

みずほマーケット・トピック(2017年12月27日)

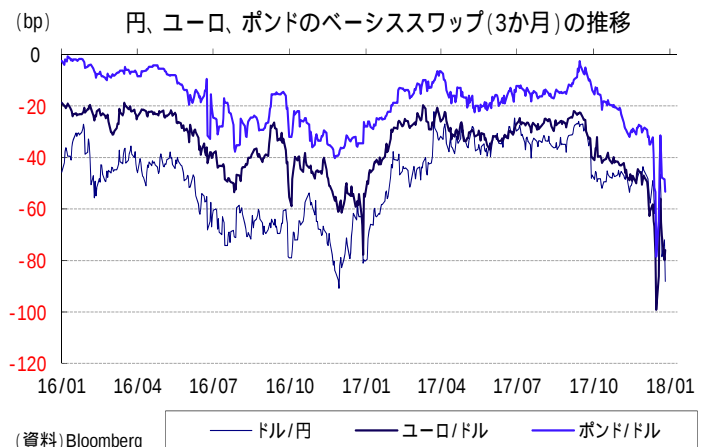
ドル調達コストの急騰について

本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で最終号となります。本年もご愛読有難うございました。来年も何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

為替市場の静けさとは裏腹に 12 月中旬以降、ドル調達コストが急騰していることが話題である。日本の投資家が円を担保としてドルを調達する際の金利上乗せ幅であるベーススワップ(3 か月物)は昨日時点で 88 ベースポイント程度となり、ちょうど 1 年ぶりの高水準。同様の事象は欧州でも起きており、ユーロ圏の投資家においては 12 月中旬に 100 ベースポイント程度まで高騰している。これは欧州債務危機を巡る緊張がピークに達していた 2011 年 10～12 月期以来の高水準であり、ただごとではない。ドル建て資産として組み込まれてしまっている(ロックインされている)キャッシュが多いこと、邦銀勢の外貨建て貸出が増えていること、2018 年 1 月より施行される EU の新規則、第 2 次金融商品市場指令(MiFID2)の影響が読み切れないことなどがドル需要のひっ迫に繋がっているという声が多い。為替見通しを検討する上では、これほどドル需要がひっ迫して、FRB が正常化プロセスを順調に進めているにもかかわらず、実勢相場では大したドル買いに至っていないという印象が抱かれる。

～急騰するドル調達コスト～

昨日の為替市場も年末における流動性の薄さを背景として小動きの地合いだった。ドル/円相場も 113.10 円から 113.40 円の間で殆ど動いておらず、2017 年の取引は歴史的な動意の薄さのまま引けそうである。一方、そうした為替市場の静けさとは裏腹に 12 月中旬以降、ドル調達コストが急騰していることが話題である。日本の投資家が円を担保としてドルを調達する際の金利上乗せ幅であるベーススワップ(3 か月物)は昨日時点で 88 ベース



ポイント程度となり、ちょうど 1 年ぶりの高水準をつけている。こうしたドル調達コストの高まりは日本の投資家だけではなく、ユーロ圏の投資家も直面しており、12 月中旬には 100 ベースポイント程度まで高騰している。これは欧州債務危機を巡る緊張がピークに達していた 2011 年 10～12 月期以来の高水準であり、ただごとではない。

日本や欧州の投資家にとって高価なドルを持つ投資家(≡米国の投資家)はこのベースの歪みを利用して、日本やドイツのマイナス金利の国債を購入しても利ざやが稼げることになる。比較的年限の短い金利がマイナス圏で推移している背景にこうしたベースの歪みを利用した米国の投資家の動きを指摘する向きは多い。なお、金融安定理事会(FSB)が世界の金融システムの安定に

欠かせないと認定した「国際的な金融システム上、重要な銀行 (G-SIBs: Global Systemically Important Banks)」は年末時点のバランスシート (B/S) に応じて各種規制 (納税額や上乗せ資本など) が設定されるため、ドルの供給元である米銀を中心に年末ポジションを圧縮する傾向にある。ゆえに、年末にかけてドル調達コストが高まるのはいつも通りの光景ではある。

