

みずほマーケット・トピック(2017 年 6 月 7 日)

110 円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～

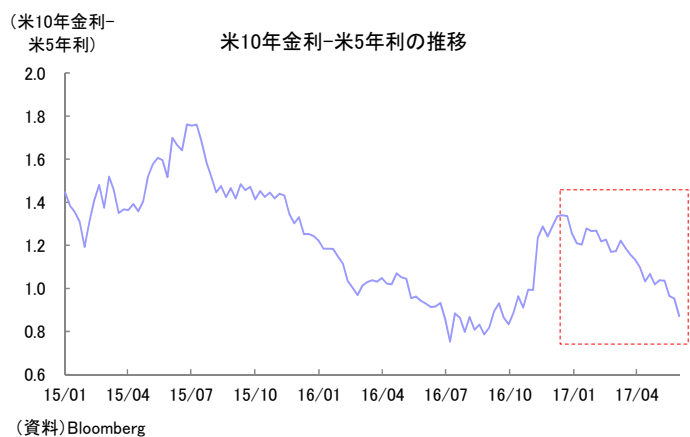
ドル/円相場が 110 円割れとなる中で思うことは欧米主要メディアにおける論調の変化である。過去 1 週間で英フィナンシャル・タイムズ紙や米ウォールストリートジャーナル紙で FRB の利上げ路線や米国の家計債務の現状について懸念を示す記事が目立った印象。市場では「FRB の政策判断ミスに賭ける取引(Fed policy mistake trade)」が芽生え始めているとの指摘も見られ、米イールドカーブの現状はもはや今月利上げをして、年内にバランスシート縮小に着手する中央銀行のそれとは思えない。今後もこうした論調が支配的になるというのが筆者の基本認識である。市場ではわずか 2～3 週間程度の動きを捉え「110 円は堅い」などと安易な観測が浮上しやすいが、米金利が下落し、ドル相場全体が下値を模索する局面でドル/円相場の個別具体的な水準など何の意味も持たないことを肝に銘じるべきだろう。

～「安易な観測」は何の意味も持たない～

昨日の為替相場ではドル相場が続落する展開でドルは対ユーロで 1.1284、対円で 109.23 円をつけている。重要イベントが集中する 8 日を前に従前のドルロングポジションが巻き戻されているとの解説が最も無難だが、徐々にしかし確実に FRB の正常化プロセスへの確信が薄まっていることも一因だろう。昨日の米 10 年金利は一時 2.1% 台前半まで下落しており、ドルはこれに応じて手放された格好である。本欄や『中期為替相場見通し』で予想してきた通りの動きであり、このままドル/円相場は下値を模索すると考える。市場ではわずか 2～3 週間程度の動きを捉え「110 円は堅い」などと安易な観測が浮上しやすいが、米金利が下落し、ドル相場全体が下値を模索する局面でドル/円相場の個別具体的な水準など何の意味も持たない。筆者は引き続きドル/円相場は 100 円割れを臨む展開に至ると予想している。

～欧米メディアで目立ち始めた利上げ慎重論～

なお、これまで強気の見方が多かった印象の欧米主要メディアでも米経済ひいては FRB の利上げ路線に不安を示す報道が目立ち始めている。例えば 6 月 5 日の英フィナンシャル・タイムズ紙は『Fresh doubt raised over Fed rate rise』と題し、弱い物価を筆頭とする経済指標を理由に利上げ路線への率直な不安を投げかけている。昨年来、同様の見方を抱いてきた本欄からすると今更感の強い記事だ



