

みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 10 日)

ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係

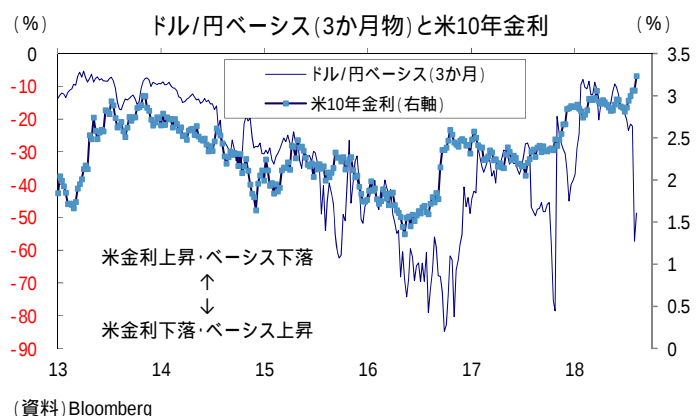
ベーススコスト(以下ベースス)と米金利の上昇が併存していることで、両者の関係性を議論する声も多く、さらにドル/円相場の上昇とも結び付けようとする解説も見られている。要するに「ドル不足だからドル相場が上昇している」という直感的な解説であり、一見して正しいようにも思える。だが、ベースス上昇と米金利上昇ひいてはドル/円上昇をリンクさせる解釈には慎重でありたい。少なくとも米金利やドル/円の上昇タイミングとベーススのそれは同じではない。ベースス上昇を年限別に見ると短期物に限定された上昇であることから、9 月恒例の季節要因(3 月・12 月)を意識した動きとの解釈は多い。これに対し米金利の上昇(やこれに付随するドル/円上昇)は純粹に FRB の情報発信に反応したものであろう。とりわけパウエル FRB 議長自らがわざわざ中立金利を超えて利上げを続ける可能性に言及しているのだから、「中立金利(3%)が長期金利の天井」というこれまで幅を利かせてきた暗黙の想定も変わらざるを得なくなる。

～インフレ懸念など無い～

昨日のドル/円相場も軟調な地合いが続いた。米 10 年金利は 3.2% 台で高止まりと言えるが、騰勢が収まっているのも事実であり、まずは過去 1 週間の相場が巻き戻されるかどうかを警戒する状況にある。また、昨日はトランプ米大統領が再び、利上げに関し「私は気に入らない」、「そう急ぐ必要はないと思う」と述べ、挙句「私は低金利が好きだ」と口にするなど公然と FRB の政策運営に対する批判を展開している。過去の本欄でも議論したが、これほど露骨に政治介入しても金利は上がるどころか下がっているので、トランプ大統領の考えるようにインフレ懸念はそれほど差し迫ったものではないと考えるべきなのだろう。本当にインフレが警戒される段階ならば利上げ妨害を試みる大統領を警戒し、債券市場は一段と金利上昇方向で反応を示すはずである。皮肉にも大統領の政治介入が米国のインフレ動向の実情を露わにしたということだろう。インフレ懸念などないのである。

～米金利上昇とベースス上昇の因果関係～

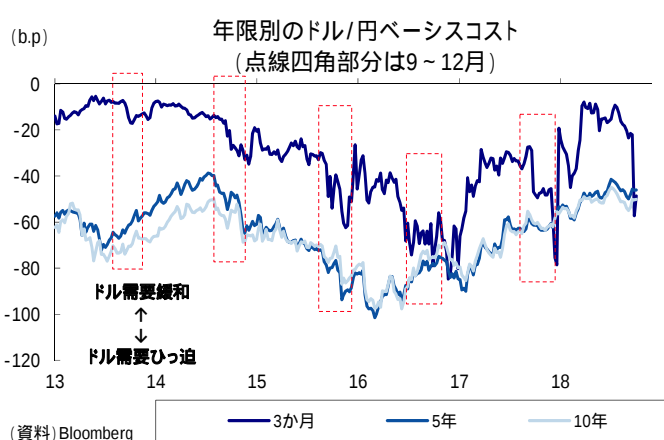
ところで、過去2週間の金融市場では円を元手としてドルを調達する際にかかるコストであるベーススコスト(以下ベースス)の急騰が話題である。9月25～26日のFOMC開催直後からベーススは急騰し、現在は小康を得ているものの高止まりしている。時を同じくして米金利も上昇しているため両者の関係性を議論する向きもあり、さらにドル/円相場の上昇とも結び付けようとする解



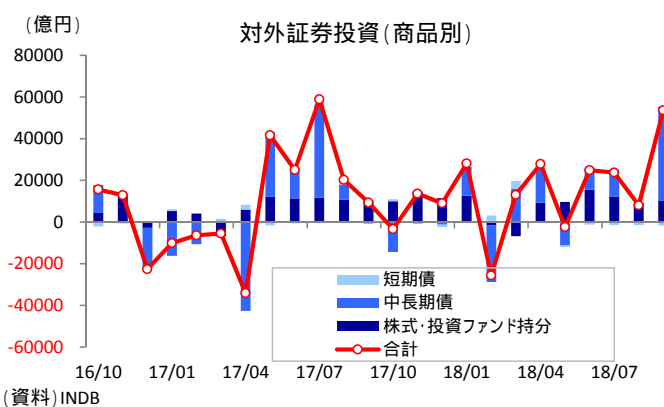
説もある。要するに「ドル不足だからドル相場が上昇している」という直感的な解説であり、一見して正しいようにも思える。だが、ベースス上昇と米金利上昇ひいてはドル/円上昇をリンクさせる解釈には慎重でありたい。米10年金利が上昇し始めたのは8月下旬であり、3%を超えが定着し始めたのは9月中旬、さらに3.1%を超えて3.2%台まで急加速したのは10月1週目であった。9月26日以降、唐突に急騰したベーススの動きとはずれがある。ベーススの上昇と米金利の上昇は全くの無関係ではないにしても、決定的な因果を主張するのは難しそうである。前頁図に示すように、これまでのベースス上昇はむしろ米金利下落と併存してきた印象が強く、今回のように両方上昇するケースの方が珍しい。得てしてリスクオフムードの高まりが米金利下落を招き、またドル調達圧力を強めているケースが多かったのではないかと推測する。

