリアの総選挙後となる
3月のECB理事会は「四半期経済見通し」を発表する重要な節目の会合に!!