

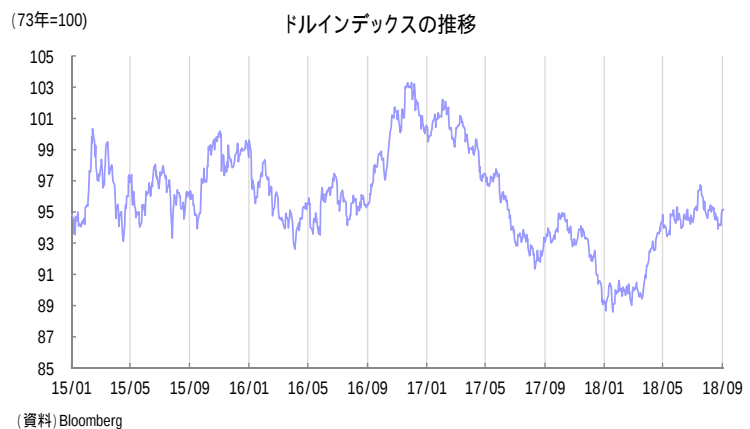
みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 1 日)

円高見通しが実現していない理由

ドル/円相場は先週末の勢いを維持し、本日東京時間午前には 114 円を窺う展開が続いている。現状への解説は様々だが、主要通貨で唯一、「金利の付く通貨」であるドルがシンプルに買われているという解釈が妥当だろう。終始、円高を見通してきた筆者にとっての誤算は大別して 2 つある。1 つは米国経済の地力が想定以上に強かったこと、もう 1 つは FRB が思ったよりも新興国への悪影響に配慮していないこと、である。特に、米国の自然失業率が当初想定されたよりも下方にあったことは FRB にとって幸運な誤算であり、シナリオを当てなければならないアナリストにとっては不幸な誤算であったと整理している。現状では楽観ムードが支配的だが、VIX ショートポジションは 9 月 25 日時点で VIX ショック前夜とも言える 2017 年 11 月 7 日以来の高水準まで積み上がっていることも見逃せない。「問題が顕在化する時点」こそ読み間違えたが、「問題の所在」という本質部分までが変わったとは思えず、シナリオは据え置きたい。

～「金利の付く通貨」へのリスペクト～

ドル/円相場は先週末の勢いを維持し、本日東京時間午前には 114 円を窺う展開が続いている。これに応じて日経平均株価もバブル後高値を相次いで更新している。現状への解説は様々である。9 月に公表されたドットチャートで少なくとも 2020 年までの利上げ路線維持が示されたこと、イタリアの新年度予算案がユーロ全面安を招いたこと、各種米経済指標が市場予想を超える



改善を示したこと等々、もっともらしい理由がいくつも並べ立てられている。続伸を続ける原油価格も一般物価上昇を想起させることから、FRB の利上げを正当化するものとなっているようだ。レパトリ減税という直接的なフローの影響を挙げる向きもある。ドルインデックスは年初来で+4%弱の上昇、2 月につけた安値からは+8%の上昇に及んでいる。最大のネガティブ材料であるはずの米中貿易戦争に関しては、「ドル高により追加関税の影響も相殺される」という見方まで浮上している。図示されるように、これほど保護主義を先鋭化させているにも拘らず、ドルは年初から上昇一辺倒である。

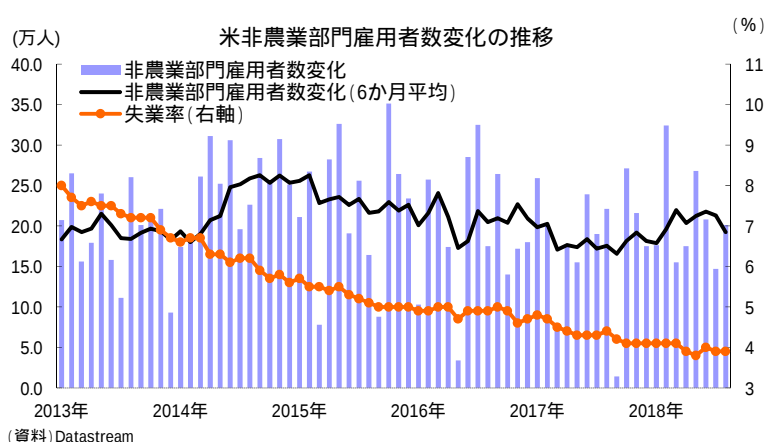
上述のように、足許の相場に対しては色々な理由が並びたてられているものの、主要通貨で唯一、「金利の付く通貨」であるドルがシンプルに買われているという解釈が妥当なのだろう。先週の本欄でも述べたように、FF 金利が 2%を超えたのは 2008 年 9 月以来であり、要するにリーマン・ブラザーズ破綻を受け、各種措置が講じられる以前の世界の話である。