～ベースス上昇の背景:季節要因と外債投資～

ベースス、米金利、ドル/円、各々の上昇について様々な解釈が存在するが、目下注目されるベースス上昇については恒例の季節要因との解説も目立つ。右図に示すように、9月以降にベーススが上昇することは近年では恒例の光景であり、具体的には短期(図では3か月物)は必ず上昇してきた。だが、2014年や2015年を例外とすれば長期(図では5年物・10年物)は上昇していない。今回も同様であり、短期の上昇に対し長期は穏当な動きに収まっている。足許で騒がれているベースス拡大はひとえに年末(12月)や年度末(3月)を意識したドル需要の高まりだとすれば確かに腑に落ちる。



それ以外にも考えられる要因はある。上述したように2014年や2015年は長期のベーススまで上昇が及んでいた。2014年に関しては本邦金融機関の外債投資が旺盛であったことが、2015年に関してはそうした需要に加え同年8月のチャイナショックを経て新興国市場全般が混乱に陥り、通貨防衛絡みでドル需要が増したことも指摘されていた。この点、昨日公表された



『対外及び対内証券売買契約等の状況』によれば、9月の対外証券投資は買い越し額が5兆3628億円と昨年7月以来の高水準に達していた¹。それゆえ、今回のベースス上昇には本邦金融機関(9月で言えば銀行と生保)の中長期債への需要拡大も寄与していた可能性がある(図)。だが、繰り返になるが、長期のベーススが拡大していないことから一時的な季節要因は大きそうに思える。

¹ 詳しくは2018年10月9日発行『対外・対内証券投資の動向(2018年9月分)～対外・対内ネットでは2017年7月以来の大幅な資金流出超に～』をご参照下さい。

～ 中立金利を超える世界が常態化するのか？ ～

これに対し米金利の上昇は純粹にFRBの情報発信に反応したものであろう。とりわけパウエルFRB議長自らがわざわざ中立金利を超えて利上げを続ける可能性に言及しているのだから、「中立金利(3%)が長期金利の天井」というこれまで幅を利かせてきた暗黙の想定も変わらざるを得なくなる。ドル/円相場の上昇もこの文脈の中で起きたものなのだろう。「ドル不足(ベースス上昇)だから米債金利が上昇し、これに応じてドル/円相場も上昇している」という解説は直感的に正しそうだが、ベースス上昇と米金利上昇は別の要因に駆動されたもので、同時発生しているに過ぎないと整理したい。ちなみにドル/円相場上昇は9月中旬を境に始まり、10月4日から5日にかけて114円台半ばまで上昇してピークアウトした後、足許では9月下旬と同水準の113円付近まで戻ってきている。前述の通り、ベーススは9月26日から急騰し10月に入りピークアウトした雰囲気もあるが、戻りは依然小さく、高止まりという状況にある。ドル調達圧力の高まりがドル/円相場の上昇をけん引したのであれば、ベースス高止まりとドル/円相場の高止まりは併存するはずだが、そうはなっていない。ちなみに、話は若干逸れるが、こうした「FRBがそう言うからそうなった」という金利・為替動向は危ういものである。本来、インフレ期待やこれを裏付ける賃金動向などを察して市場参加者が金利上昇を予想し、FRBも同様の相場観を抱いている中で利上げが決断されるのが筋である。市場でおきている金利上昇が自らの言動の結果であるにもかかわらず、FRBが市場の織り込みに満足して利上げを続ける姿は本末転倒であり、実体経済不在の利上げである。結果、オーバーキルを懸念する事態になるのではないか。

～ 世界の資本コストを決める FRB ～

とはいえ、ベースス拡大の背景にFRBのバランスシート縮小(＝ベースマネー縮小)があることも事実ではあろう。その意味でFRBの金融政策運営がドル不足を招いているという指摘も一定の事実ではある。その影響度が債券・為替市場では大きいが、通貨スワップ市場ではもっと重要な要因(季節要因や本邦からの外債投資需要など)もあるという整理である。文字通り、FRBの政策運営が世界の資本コストを規定するという事態が起きているのは間違いなく、これが多額のドル建て債務を抱える新興国市場に如何なる影響を及ぼしてくるのがやはり今後の論点だろう。問題は今のところ、FRB自身がそうした論点を大して気にかけていないように見えることである。

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。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10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
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～皮肉な米経済の好調～
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～敵寄せは新興国に～
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」、「ゴルドイロックス」～)
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を待ち受ける陰路～「試練の秋」～
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～「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經由南米行き？～)
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