

みずほマーケット・トピック(2017年11月7日)

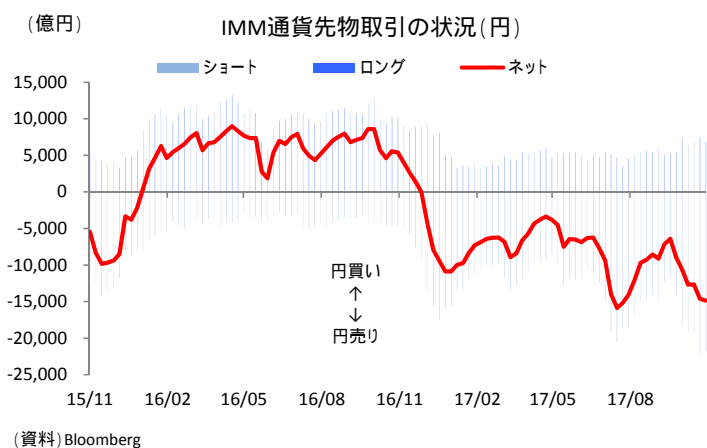
「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状

昨日のドル/円相場は一時 114.73 円と約 8 か月ぶりの高値をつけた。だが、現状を客観的に見つめるほど、ドル/円相場の現状は「薄氷の上昇」であるように思えてならない。先行きのダウンサイドリスク(円高・ドル安)を懸念させる材料は直感的に考えただけでも数多い。例えば、IMM 通貨先物取引に見られる投機筋の円ショートが約 3 か月半ぶりの高水準に達していること、日経平均株価が 21 年 4 か月ぶりの高水準で値持ちしていること、ロス米商務長官にまでロシアゲート疑惑が及んでいること、イエレン FRB 議長の側近と見られていたダドリーNY 連銀総裁が任期途中辞任を表明したこと(トランプ大統領好みのハト派な人員構成に FOMC が変容しつつあること)、米イールドカーブが着々とフラット化していること、来日中のトランプ米大統領から貿易収支不均衡に対するけん制がはっきりと見られたことなど、基礎的需給環境は円買い超過に傾斜していることなどが挙げられる。現状のドル/円相場は数多のリスク要因に囲まれた「薄氷の上昇」の最中との認識を持ちながら、18 年の為替見通しを検討したい。

～「薄氷の上昇」はいつまで続くのか～

昨日のドル/円相場は一時 114.73 円と約 8 か月ぶりの高値をつけた。特段、材料に乏しい状況下、米経済の堅調を理由とする漠とした楽観ムードが相場を押し上げている印象である。だが、現状を客観的に見つめるほど、ドル/円相場の現状は「薄氷の上昇」であるように思えてならない。

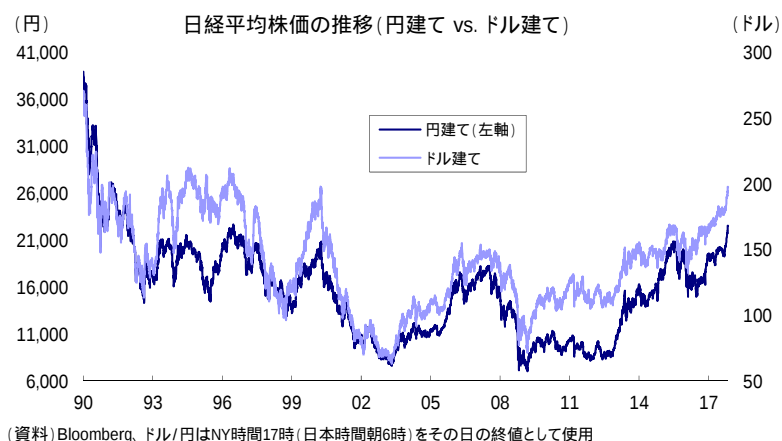
先行きのダウンサイドリスク(円高・ドル安)を懸念させる材料は直感的に考えただけでも数多い。例えば、①IMM 通貨先物取引に見られる投機筋の円ショートが約 3 か月半ぶりの高水準に達していること(図)、②日経平均株価が 1996 年 6 月 26 日以来 21 年 4 か月ぶりの高水準で値持ちしていること、③ロス米商務長官にまでロシアゲート疑惑が及んでいること、④イエレン FRB 議長の側近と見ら