他通貨対比で見てもドルの強みは確かに鮮明である。ユーロも円も利上げには程遠い。主要通貨で利上げしているもう1つの通貨である英ポンドはとて触れるような政治情勢ではない。新興国通貨について言えば、経常赤字通貨は米金利上昇を受けた資本流出を材料に、経常黒字通貨は貿易戦争を材料に手放される地合いであり、投資環境はすこぶる悪い。素直にドルが買われているということになるのかもしれない。

～円高見通しが実現していない理由～

終始、円高を見通してきた筆者にとっての誤算は大別して2つあると考えている。1つは米国経済の地力が想定以上に強かったこと、もう1つはFRBが思ったよりも新興国への悪影響に配慮していないこと、である。しかし、どちらもこれから問題になる可能性は低くないとも考えている。

まず、前者を語る上では色々な論点があるが、やはりここまで失業率が下がるとは思わなかったという点に尽きる。バーナンキ元FRB議長が量的緩和(QE)の段階的縮小(いわゆるテーパリング)方針を表明して、後にバーナンキショックと呼ばれる相場の急変動を招いたのが2013年5月だった。この頃、FRBスタッフ見通し(2013年6月分)で想定された長期失業率は5.6%であり、今(2018年9月分は



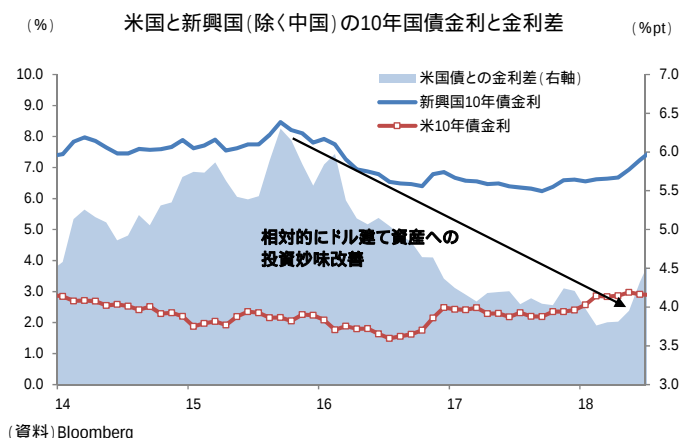
4.5%)よりも1%ポイント以上も高かった(ちなみに2013年5月当時の失業率はまだ7.5%だった)。FRBですら完全雇用の水準を大きく見誤っていたのである。当初の想定ならば2015年2月には失業率は当初想定された5.6%を割り込み完全雇用が実現、景気拡大余地も限定される中で正常化プロセスも小康を得る段階へ移行していても不思議ではなかった。本欄もそう予想していた。だが、複数回利上げをしても失業率は下がり続け、米景気の拡大は続いた。失業率は遂に今年4月には4%を割り込んでいる(図)。要するにFRBが想定した以上に米国経済にはスラックがあったということである。スラックがあるにも拘わらず複数回利上げしても景気の勢いが大して失われなかったのは、幸運だったように思える。喫緊の問題は3.9%まで下がった失業率について、どこまで低下を期待すべきなのかということだろう。

～新興国で続く自傷行為～

より大きな問題は後者である。案の定、米金利の上昇は今年に入ってから新興国からの資本流出を加速させている。QEが拡大する過程で新興国市場がその恩恵に与ったのだから、これが縮小する過程で損害を被るのもまた当然の帰結である。予想というにはあまりにも自明の理であり、こうならないためにもQE拡大段階で資本流入を規制しておくべきだったというほかない(そういう為政者の声は実際にあった)。9月FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は新興国の混乱が米国経済にも影響すること、利上げが新興国通貨安を招いていることを認めているが、現在は一部の新

興国にとどまっており、政策運営に影響を与えないとの立場を明確にしている。

しかし、これは現在のところはそうだという話であり、未来においてどうなるかは相当に不透明である。先週 27 日にはインドネシア中銀が通貨防衛を理由に今年 5 回目の利上げを行った¹。同様の理由で利上げに踏み切った新興国の中央銀行はほかにフィリピン、インド、ロシア、メキシコと数多く、トルコやアルゼンチンも広義には通貨防衛を企図した利上げである。米金利と新興国金利の差が縮まっていけば同様のケースは増えるだ

