

みずほマーケット・トピック(2017 年 7 月 4 日)

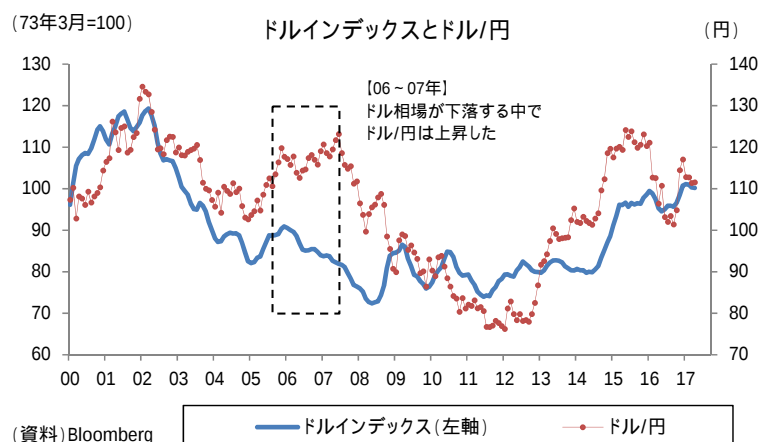
ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～

過去 1 週間の為替相場を総括すると「ドル安・円安相場」であった。本欄や『中期為替相場見通し』の骨子は「行き過ぎたドル高の調整が進む中であって、円相場も巻き込まれて円高になる」というものである。この点、過去 1 週間に限れば、この予想は半分(ドル安)当たって、半分(円高)外れていることになる。現状のムードは続くのだろうか。本欄見通しの根幹に関わる部分であるため、考察を示してみたい。結論から言えば、こうしたトレンドが続くのは難しいように思われる。確かに 06 年から 07 年においては「ドルインデックスの下落」と「ドル/円の上昇」が併存するという局面があった。だが、こうした相場が定着するには円キャリー取引だけではなくドルキャリー取引も流行する必要がある。そのためには、両通貨から見て「複数の外貨に対して十分な金利差が存在すること」および「ボラティリティが安定していること」が必要条件となるだろう。しかし、現状ではは満たしてもは満たしておらず、その見通しも不透明である。

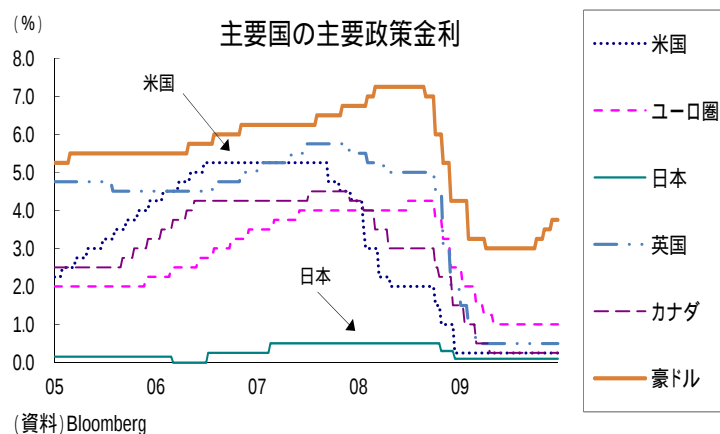
～「ドル安・円安相場」は続くのか～

過去 1 週間の為替相場を振り返ると、ドルインデックスが最大で▲2%も下落しドル相場全体の軟化が目立つ地合いであったが、その中で円は対ドルで▲1%弱下落した。過去 1 週間において対ドルで下落した通貨は円とスイスフラン(▲0.3%)だけである。繰り返し論じているように、本欄や『中期為替相場見通し』の骨子は「行き過ぎたドル高の調整が進む中であって、円相場も巻き込まれて円高になる」というものである。この点、過去 1 週間に限れば、この予想は半分(ドル安)当たって、半分(円高)外れていることになる。もちろん、わずか 1 週間という「若い」相場であるため、これを基調と認識するにはまだ時間が必要と考えるが、本欄見通しの根幹に関連する部分であるため、筆者なりに現在考えていることを示してみたい。「ドル安・円安相場」は続くのだろうか。