れていたダドリーNY 連銀総裁が任期途中辞任を表明したこと(≡トランプ大統領好みのハト派な人員構成にFOMC が変容しつつあること)、⑤米イールドカーブが着々とフラット化していること、⑥来日中のトランプ米大統領から貿易収支不均衡に対するけん制がはっきりと見られたことなど、⑦基礎的需給環境は円買い超過に傾斜していること等々、このままドル/円相場の続伸に賭け続けるには気になる材料があまりに多いように感じられる。

～ドル建て日経平均は 90 年代前半並みに～

もちろん、ドル/円相場の堅調を支持する材料もある。日経平均株価が騰勢を強めていること自体は海外投資家における追加的な円売り為替ヘッジの動きを促すとも考えられ、円安要因である。また、米イールドカーブもフラット化しているとはいえ、10 年未満の米金利が上昇基調にあることも変わりなく、それ自体はドル買い要因と言える。その意味で上述した②



や⑤は円高・ドル安リスクを感じさせる材料であると同時に、足許の円安・ドル高を正当化する材料とも言える。だが、②を詳しく見れば、日経平均株価の高値警戒はやはり強い。日経平均株価をドル建てで評価した場合、現状では 197 ドルと 200 ドルの大台を臨む状況にある。ドル建て日経平均株価が安定的に 200 ドルを超えていたのは、まだ日本経済のバブル崩壊が意識される以前の 1990 年上半期、日経平均株価が 3 万円台にあった時代である(図)。そこまで海外投資家の目から見て、日本経済に対する期待値が上がっているのだろうか。俄かには信じがたい。

また、本欄では繰り返し論じているように¹、米債券市場の金利動向を見る限り、米経済の先行きに自信を持つ向きが決して多いわけではない。仮に日米株価が示すほど先行きへの楽観が強いものであれば、イールドカーブはもっとスティープ化しているのではないのか。もちろん、米経済・金融情勢の堅調やこれに伴う日米金利差拡大、地政学リスク収束を含めた世界情勢の安定化、その結果としての投資家心理の改善に大きな自信を抱くのであれば円安・ドル高に賭け続けるのも良いだろう。だが、それはあまりにも不確実性の大きい想定ではないか。

～米国の通貨・通商政策は相変わらず～

何より筆者が不可思議に思うのは⑥のトランプ大統領の言動がさほど材料視されていない現状である。昨日、トランプ大統領は駐日米国大使公邸で日米の企業経営者らを前に演説し、「日本との貿易は公平でなく、開かれていない」と述べ、対日貿易赤字に相変わらずの不満を漏らしている。そのほかにも「我々は交渉する必要がある」、「米国は日本との貿易赤字に何年も苦しんできた」と述べ、日本の対米貿易黒字の是正に対し強い意欲を隠していない。幸い、その後の首脳会談の席も含め、注目された日米自由貿易協定(FTA)の口火は切られずに済んだものの、日本が米国製の防衛装備品をさらに購入していくことが議題になったことは報じられている。首脳会談後の会見でも「非常に重要なのは、日本が膨大な兵器を追加で買うこと」とトランプ大統領は明言しており、さっそく「量」の経路から貿易収支の調整を図ろうとする姿勢が窺える。

また、今回は為替相場に対する言及は見られず済んだが、FTA 交渉が始まれば為替条項の採用を含めて神経質な言動が飛び交うことは避けられないだろう。現に、米財務省は為替政策報告書において実質実効為替相場(REER)で見た円の過小評価を指摘しており、その素地はある。米

¹ 本欄 2017 年 11 月 6 日号『パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～』をご参照下さい。

国の通貨・通商政策の志向を踏まえれば、これ以上の円安・ドル高が容認されるとは考えにくい。

冒頭の①で言及しているように、現状では円ショート of 蓄積が殆ど調整を経ることがないまま、ドル/円相場はじり高傾向となっている。だが、上で見てきたように、その傍らではこれを一気に巻き戻しかねない不安な材料が確実に積み上がっているという現実がある。その現実から目を逸らして議論を進めるのではなく、あくまで現状のドル/円相場は数多のリスク要因に囲まれた「薄氷の上昇」の最中なのだという認識を持ちながら、2018 年の為替見通しを検討していきたい。

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

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11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長、が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の資金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「資金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
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～加速しない資金と伸び悩む「質」～
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～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	イエレン議会証言を受けて～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	円相場場の基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
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～
	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ンプトレード～
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～