

みずほマーケット・トピック(2018 年 7 月 2 日)

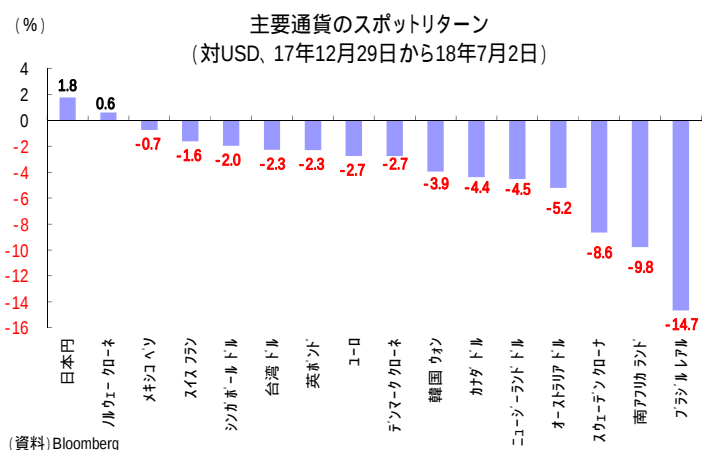
2018 年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～

上半期の為替相場は過去 30 年間で 3 番目に狭いレンジとなった昨年を彷彿とさせる穏当なものだった。ドル/円相場は最高値 113.40 円(1 月 8 日)、最安値 104.64 円(3 月 26 日)の値幅 8.76 円という非常に小さい動きに終始した。このまま上下どちらにもブレイクできなければ、これまでの年間最小レンジ記録を 1 円以上更新することに。なお、104.64 円の安値まで押し込んだ材料は貿易戦争懸念であったが、この問題自体は今も払拭されてはいない。また、2 月には株価急落とこれに伴う円相場急伸という事態も見られたが、これを引き起こした米金利上昇への懸念も未だ健在。下半期のテーマも「中立金利に接近する FF 金利の引き締め効果」および「貿易戦争に係る市場心理の冷え込み」が主軸となりそうであり、リスクオフムードが台頭しやすい状況が続くと予想したい。やはり予測の王道としては、FF 金利が実質ベースでプラス圏を視野に捉えつつある中で、それが実体経済をいよいよ引き締める展開を心配することに尽きそう。

～「レンジである」という予想に付加価値はない～

本日から 2018 年も下半期に入る。色々な出来事はあったが、上半期の為替相場は過去 30 年間で 3 番目に狭いレンジとなった昨年を彷彿とさせる穏当なものだった。ドル/円相場は最高値 113.40 円(1 月 8 日)、最安値 104.64 円(3 月 26 日)の値幅 8.76 円という非常に小さい動きに終始した。このまま上下どちらにもブレイクできなければ、これまでの年間最小レンジ記録を 1 円以上更新することになる。ドル/円相場を 104.64 円の安値まで押し込んだ材料は貿易戦争懸念であったが、この問題自体は今も払拭されていない。また、2 月には株価急落とこれに伴う円相場急伸という事態も見られたが、これを引き起こした米金利上昇への懸念も未だ健在である。前者は今週 6 日に追加関税 500 億ドルのうち 340 億ドルが先行的に実施されるという緊張感が拭えない状況にある。これに限らず、今後もこのトピックが浮上するのは目に見えていよう。また、後者も年内に FF 金利の実質プラス転化が見込まれる以上、いよいよ実体経済へのダメージを想定せざるを得ない。

なお、巷では貿易戦争にも米金利高にも市場は不感症になっており、北朝鮮リスクが退潮となった今、あとは米経済の息切れをゆっくり待つだけという声もある。かかる状況下、必然的にドル/円相場の動きは昨年同様、穏当なもの(レンジ)に収まるという見方も多い。だが、次の段階として可能性が高そうな展開が「米経済の息切れ」ならば、尚の事、米金利の低下やリスク資産価格の調整そして円相場の



上昇に賭けるのが適切であるというのが筆者の基本認識である。実際、上半期、ドルに対してははっきりと上昇した主要通貨は円だけであり(前頁図)、為替市場全体ではドル高・円高という色合いが強かった。これは根本的に米経済の先行きを不安視する市場心理の表れと考えられ、本欄や『中期為替相場見通し』における基本認識は変える必要を感じていない。また、本線とはやや逸れるが、そもそも「レンジである」という予想に付加価値があるとは言えない。今が経済・金融情勢のターニングポイントで読みが難しいからと言って、「現状が続く」と考えるのは思考停止に他ならないだろう。