通常、ドルインデックスが下落する地合いでは円相場もこれに準じて騰勢を強めることが多い。しかし、過去にそうならなかった例もある。2005 年から 2007 年の円安バブルと呼ばれた時代では 2006 年以降、「ドルインデックスの下落」と「ドル/円の上昇」が併存した(図)。この頃は非常にラフに言えば、「円を売って、外貨を買えば概ね儲かる」と考えられていた時代であり、いわゆる円キャリー取引が最も華やかだった時代である(同時に、その後の超円高局面のエントリーポイントだったという見方もできるが・・・)。



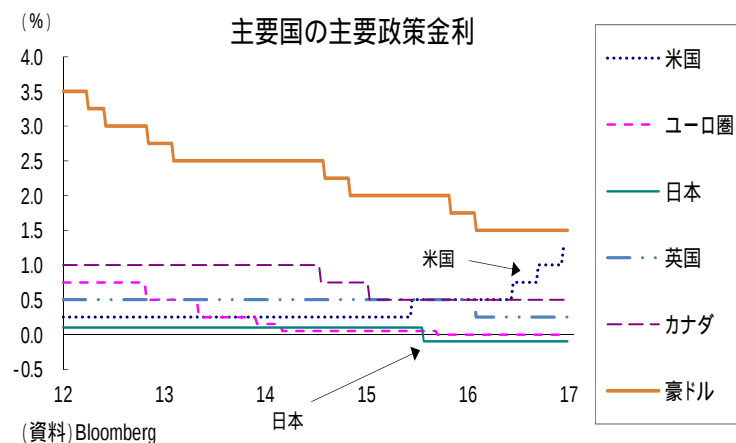
そうになった背景には円だけがゼロ金利である一方、その他通貨の政策金利が連続的に引き上げられる状況があった(図)。そうした状況下、「円を元手とする外貨投資」の期待収益増大が当然視されるような空気があった。より正確に言えば、英ポンドや豪ドルなどドルのほか新興・資源国通貨まで目を広げれば、ドルよりも金利の高い通貨も沢山存在した。それゆえ、「円を元手とする外



貨投資」に限らず「ドルを元手とする外貨投資」に関しても多くの対象が存在した時代であった。円キャリー取引も流行るがドルキャリー取引も流行っていたため、ドル安と円安が併存したのである。

～円キャリー取引が流行する地合いとは言えず～

しかし、右図に示すように、現状はドルの政策金利だけが独走している。ここにくいてユーロ、英ポンド、カナダドルに正常化期待が強まっているが、所詮はまだ「期待」の域を出るものではなく、それが現実に至るまでには紆余曲折が予想される。元よりドルしか存在しなかった正常化グループの通貨としてユーロ、英ポンド、カナダドルと矢継ぎ早に投資対象が浮上してきたので、食指が動く心理は分からなくはない。だが、FRBですら気迷いながら正常化を進め、1年半かけて予定の半分程度(4回)しか利上げできなかったことを思い返せば、今後の道のりは平坦ではあるまい。



理は分からなくはない。だが、FRBですら気迷いながら正常化を進め、1年半かけて予定の半分程度(4回)しか利上げできなかったことを思い返せば、今後の道のりは平坦ではあるまい。

特に、金融政策委員会(MPC)の利上げ提案を受けて急騰している英ポンドを「正常化グループの一員」と見なすことには違和感を覚える。実体経済の堅調を受けて引き締め路線を歩もうとしているFRB、ECB、カナダ中銀(BOC)に対し、イングランド銀行(BOE)の利上げはスタグフレーション対策というダメージコントロールの側面が大きい。「実体経済の地力を評価して通貨を買う」という事情からはやや異なってくるだろう。また、これから本格化するブレグジット交渉において英国の劣勢は火を見るよりも明らかである。離脱の在り方ひとつを取ってみても、英政府・保守党として確固たるグランドデザインがあるようには見えない。片や、相対する欧州委員会を主軸とするEU側は英国を「見せしめ」とすることについて何の躊躇もない。今後、交渉における英国の劣勢が伝えられるに連れてポンドが下落する可能性は高そうだが、BOEはその度に利上げで応戦するのだろうか。利上げしたとして景気はそれに耐え得るのだろうか。むしろ、利上げを受けた消費・投資意欲の減退を目の当たりにし、利下げが検討される可能性すら有り得る。