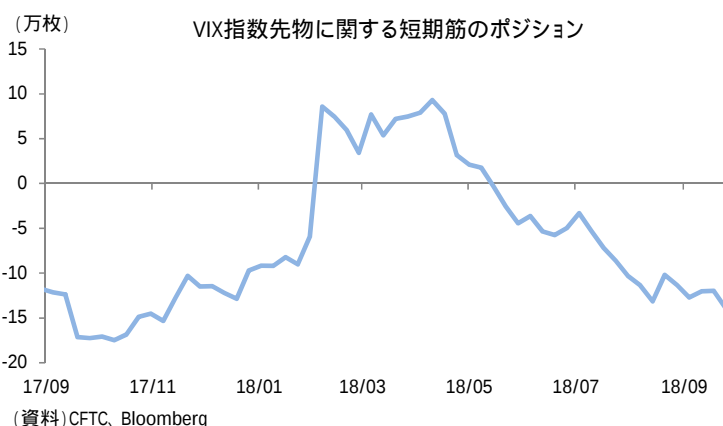


ろう(図)。元より地力の強さを理由としない利上げ(得てして通貨防衛としての利上げ)は景気の勢いを損ねることが常である。現状はFRBが順調に利上げしていることに焦点が当たり、相場の雰囲気もこれに準じているように思われるが、その裏側では自傷行為まがいの利上げが新興国で行われていることも忘れるべきではない。世界経済の寿命を確実に縮める事実である(中国において景気刺激的な各種政策が打たれており、これが幾分効果を発揮するにせよ過信はできない)。

～不穏な VIX ショート～

過去の本欄でも議論したが、金融市場で楽観が支配的になると「保険」を売り始める向きが増える。10 年前、グレートモデレーションと持て囃された時は CDS の売りが流行り、リーマン・ブラザーズのそれを多く売っていた米大手保険会社の経営破たんにつながった。今年 2 月の VIX ショックも類似している。当時、話題となった VIX インバース ETF は「動かない相場」を前提として多くの市場参加者がボラティリティの売りに賭けたことで生まれた 1 つの流行だった。本来は原資産の価格変動が市場参加者のリスク回避姿勢の結果でしかないボラティリティが 1 つの資産クラスとして成立したのは、「恐らく行使されない」という慢心の下で多くの保険を売る取引が流行ったからである。

全ての市場参加者にとって快適なゴールドロック状態を前提とすれば、企業収益の振れも限定的で、一般物価も大して上がらないので金融政策も極めて穏やかな利上げが期待される。こうしたマクロ環境ならば確かに株価の急変動はないので、やはり VIX の売りが正解となる。だが、そもそも金利上昇は株価のバリュエーション上、ネガティブである。ドットチャート通りならば今後 2 年で残り 5 回(年内あと 1 回、来年あと 3 回、再来年あと 1 回)の利上げがあるわけだが、本当にこのま



¹ 詳しくは通貨ニュース 2018 年 9 月 28 日号『インドネシア：9 月金融政策会合 - 今年 5 回目の利上げを決定』をご参照下さい。

ま株価が持つなどということがあり得るのか。上述したように新興国が自傷行為を迫られている中ではより疑問も深まる。ちなみに VIX ショートポジションは 9 月 25 日時点で VIX ショック前夜とも言える 2017 年 11 月 7 日以来の高水準まで積み上がっている。

～「問題の所在」は不変～

基本的には米経済の地力を甘く見たことが、円高見通しの(今のところは)実現していない最大の理由であり、FRB もそうした好調な国内経済を前に新興国へ配慮する必要はないという判断に至っているのが現状と考えられる。しかし、それは「問題が顕在化する時点」を読み間違えたのであって、「問題の所在」という本質部分までを見誤ったとまでは思っていない。ゆえに、これからもシナリオを変える必要性は無いと考えている。

自然失業率が当初想定されたよりも下方にあったことは FRB にとって幸運な誤算であり、シナリオを当てなければならぬアナリストにとっては不幸な誤算であった。失業率が 4%を割った今、今度こそ経済の拡大余地は限定的であるという状況は認識したい。ドットチャートの想定通りならば、利上げはあと 5 回もある。片や、新興国は通貨安に際し防戦一方である。今後、FRB が利上げを続けるほどその戦況は厳しいものになるだろう。そのような中でもパウエル議長が今のような平静を保てるのか。この点はやはり甚だ疑問であり、予測期間中の米金利低下やドル相場の反転を予想するのは引き続き妥当かつ無難な選択だと考えている。

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。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9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し……だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～肉肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
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」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
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5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～