

みずほマーケット・トピック(2017年8月14日)

## VIX 急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整

先週 10～11 日の金融市場では米朝間の緊張が高まる中でリスク資産を手放すムードが強まり、米株式市場は大崩れ、ドル/円は約 2 か月ぶりの 108 円台に。元より米株は FRB 自らが割高とのレッテルを貼り、市場においても「調整のきっかけ待ち」というムードが強かった。地政学リスクの高まりはその格好の「きっかけ」になったと思われる。こうした状況下、10 日の VIX 指数は米大統領選の投開票日であった 2016 年 11 月 8 日以来の高水準まで上昇。同指数は 7 月下旬には一時 8.84 と過去最低まで下落しており、これが円キャリー取引ないしドルキャリー取引を囿り立てるムードに寄与していた。この点、キャリー取引を主軸とする「ドル安・円安」相場は少なくとも現時点ではその芽を完全に断たれた格好。実際に軍事衝突に至るまで市場の織り込みは本格的なものにはならないだろうが、10 年前の「パリバショック」が今回は「米朝緊迫化を主軸とする地政学リスクの高まり」である可能性も視野に中期的なシナリオを策定していきたい。

### ～格好の「きっかけ」となった地政学リスク～

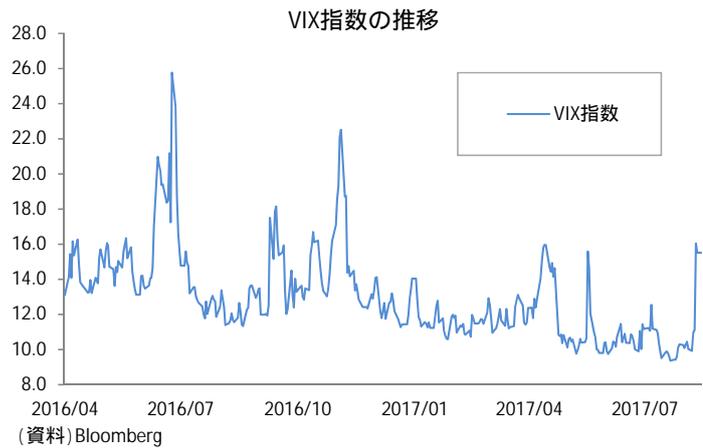
東京市場休場日を含む 10～11 日の金融市場では米朝間の緊張が高まる中でリスク資産を手放すムードが強まり、米株式市場は大崩れとなった。具体的には 10 日、北朝鮮がグアムに向けて弾道ミサイルを発射する計画を発表した一方、トランプ米大統領がこれに対し喧嘩腰のメッセージを再三発したことで市場の緊張感が高まる展開となっている。為替市場でも従前のポジションの巻き戻し(円買い)が進んで円全面高となっており、ドル/円は 6 月 14 日以来、約 2 か月ぶりの 108 円台をつけている。元より米株については FRB 自らが割高とのレッテルを貼り、市場においても「調整のきっかけ待ち」というムードが強かった。地政学リスクの高まりはその格好の「きっかけ」になったと思われる。なお、地政学リスク以外の要因としては、11 日に公表された米 7 月消費者物価指数(CPI)が総合、コア共に市場予想を下回ったこともドル売りの動きに拍車をかけている。現実問題として、ドル売りに関しては地政学リスクよりもこちらの方が合理的な材料と言えるだろう。

### ～芽が断たれた「ドル安・円安」相場～

こうした状況下、10 日の VIX 指数は 16.04 まで急騰しており、米大統領選の投開票日であった 2016 年 11 月 8 日以来ほぼ 9 か月ぶりの高水準をつけている。VIX 指数は通常 10～20 のレンジで取引され、20 を超えると投資家の不安心理が極度に高まった状態を意味すると言われる(次頁図)。この点、同指数は 7 月下旬には一時 8.84 と過去最低まで下落しており、これが円キャリー取引ないしドルキャリー取引を囿り立てるムードに寄与していたことは周知の通りである。過去の本欄<sup>1</sup>で

<sup>1</sup> 本欄 2017 年 7 月 4 日号『ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～』のほか、ロイター外国為替フォーラム 2017 年 7 月 20 日配信『「ドル安・円安」併存の限界』などをご参照下さい。

も論じてきたように、キャリー取引に必要なとされる条件は①十分な金利差と②安定したボラティリティの 2 つである。特に 6 月下旬以降に見られた「ドル安・円安」の併存を想定するのであれば、①は FRB 以外の中央銀行が積極的に正常化を進めることで満たされている必要がある。6 月下旬のドラギ ECB 総裁によるシントラススピーチやこれに付随する主要中銀（英国、カナダ、豪州など）への正常化期待の高まりはこの①への期待を

