

みずほマーケット・トピック(2018年2月5日)

## 浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」

先週2日のNYダウ平均株価は前日比▲665ドルと大幅に下落。米1月雇用統計における賃金上昇は技術的な要因が寄与した側面があり、金利急騰やこれに伴う株価調整は過剰反応という印象も受けるが、いよいよ株価が金利上昇を嫌気し始めたという事実は相当に重要である。株価が金利上昇を歓迎しなくなっている以上、逆説的ではあるが金利はもう上がることが出来ないのではないかと。こうした事実は巷の円安シナリオにとって明らかに逆風である。市場で流布される円安シナリオの「決定的に駄目な部分」は当然懸念されるはずの株価下落や金利感応度の高い消費・投資の減速といった金利上昇の「負の側面」を全く考慮しないところにあった。過去1年間、これほどカーブのフラット化という形で景気減速が示唆され、「負の側面」への配慮を促すサインはあったわけだが、株式市場においては株価上昇、為替市場においては円安・ドル高を予想する声の方が大きかった。先週以降、米金利上昇に対する受け止めが変わりつつあることはゴルディロックス状態が動揺し始めている兆候と受け止めたい。

### ～過剰反応とはいえ・・・～

先週2日のNYダウ平均株価は前日比▲665ドル(▲2.5%)と大幅に下落した。下落率は2016年6月23日以来、すなわち英国のEU離脱(ブレグジット)方針が決定した日以来の大きさである。株売りの理由に金利上昇が使われるという危うい雰囲気は先週初から漂っていたが、この日も同様だった。米1月雇用統計において平均時給が市場予想を上回る結果となり、これを受けた10年金利は約4年ぶりの水準となる2.85%まで上昇、そしてこれを嫌気して株価が急落というのがラフな流れだが、元より株価下落要因でしかない金利上昇が無視されてきたところ、ここに来てようやく理論的な反応に至ったという話でもある。これまで繰り返し議論してきたように、昨年来続くイールドカーブのフラット化それ自体は景気後退に対する先行指標であり、株価に代表されるリスク資産価格が調整するサインでもあった。そして株価は景気の先行指標である。「いつまでも続くはずがない」と言われたゴルディロックス状態が崩れる時が遂に訪れたということではないのだろうか。

もっとも、平均時給の上振れは大寒波を受けて労働時間が押し下げられたことで時給水準が増えるという技術的な要因が寄与した側面がある。前年比では+2.9%と加速したように見えるが、前月比で見れば12月の+0.4%から+0.3%へ減速しており、足許で非線形に賃金が騰勢を強めているとまで疑う証拠は乏しい。ゆえに、2日の金利上昇やこれに伴う株価調整は過剰反応と整理した上で、まずは揺り戻しを警戒すべきなのだろう。だが、「潮流が変わりつつある」というのは紛れもない現実と考えた上で、相場見通しを作るべきだというのが筆者の基本認識である。

### ～難しい「中立金利以上の利上げ」～

なお、中立金利を突破した今、米10年金利が次に意識すべき水準は昨年12月時点のドットチ

ャートで示される 2020 年末の最終到達金利 (3.063%) だろうか。しかし、株価が金利上昇を嫌気し始めている以上、名実共に金融引き締めの意味合いが強くなる「中立金利以上の利上げ」を本当に敢行できるのか筆者は大いに疑問である。株価の調整を受けて VIX 指数も急騰しており、好調だったハイイールド債 (ジャンク債) 市場を含むクレジット商品も調整に至っている。株やクレジット商品に本格的な調整の波が及ぶ結果、資金の向かう先は恐らく米国債にならざるを得まい。先週の本欄<sup>1</sup>で筆者はパウエル新議長にとっての「宿題」は恐らく「正常化プロセスの撤回を如何に軟着陸させるか」であり、それは「座して死を待つ」かのような状況であると述べた。現状は明らかにその方向に向かって進み始めているように感じる。

少なくとも株価の調整が長引くようであれば、株高を自身の手柄のように誇っていたトランプ政権にも影響が及ぶはずである。その際、イエレン元議長が異例の一期降板に追い込まれ、トランプ大統領の厚い信任を託される格好でパウエル議長が誕生した経緯を踏まえると、株価にとどめを刺しかねない金融政策運営はやはり取りづらいと想像する。

