

みずほマーケット・トピック(2017 年 4 月 20 日)

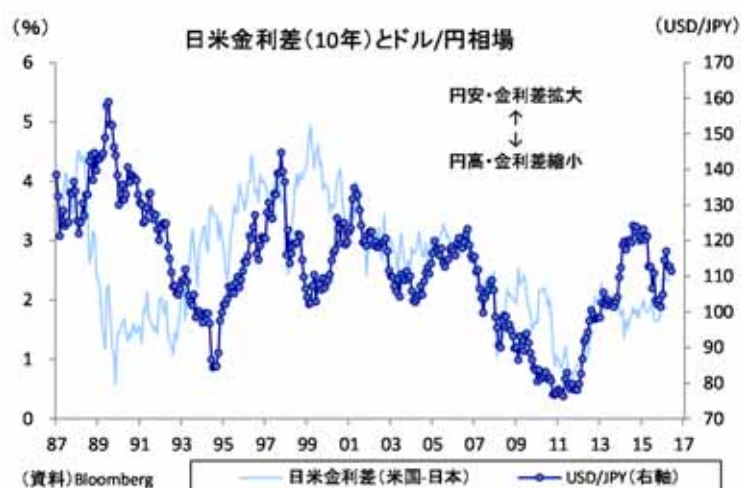
米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～

米 10 年金利が節目と見られる 2.2%を割り込む中、ドル/円相場が 110 円台に復帰するのも難しい情勢となっている。トランプ大統領の政策運営の稚拙さ、盛り上がらない物価環境に加え、突如 6 月に開催が決定した英国総選挙などの影響もあって、6 月 13～14 日の FOMC における利上げ織り込みは 1 週間前の 60%弱から 40%弱まで低下している。根本的な議論として本来にインフレ予防を目的として FRB の利上げが差し迫った状況にあるならば、銀行与信やその代替としての社債発行残高に盛り上がりが見られるはずだが、そのような兆候は一切見られず、マネーサプライも加速していない。実体経済を巡る貨幣量に盛り上がりが見られないのだから、物価が加速しないのもまた、理論的に当然の話である。Quick 社の 4 月月次調査によれば、ヘッジの有無に拘らず海外ソブリン(国債)の運用は「減らす」との意向が主流。一方で「増やす」との回答が目立つのが国内株や国内クレジット(社債)に。全体として「外から内へ」の方針に切り替え始めている投資家が多いところへ、米金利の低下も重なっているという現状認識が重要。

～米 10 年金利 2.2%割れを受けて～

昨日の為替相場はドルが比較的堅調となったものの、明確な方向感が出ていない。昨晚公表された地区連銀経済報告(ベージュブック)では全国的に緩やかな景気回復が続いている事実が確認されたものの、個人消費や物価の動きが鈍いことにも言及が見られ、利上げにとって磐石な環境が整っているのかやや疑問も残る内容となった。なお、こうしたベージュブック以前から米金利は低下傾向にあり、週初 18 日の米 10 年金利は節目と見られていた 2.2%を割り込んでいる。

今さら議論するまでもない論点だが、米金利が上昇しない局面で円売り・ドル買いが活発することは無い。歴史的に見ても、円安基調が根付いた局面はほぼ例外なく日米金利差が拡大している局面であり(図)、それは往々にして FRB の利上げ局面と符合してきた。今回の 2014 年半ば以降の円安・ドル高も「世界で利上げ出来る中央銀行が FRB だけ」という特殊な環境で生じた一種の世界的ブームであった。昨年 11 月以降はそうして元より存在していたブームにトランプ大統領誕生にかこつけた無根拠なリフレトレード(株買い、債券売り、ドル買い)が重なり、さらにドル買いが盛り上がったのである。その中でも特に強く米金利上昇に反応したのが円であることも本欄では繰り返し論じてきた。



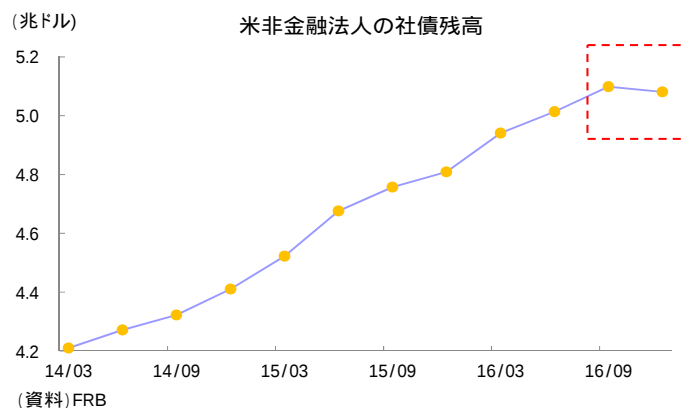
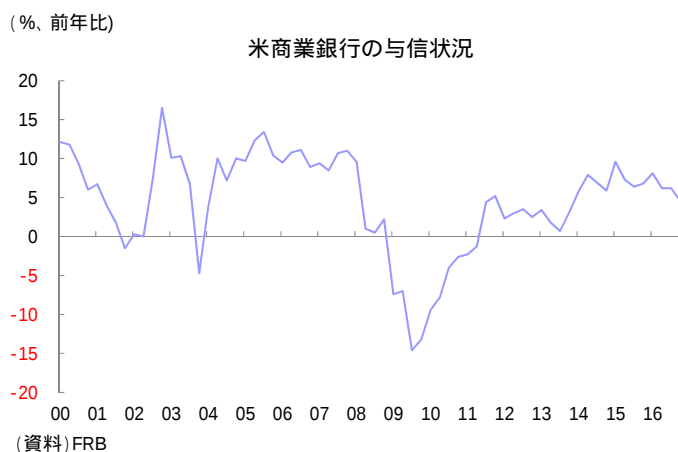
しかし、年明け以降は当初より懸念されていたトランプ大統領の政策運営の稚拙さが露呈するに伴ってそうしたトレードが失速し始め、18日には遂に米10年金利が2.2%を割り込むに至った。この過程でドル/円相場も一時108.14円まで下落しており、目先110円台を回復する兆しは見られない。なお、年初来の米金利を振り返れば、10年を筆頭とする長期金利の動きはそもそも短期金利のそれに比べて鈍いものだった。図示される



