

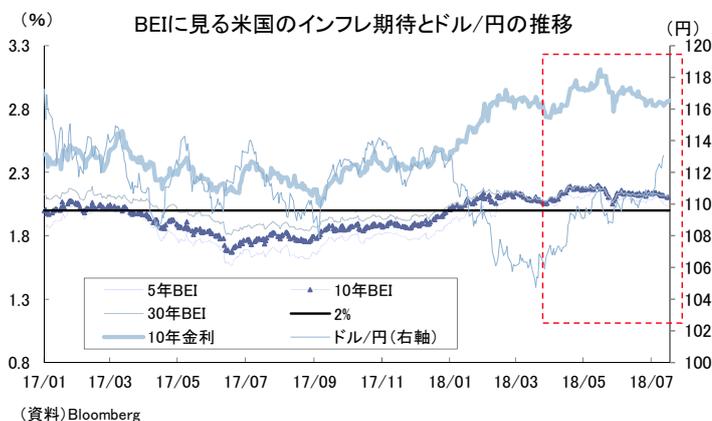
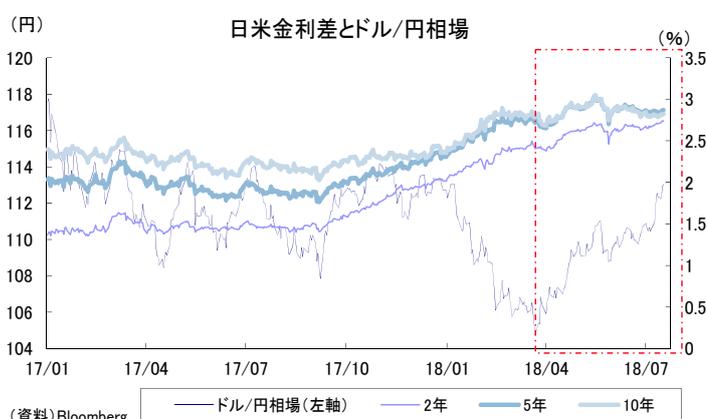
みずほマーケット・トピック(2018年7月19日)

危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～

ドル/円相場の堅調が続いている。気の早い向きは 115 円到達を視野に相場を語り始めているが、7 月に入ってからのドル/円上昇については説得的な解説が難しい。実際のところ、「よく分からない」というのが実情であり、各種解説は後付けが多い。「理由なきドル/円上昇」を前に改めて基本的な論点を点検しておきたい。例えば、しばしば注目される日米金利差は「2 年」での拡大はやや認められるものの「5 年」や「10 年」については既に頭打ち感が強く、少なくとも 4 月以降のドル/円相場反転とは何の関係も無い。また、同期間のインフレ期待も全く伸びていない。結局、FRB 高官発言を針小棒大に解釈し「当面は FRB の利上げが続きそう」という一点に賭けてドル買いが流行っているだけではないか。片や、利上げの効果はクレジット市場などにじわじわ表れており、先行きの株価などに暗雲を垂れ込めている印象。「理由なきドル/円上昇」に盲従するのではなく、各市場の状況とその先行きが意味することを冷静に見極めたい。

～米国の金利・物価情勢は完全に頭打ち～

週初113円台に乗せたドル/円相場は年初来高値(113.40円)更新への期待は高まりながらも、昨日は112.71円まで反落している。とはいえ、本稿執筆時点でも112円台で堅調推移しており、気の早い向きは115円到達を視野に相場を語り始めている。しかし、7月に入ってからのドル/円相場の上昇に関し、説得的な解説は難しい。実際のところ、「よく分からない」というのが実情であり、各種解説は後付けという印象が強い。「理由なきドル/円上昇」が席卷する中で改めて基本的な論点を点検しておきたいところである。ドル/円相場が勢いづくための典型的な材料が日米金利差拡大だが、右図(上)に示されるように、「2年」での拡大はやや認められるものの「5年」や「10年」については既に頭打ち感が強い。少なくとも4月以降のドル/円相場反転と日米金利差は何の関係も無い。もっと言えば、年初から4月までは日米金利差が拡大してきたにも拘らず