このほかECBやBOCにおいても正常化を進めるにあたってはクリアしなければならない問題が

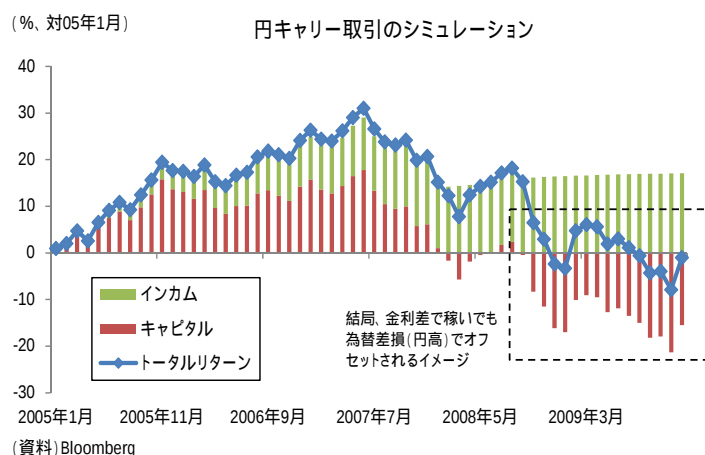
少なくないはずだ。例えば、ECB がこれから検討しようとしているのは利上げではなく量的緩和 (QE) の処遇である。その処遇が縮小になるのか廃止になるのかについてもコンセンサスが定まっていない状況である (筆者は縮小&延長ではないかと現段階では考えている)。

以上のような状況に鑑みると、複数通貨において金利先高観が当然視されていた 2005～07 年とは事情が異なることは認識しておきたい。上述したように、「ドル安・円安相場」が続くには「円やドルを元手とする外貨投資」について多くの分散先が必要となる。言ってみれば「ECB、BOC、BOE の正常化をどれほど信じるべきか」という話であり、この点に確証を持つのであればドルインデックスの下落到りにつ円相場の下落にも賭ける価値はある。その場合、望むらくは新興・資源国通貨の利上げも欲しいところである。だが、筆者はそこまでの確信をまだ持てない。

～円キャリー取引が流行する地合い～

リスク許容度が縮小した際の円買い圧力の大きさを認識している市場参加者は多く、円と外貨の間に横たわる期待収益の差が一方的に拡大し続けることに疑いを持つ向きも少なくないだろう。上で見たように、「ドル安・円安相場」が定着するには円キャリー取引だけではなくドルキャリー取引も流行する必要がある。こうした状況が成立するための必要条件は①「複数の外貨に対して十分な金利差が存在すること」および②「ボラティリティが安定していること」と思われるが、現状では②は満たしても①は満たしておらず、その見通しも不透明である。とすれば、過去 1 週間で見られているような「ドル安・円安相場」がトレンドになっていくだけの確証は今のところ持てない。

また、たとえ円キャリー取引主導の円安局面が到来したとしても、結局は理論的 (金利平価的) には後の為替変動でオフセットされる運命にあることも指摘しておかねばならない。右図は 2005～2007 年の円安バブルと呼ばれた時代とその後サブプライム危機やリーマンショックを受け「悲観の極み」にまで至った時代を含めた円キャリー取引のパフォーマンスである。例えば、円安ブームに 2005 年からエントリーし、2008 年や 2009 年までホールドした場合、金利 (インカム) で稼いだ分は為替 (キャピタル) でしっかり相殺されたことが分かる。理論的に想定された通りの結末でもあった。もちろん、「そのような調整が到来する前にエグジットできる」という確信があればキャリー取引は奏功する。しかし、現状のように大した金利差も稼げない状況で、購買力平価 (PPP) 対比で相応に上昇しているドル/円を買い進めるのはリスクの方が大きいというのが筆者の基本認識である。



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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
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～
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(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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
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～ベア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～ブレイン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～内政の苛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を前に～
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信心～)
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～
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？～