ように、年初来の米金利のイールドカーブは一貫してベアフラット化が進んでおり、元より市場参加者がFRBの正常化プロセスを心底信じていたとは思えない。ちなみに、現状のFF金利先物から算出される6月13～14日のFOMCにおける利上げ織り込みは1週間前の60%弱から40%弱まで落ち込んでいる。英国の解散・総選挙が突如6月8日に前倒しとなったことの影響もあろうが、先週14日に公表された米3月消費者物価指数(CPI)が総合、コアともに予想外の前月比マイナスに失速するなど、そもそも基礎的経済指標が利上げを支持していないという事実も無視すべきではない。その上でトランプ政権の拡張財政を巡って一向に詳細が定まる気配が見られていないため、痺れを切らした向きが昨年11月以降の取引を巻き戻しているのだと思われる。

～実体経済に過熱感無し～

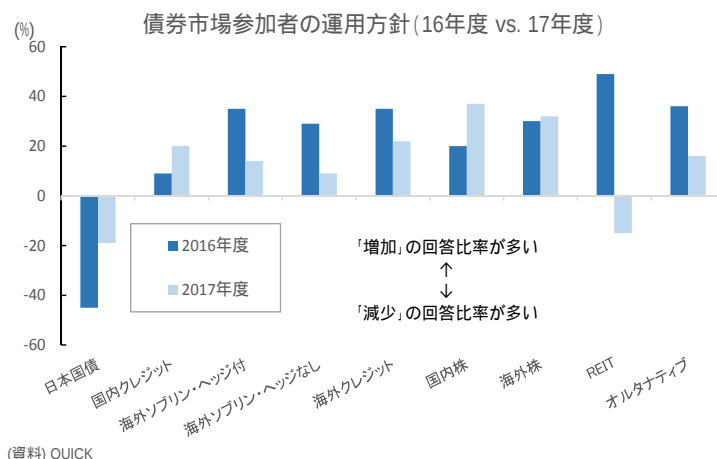
根本的な議論だが、本当にインフレ予防を目的としてFRBの利上げが差し迫った状況にあるならば、実体経済に相応の過熱感が見られて然るべきである。景気過熱が金利上昇を正当化するような局面ならば、例えば銀行与信やその代替としての社債発行残高に盛り上がりが見られるはずであり、ひいてはマネーサプライの加速も確認したいところである。しかし、現実には銀行与信の増勢は徐々に衰えているし(右図・上)、社債発行残高も昨年10～12月期にピークアウトの兆候が見受けられる(右図・下)。また、マネーサプライ(M2)は昨年10月に前年比+7.6%とピークをつけた後、その後は失速しており、最新3月分では同+6.4%まで減速している(増加幅は4か月連続で縮小中)。実体経済を巡る貨幣量に



盛り上がりが見られないのだから、物価が加速しないのもまた、理論的に当然の話である。本欄では繰り返し述べているが、素直に「経済的な正しさ」と向き合って分析をした場合、連続利上げという結論には辿り着きにくいように思われる¹。

～「外から内へ」の傾向が強まる本邦機関投資家～

過去の円安・ドル高局面が日米金利差の拡大に追随してきたのは、その背後に本邦機関投資家における外国債券の買い越しがあったからでもある。この点、円相場の基礎的需給環境の現状把握とともに本欄²では議論した通りだが、ドル/円のベースコストが著しくタイト化(低下)傾向にある中で、買い越しが増えるにしてもヘッジ付が第一の選択肢となりそうというのが現状である。だが、Quick 社が 4



月 3 日に公表した月次調査³によれば、ヘッジの有無に拘らず、海外ソブリン(国債)の運用は「減らす」との意向が主流となっている。一方で「増やす」との回答が目立つのが国内株や国内クレジット(社債)であり、忌避されてきた日本国債に関しても「減らす」の回答割合が著しく低下している。

全体として「外から内へ」の方針に切り替え始めている投資家が多いところへ、米金利の低下も重なっているというのが現状なのである。こうした状況を打開するには FRB のタカ派姿勢を裏付けるだけの実体経済活動(特に与信活動の盛り上がりに伴うマネーサプライの増加など)が期待されるが、早晚、そのような話が盛り上がってくるような気配は無い。ドル/円相場が上昇基調に戻るための手掛かりは国内外ともに見出しづらくなっているのが実情である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

¹ 本欄 2017 年 4 月 5 日号『真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～』をご参照下さい。

² 本欄 2017 年 4 月 11 日号『円相場の基礎的需給環境～ベーススワップと対外証券投資～』をご参照下さい。

³ 「あなたが運用担当者なら各資産の新年度の運用を 2016 年度と比べてどう変えますか」という質問に対し、「増加」・「不変」・「減少」との選択肢が用意されている。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けれない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベールシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/5縮小≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の奇立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場を基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場を基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミックスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～