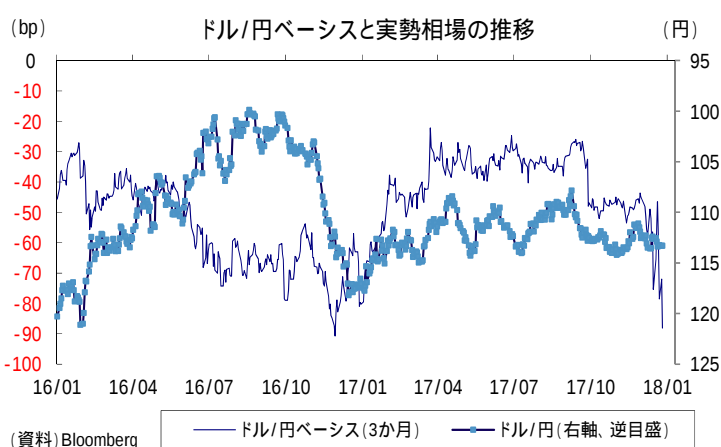
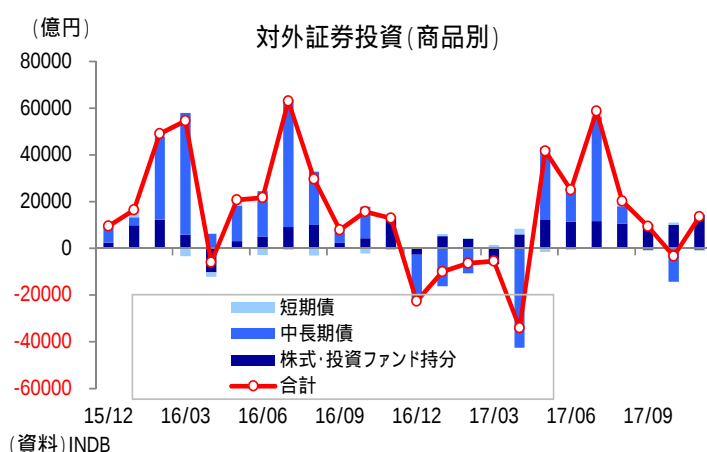
～「年末越え」以外の要因も？～

しかし、今年に関しては、そうした年末要因以外の要素も指摘されている。方々で指摘されているのは、既にドル建て資産として組み込まれてしまっている (ロックインされている) キャッシュが多く、市場に放出されるドルが少なくなっているという事実である。堅調な米経済とこれに付随した FRB の利上げを背景に米国債や米株への需要は根強いいため、キャッシュとして保有されるドルが減っているという事実は首肯できる。また、かねてより言われているように、国内の悲惨な金利環境を受けて邦銀勢が外貨建て貸出を増やしていることがドル需要のひっ迫に繋がっているという評価もある。さらに、2018 年 1 月より施行される EU の新規則、第 2 次金融商品市場指令 (MiFID2) の影響が読み切れない以上、手元のドルを厚めに確保しておきたいという向きが多いという見方もある。特に、欧州におけるドル調達コストが騰勢を強めているゆえ、MiFID2 関連の理由は確かにありそうである。

～為替相場への影響は？～

上述した理由のうち、G-SIBs としての年末対応や MiFID2 への身構えという要因が大きいのであれば、年明け以降のドル調達コストは落ち着いてくるだろうが、既にロックインされているドルが市場に放出されてくるタイミングは読めない。また、見通せる将来において円金利環境が改善してくる見立てにも乏しいことから、邦銀のドル調達によるひっ迫も簡単には解消されないだろう。とすれば、現状のドル調達コストは高止まりする可能性もある。そもそも FRB が B/S を縮小させているのだからベースマネーは減少に向かい、市場に存在するドルも減少傾向にしかならないことも留意したい。

為替見通しを検討する観点からは本邦投資家が対外証券投資を行う際のヘッジコストが高過ぎる事態に繋がっており、①ヘッジ付き対外証券投資が減少する、②ヘッジ付きからオープンへの切り替えが進む、③対外証券投資が敬遠されるといった展開が予想される。このうち①は当然として、②



や③の動きをどう読むかが重要になりそうだが、110 円以上の円安・ドル高水準で積極的に為替リスクを取る向きが多いとは考えにくく、②はあまり期待できないように思われる。結局のところ、対外証券投資(前頁図・上)の減少と共に円売り圧力が後退するという③の展開に繋がるように思われる。

また、穿った見方をすれば、これほどドル需要がひっ迫して、FRB が正常化プロセスを順調に進めているにもかかわらず為替市場では大したドル買いに至っていないという考え方もできる(前頁図・下)。むしろ、ひっ迫したドル需要を背景とした実勢のドル相場が現水準なのだとしたら、今後は調達コストの高過ぎるドルを敬遠する動きが広がる中で実勢相場も切り下がってくるかもしれない。高過ぎる財・サービスの需要量は自然と減退し、適正価格に調整されるものである。

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.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12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」、や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」、だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないポンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
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
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とき政策運営～
2017年10月11日	円相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)～APPIは「小さく減らして長く延長、が有力」～)
2017年10月5日	正規雇用の賃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	「賃金と雇用の断絶」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ー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～加速しない賃金と伸び悩む「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？～