ドル/円相場は急落していた。日米金利差とドル/円相場は巷のイメージほど安定した関係は無い。

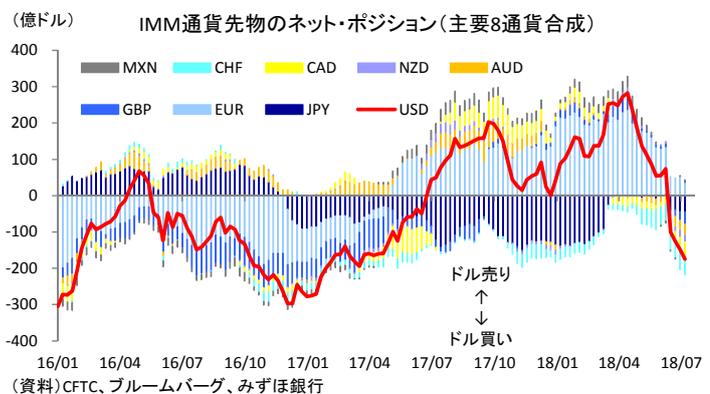
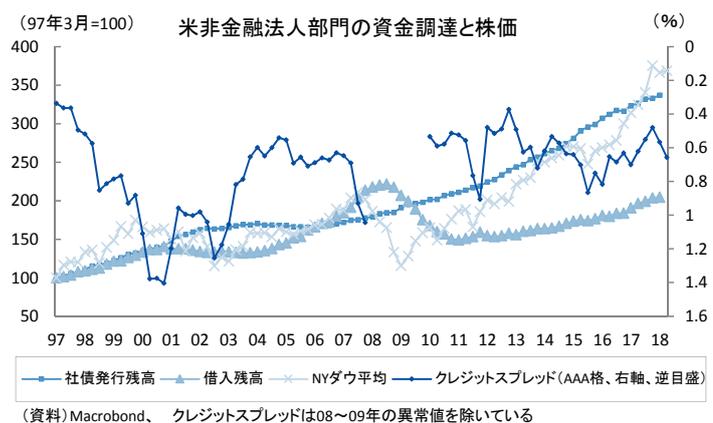
ちなみに同期間のインフレ期待も全く伸びておらず、こちらも頭打ち感が強い(前頁図・下)。インフレ期待を押し上げるだけの賃金の騰勢がなく、名目金利の最終到達地点としてのインフレ期待が弱いから長期金利の伸長にも繋がっていないのである。少なくとも米国の物価・金利情勢はここもとの円安・ドル高相場を支持していない。結局、FRB高官発言を針小棒大に解釈し「当面はFRBの利上げが続きそう」という一点に賭けるようにドル買いが流行っているだけではないか。

～危うい「理由無きドル/円相場」への盲従～

確かに利上げに応じて2年金利は上昇しており、ドル/円相場も日米2年金利差に沿って動いている感が強い。2年金利と10年金利の差が消滅するまで(フラット化するまで)まだ時間はありそうであり、その意味でドル/円相場もまだ上昇が持続しそうという期待は持てる。

しかし、金利上昇はいずれ資金調達環境のひっ迫をもたらし、実体経済における消費・投資意欲を毀損する。これは金融政策の本領であり、「そうならない」という想定は基本的に誤りである。問題はそうした状況がどのタイミング、どの市場を契機として発生するかであり、現状の相場は明らかに持続可能ではない。模範解答としては「FF金利が中立金利(2.50～3.00%)に到達するタイミング」で、「株式市場」で大きな調整が生じ、逆資産効果を通じて家計部門の消費・投資意欲が衰えるといった想定が考えられる。少なくとも本欄の基本認識はこれに沿っている。

保守的な想定に倣えば、「FF金利が中立金利に到達するタイミング」は早ければ年内であり、例えばウィリアムズNY連銀総裁の推計などがこれを示唆している¹。しかし、「株式市場」の動揺は如何にして生じるのか。この点、社債市場の動揺が注視されることは先週の本欄²でも議論した。金融危機後に定着した低金利環境の下、米企業部門の資金調達は銀行借入よりも社債発行に依存してきた(図)。この社債発行が旺盛な自社株買いに寄与し、結果として実現される株高が資産効果を通じて家計部門の旺盛な消費・投資意欲を焚き付けていたという分析は多い。とすれば、年初からジワジワ進んでいるクレジットスプレッドのワイド化は来るべき株価の調整を示唆する先行指標と読むのが筋でもある。もちろん



¹ 本欄 2018年7月2日号『2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～』をご参照下さい。

² 本欄 2018年7月13日号『「新興市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～』をご参照下さい。

ん、自社株買いだけが株高の原因とは思わないが、社債市場の変調が株売りを誘う材料であることには違いあるまい。ただし、それは利上げの本来の効果でありFRBが企図したものでもある。

今後は米中間の制裁関税を筆頭に貿易戦争の害悪が可視化されてくる可能性も大きく、社債市場を初め相対的にリスクが高めの資産市場は調整を受けやすくなるだろう。足許の「理由無きドル/円上昇」に盲従するのではなく、不調をきたしている市場の存在とその先行きが意味することを冷静に見極めたいところである。なお、確たる理由が無いまま進んだドル買いだが、既にIMM通貨先物取引に見る買い持ち高(2018年7月10日時点)は2017年3月21日以来、実に1年4か月ぶりの高水準にまで膨らんでいる(前頁図)。ごく短期的な需給指標も相場の行きすぎを示唆し始めていることには注意されたい。

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。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7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状 - 一部市場に異変も -
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」 - 米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中 -)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望 - 見過ごされる「バブルの芽」 -
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス - 論点整理 -
2018年7月9日	米中開戦の時 - 欧州も巻き込み貿易大戦の様相か? -
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路 - 「試験の秋」 -
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機 - 債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方 - 「返り血」は避けたい米国 -
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 -
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	またも生き残ったメイ首相 - 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 - 「APP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読むべきか?
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の現状と展望について
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 - 中長期的に唱導すべき -
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と各国通貨の現状 - 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迎えて - 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」から何を読み取るか?
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 -)