### ～円安見通しの「決定的に駄目な部分」が浮き彫りに～

もちろん、NY ダウ平均の水準に関して言えば、最大で年初+8% 上昇していたものが若干調整しただけであり、まだ狼狽するほどの水準ではないという考え方もできる。しかし、株価が金利上昇を歓迎しなくなっている以上、逆説的ではあるが金利はもう上がることが出来ないと考えるのが自然ではないか。こうした事実は巷の円安シナリオにとって明らかに逆風と考えられる。市場で流布される円安シナリオの多くは「①FRB が利上げする→②米金利が上昇する→③日米金利差が拡大する→④ドル/円相場が上昇する」といった立論に基づくが、その「決定的に駄目な部分」は②と③の間に当然懸念されるはずの株価下落や金利感応度の高い消費・投資の減速といった金利上昇の「負の側面」を全く考慮しないところである。過去 1 年間、これほどカーブのフラット化という形で景気減速が示唆され、「負の側面」への配慮を促すサインはあったわけだが、株式市場においては株価上昇、為替市場においては円安・ドル高を予想する声の方が明らかに大きかった。

先週後半以降の米金利上昇を受けて「ドル/円相場と米金利の相関が復活した」という声が多々見られたが、株価が大幅調整を迫られる中でドル/円相場が上げ続けるとは筆者にはどうしても思えない。事実、2 日に 110 円台に戻したドル/円相場は本日東京時間に再び 109 円台に戻されている。リスク回避ムードが強い中で、世界最大の対外債権国通貨が売られ続けることはない。

### ～ドル安で一番困るのは日銀～

また、仮に、株価の調整が続き、それが実体経済の減速を招くような事態となった場合、米国の

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.50%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.50%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.25%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.00%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.90%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.00%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.00%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.00%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.75%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.75%

(資料)FRB

<sup>1</sup> 本欄 2018 年 2 月 1 日号『FOMC を受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～』をご参照下さい。

通貨政策がドル安に傾斜する恐れも出てくるだろう。これが日本にとって最悪の展開とも言える。実際、特定国の特定財にセーフガードを発動させ、財務長官自らがドル安を志向する発言をしている以上、その可能性は排除できるものではない。「米国がドル安を志向するのではないか」との主張に対しては「ドル安は資本流入を減らし、ドル建て資産価格を不安定にするため回避されるはず」という反論も少なくない。だが、基軸通貨国である米国が資本調達困難に直面する事態など現実には考えにくい。むしろドル安で困るのは日本やユーロ圏、中国のように経常黒字が非常に大きく、自国通貨の騰勢で経済・物価情勢が苦境に追い込まれやすくなる国・地域だろう。自国通貨高の騰勢に耐え切れなくなった時に行われるのが為替介入（自国通貨売り・ドル買い（≒米国債買い））であり、それは結局米国への資本流入である。政治・経済の安定性が為替相場に依存する国ほど結局はドル相場の動向に縛られた政策運営に追い込まれることになる。

そのように読み解いた場合、ドル安になって世界で一番困る先進国は恐らく日本、厳密には日銀だろう。過去の本欄<sup>2</sup>でも取り扱ったように、YCC はさらなる円高圧力が生じた場合、かなり厄介な事態に追い込まれるはずである。円高になるような局面では恐らく円金利も下がるだろうが、その場合、現行の枠組みを前提とすれば日銀は国債購入量を減らしおおむねゼロ%程度の水準に金利を誘導することになる。しかし、1月9日の輪番減額以降、為替市場は日銀が「量」の縮小を図ることについて「引き締め」と解釈する傾向にある。そうすると、再び長短金利の2つの固定ポイントを引き下げることで「量」の縮小を回避するという選択肢も浮上してくる。

だが、総括的検証を経て「量」と決別し、暗に金融機関収益の改善を図ってきた経緯を踏まえると、そのような先祖返りは避けたいというのが腹の内だろう。かかる状況を踏まえれば、日銀こそ米国の本格的なドル安追求を心底回避したいはずであり、その思いはFRBや米財務省以上と推察される。先週31日に実施され、不可解との評価が目立つ中期ゾーンに対する輪番増額は、「結局は円高が怖い」という為替市場に対して日銀が抱いている恐怖感を浮き彫りにしてしまった感がある。

いずれにせよ、先週以来、米金利上昇に対する市場参加者の受け止め方が変わりつつあり、それはゴルディロックス状態が動揺し始めている兆候として受け止めるべきと筆者は考える。

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](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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

<sup>2</sup> 本欄 2017年9月14日号『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～』をご参照下さい。

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
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の動所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
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	テーパリングが改めて示唆するベア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(欧米中銀の会議議事要旨について～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ボンドの苦境～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」を触るのかのような正常化～
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～最後のシヨイブレ節～
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	「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	カタール・ニヤ混乱と反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、長期は弱気金利見直し～ 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～テーパ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