～王道はFF 金利の実質プラス転化による引き締め～

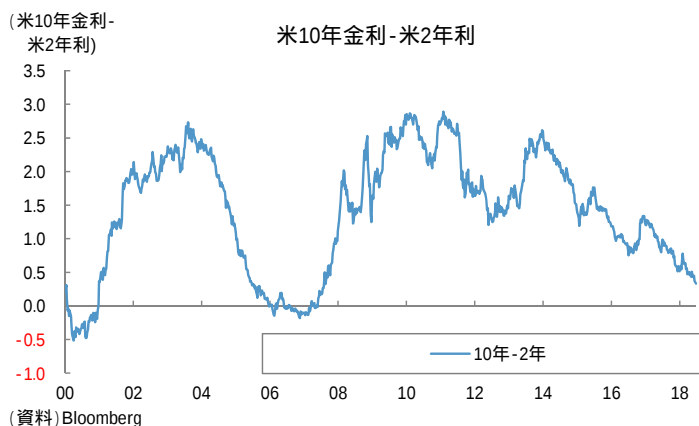
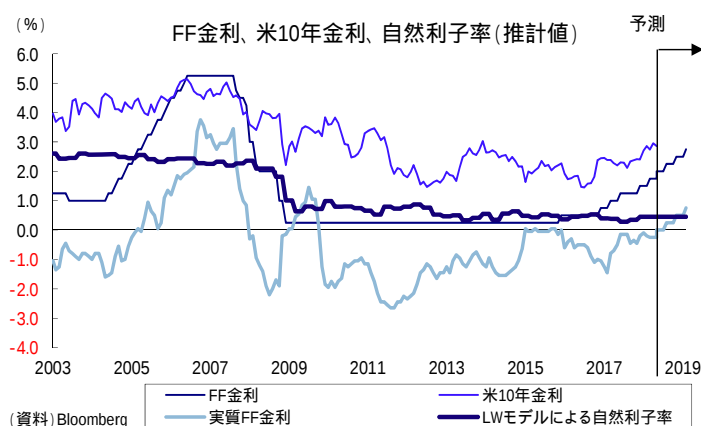
下半期のテーマも「中立金利に接近するFF 金利の引き締め効果」および「貿易戦争に係る市場心理の冷え込み」が主軸となりそうであり、リスクオフムードが台頭しやすい状況が続くと考えたい。その意味では上半期、いや過去1年と大して変わらない地合いが続くそうである。敢えてここに割り込んでくる攪乱材料があるとすれば、英国のEU 離脱(Brexit)交渉が拗れて「合意なし(クリフエッジ)の離脱」に追い込まれることくらいだろうか。核放棄の可能性を模索する対北朝鮮交渉の行方も攪乱材料になりそうだが、ブレグジット交渉にしても貿易戦争懸念にしても、政治・外交情勢の先行きはそもそも予測不可能であり、こうして可能性がゼロではないことを指摘しておくことしか出来ない。

やはり予測の王道はFF 金利が実質ベースでプラス圏を視野に捉えつつある中で、それが実体経済をいよいよ引き締める展開を心配することだろう。繰り返し論じている点だが、FRB の政策運営は年内にも引き締めを意識した局面に入る(図)。6月FOMC 声明文において「the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run」とのガイダンス文言が

丸々削除されたのは、そうした局面変化を意識したものである。2019 年以降、毎会合、記者会見を行うのも、より丁寧な情報発信が必要になるというパウエル FRB 議長の問題意識があるからだろう。

既に3%で頭打ちになっている米10年金利を見る限り、あとはカーブのフラット化・逆イールド化が完了するのを待つ段階に入っているように見受けられる(図)。フラット化ないし逆イールド化した時点で「もう利上げはできない」との市場見通しが支配的になっている可能性は高く、その際には米金利低下と共にドルが全面安となり円相場も騰勢を強めるというのが本欄の基本シナリオだ。ちなみに円は実質

実効為替相場ベースで全く割安感が解消されていない(5月時点で長期平均対比▲22%の割安)。



ドルが多くの通貨に対して下落で調整されとした場合、やはり最も大きな受け皿になりやすいのは「円」と考えておくのが最も無難ではないだろうか。

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。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。

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
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度(は)高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
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」
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～