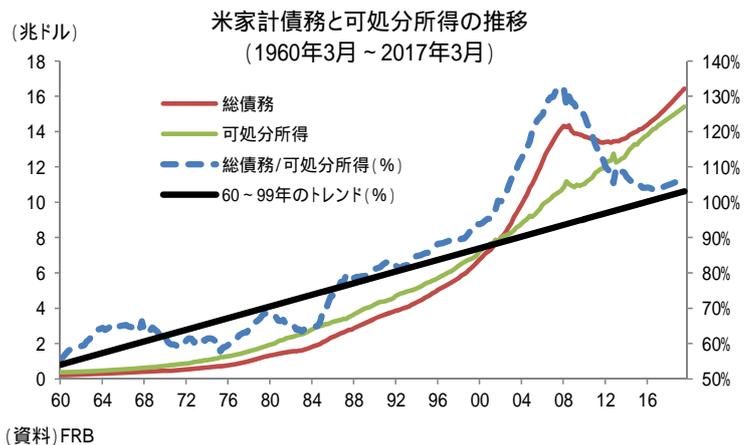


高めるものではあったが、結局その流れは地政学リスクの高まりに応じて一旦途絶する格好となった。ここに来て、元より満たされていた②まで崩れており、キャリー取引を主軸とする「ドル安・円安」相場は少なくとも現時点ではその芽を完全に断たれている。

### ～10 年前は「パリバショック」、今回は「地政学リスク」？～

もっとも、足許で起きていることは溜まったポジションが地政学リスクというきっかけを得て巻き戻されているだけであり、主要中銀における正常化ブームが終焉したとまでは言い切れない。ゆえに、3～4 月がそうであったように、一時的に地政学リスクが高まっても、その後の中銀の情報発信次第では再び空気感が変わってくる可能性もあろう。特に、8 月 24～26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長やドラギ総裁の言動次第では再び、またキャリー取引という言葉

を軽々に用いてドル安・円安を煽る向きが出てくる可能性がないわけではない。しかし、外交や軍事の専門家でなくとも、米朝関係の緊張度が 3～4 月に比べて明らかに高まっていることは分かる。こうした状況を背にしながら FRB や ECB が出来ることも限られていると考えるのが自然ではないか。本欄や『中期為替相場見通し』で想定するような安定的なドル安とこれに付随する円高が実現するためには、実体経済指標の緩やかな劣化は元より、やはり高過ぎる株



価の調整と共に FRB の正常化が立ち往生するという展開が最も考えられるものであった。その調整が今、始まっている可能性について、多少なりとも構えておくべき状況なのではないか。10 年前に発生したサブプライム危機とこれに連なるリーマン・ショックの端緒は 2007 年 8 月 9 日の BNP パリバショックであった。これはたまたまパリバショックがきっかけとなっただけであって、それ以前から米家計部門の債務の大きさや欧州における（経常収支の）域内不均衡など、誰が見ても不適切な経済の「患部」は長らく指摘されていた。現時点でも米家計部門の債務の大きさは遂にリーマン・シ

ック前を超え、その過剰が指摘されているし(前頁図)、繰り返し述べているように株価は FRB ですら割高と評価する状況にある。実際に軍事衝突に至るまで市場の織り込みは本格的なものにはならないだろうが、10 年前の「パリバショック」が今回は「米朝緊迫化を主軸とする地政学リスクの高まり」である可能性も視野に中期的なシナリオを策定していきたい。

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](mailto: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](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8月10日 | 週末版   |
| 2017年8月9日  | 2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて                    |
| 2017年8月8日  | 技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状                       |
| 2017年8月7日  | 米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～                    |
| 2017年8月4日  | 週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)         |
| 2017年8月3日  | フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～            |
| 2017年8月2日  | フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～              |
| 2017年8月1日  | 実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～                 |
| 2017年7月28日 | 週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～) |
| 2017年7月27日 | FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～                   |
| 2017年7月26日 | ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～                  |
| 2017年7月25日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)                 |
| 2017年7月21日 | 週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)             |
| 2017年7月20日 | 最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～                   |
| 2017年7月19日 | ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～                 |
| 2017年7月14日 | 週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)         |
| 2017年7月13日 | イェレン議長証言を受けて～花道的正常化は続く模様～                   |
| 2017年7月12日 | EU回帰でドイツは変わるのか？                             |
| 2017年7月11日 | 正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置                      |
| 2017年7月10日 | 円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～                  |
| 2017年7月7日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじまった模様～)            |
| 2017年7月6日  | FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～                      |
| 2017年7月5日  | ECB版テーバー・タントラムの現状と展望                        |
| 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～               |
| 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～                  |
| 2017年6月26日 | 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23日 | ブラトECB理事発言を考える～影響力は侮れず～                     |
| 2017年6月22日 | 週末版   |
| 2017年6月21日 | 対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブレード～                 |
| 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(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 | 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22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」が「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～            |
| 2017年4月25日 | 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～ベアン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～ブラ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   |