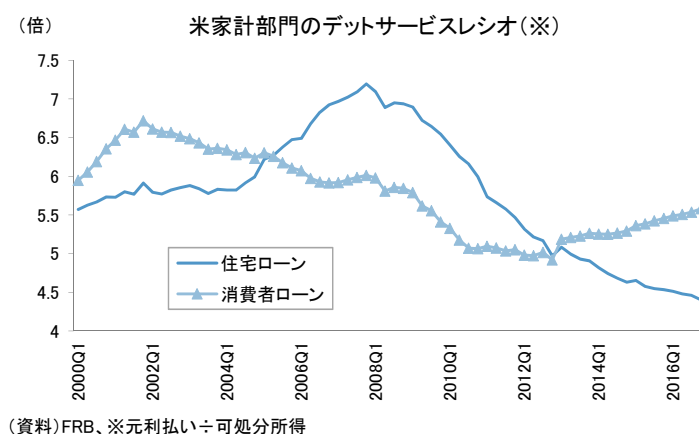
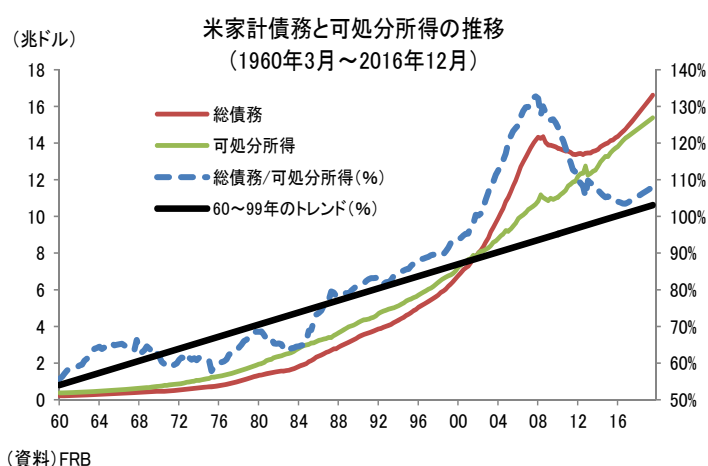
が、内容自体は至極真つ当である。特に、「there is a nascent “Fed policy mistake trade” budding in markets, best shown in the difference between short and long-term US Treasury yields, the so-called yield curve」との記述は目を惹く。市場では「FRB の政策判断ミスに賭ける取引 (Fed policy mistake trade)」が芽生え始めており、米長短金利差がこれを最も良く表しているという論旨である。この点、本欄では前頁図を用いて、市場が正常化路線に不信感を覚えていると繰り返し強調してきた。今や米 10 年金利と 5 年金利のスプレッドは昨年 9 月末の水準まで縮小している。今月利上げをして、年内にバランスシート縮小に着手する中央銀行のイールドカーブとは思えない。

～米家計総債務の膨張懸念～

また、金融政策への不安もさることながら米家計部門の債務状況に目を向ける記事も散見される。先週 5 月 30 日の英フィナンシャル・タイムズ紙は『Debt pile-up in US car market sparks subprime fear』と題し、かねてより不安が指摘される自動車ローン市場の巻き戻しに警鐘を鳴らしている。さらに米ウォールストリートジャーナル紙(電子版、日本語)は『米国の信用拡大、限界に

到達か』との記事を掲載し、「米国の家計債務の総額は 2017 年第 1 四半期に過去最高となる 12 兆 7300 億ドルに達し、住宅バブルのピーク時の家計債務 12 兆 6800 億ドルを上回った」ことを指摘している。一方で、「期間 30 年の住宅ローン金利は約 3.9%、最近の住宅ローン支払額は可処分所得のわずか 4.4%とこの数十年で最低となるなど、借り入れコストは依然として歴史的低水準にある」といった借り手にとってまだ余裕のある環境が用意されていることも指摘している。こうした事実を示したものが上図である(なお、数字は資金循環統計における「家計および非営利団体」ベースゆえ、報道より総債務の水準が若干大きくなるがイメージは変わらない)。家計総債務はリーマン・ショック以前を超える水準に到達しているものの、可処分所得の順調な伸びとの見合いではむしろ長期トレンドに沿っているのが現状であり、この点がサブプライム危機との大きな相違である。

とはいえ、対比すべき「適切な長期トレンド」が事前に分かるわけでもなく、果たして現状が本当に無難な水準と評価できるのかは判断がつかない。ウォールストリートジャーナル紙の記事中で指摘されている「FRB は金利を引き上げており、金利に敏感な借り手をはじめとする消費者は圧力を感じている」という部分が真つ当な懸念事項となるだろう。例えば、右図に示すように米家計部門にお



けるデットサービスレシオ(元利払い÷可処分所得)の動きを見ると、ボリュームの大きい住宅ローンこそ落ち着いている一方、自動車ローンや教育ローンなどを含む消費者信用におけるデットサービスレシオは2014年後半からはっきりと上昇傾向にある。FRBが利上げを重ねるほどにこの動きは強まっていくことになるだろう。自動車ローンの規模(約1.2兆ドル)は住宅ローン(約9.0兆ドル)のそれに比べて格段に小さいため、巻き戻しが起きても影響は限定的との見方もある。しかし、これまで利上げを当然視するような風潮が強かった欧米主要メディアにおいて米実体経済の現状と展望を慎重に見ようとする向きが見られ始めていることは重要な兆候として捉えておきたい。

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。

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6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
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～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」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/S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ンカリへ～
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	円相場の基礎的需給環境～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	円相場の基礎的需給環境～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」は不可避免か～
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、為替相場の動所～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