

みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 24 日)

「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由

10 月に入り、株価は高値波乱含みというバブル末期の典型的な症状を呈している。しかし、株が急落する最中であっても、さほど円高は進んでいない。近年、「リスク回避の円買い」、「安全資産としての円買い」の勢いがかつてより衰えているのではないかとの論調をよく目にするが、まさに 10 月のドル/円はその論調を地で行くものである。筆者は週初から韓国へ出張し、現地当局者などと面談を行ったが、この論点についての関心は高いように見受けられた。もはや「米景気拡大が極みに達している」という前提は多くの市場参加者が共有するところだが、その先の取引戦略を立てる上で「安全資産としての円」を信じるかどうかは大きな問題になる。結論から言えば、筆者は「安全資産としての円」は健在と考える。足許でそれが発揮されないのはそれに相応しい状況になっていないからであって、円に備わるファンダメンタルズが変わったわけではない。現状、円買いが進まない理由として短期的・中長期的理由に分けて議論してみたい。

～高値波乱含みが続く米株～

昨日のドル/円相場は米株急落に伴い一時 111.95 円まで値を下げたが、株価の下げ幅縮小を受けて本日東京時間午前には 112.50 円付近まで値を戻している。10 月に入ってからの米株(ひいては各国株)は高値波乱含みという形容が相応しく、バブル末期の典型的な症状と言える。しかも、株価下落に際し明確な取引材料が持ち出されている印象は無く、漠とした不安が相場を動かしているように見える。敢えて言えば、米金利上昇への言及が増えており、ようやく然るべき市場反応になってきたようにも思える。株売りの材料に米金利上昇が使われるようになったのは今年になってからだが、FRB の現行路線を踏まえる限り、徐々にこの傾向が強まっていかなざるを得ない。

～「安全資産としての円」を未だ信じるべきか～

しかし、米株が急落し、円高・ドル安傾向が強まると言ってもさほど大げさな動きにはなっていないのも事実である。10 月に入り、まとまった幅で米株が調整する場面が散発しているが、ドル/円は結局 111.63 円までしか値を下げていない。近年、「リスク回避の円買い」、「安全資産としての円買い」の勢いがかつてより衰えているのではないかとの論調をよく目にするが、まさに 10 月に入ってからのドル/円はその論調を地で行くものにも見受けられる。筆者は週初から韓国へ出張し、現地の金融当局者などと面談を行ったが、この論点についての関心が高いように見受けられた。もはや「米景気拡大が極みに達している」という前提は多くの市場参加者が共有するところだが、その先の取引戦略を立てる上で「安全資産としての円」を信じるかどうかは大きな問題になる。

今後、FRB の利上げに応じて米景気が減速し株価の本格的な調整が進む局面に入ったとしても、かつてほど円が選好されないならば、その代替としてユーロやポンドといった欧州通貨への関心が相対的に高まることになる。もしくは売られ過ぎた新興国通貨も同様だろう。経済の端境期だ

からこそ、「安全資産としての円」を信じるかどうかというのは重要な論点になっている。

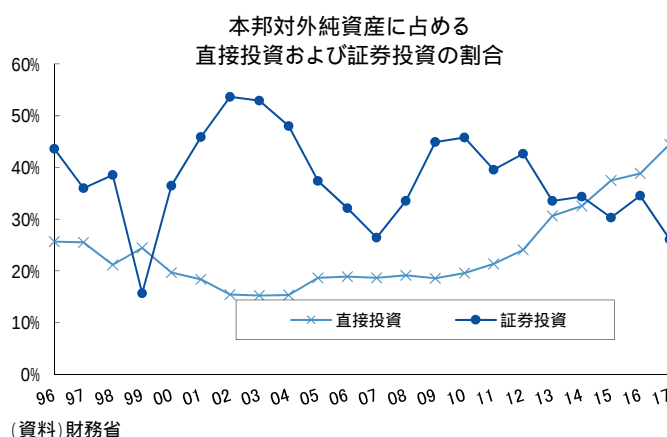
～「安全資産としての円買い」が発揮されていない2つの理由～

結論から言えば、筆者は「安全資産としての円」をまだ信じている。足許でそれが発揮されないのはそれに相応しい状況になっていないからであって、円に備わるファンダメンタルズ(端的には世界最大の対外純資産や特異な資金循環構造に支えられた国債の内国債化)が変わったわけではない。現状、円買いが進まない理由としては、例えば短期的および中長期的に2つの理由が考えられる。後者は中長期的であると同時に構造的な要因として紹介する論点である。

まず、短期的な理由としては「そもそも利上げをすると宣言している通貨(ドル)を積極的に売れない」という思いを抱く市場参加者は少なくないだろう。実際、筆者も顧客説明において「(円高・ドル安に至る)理屈は分かるが、現時点で利上げを明言している通貨を売るのは勇気が要る」という意見を頂戴したことがある。これはもっともな話である。現状、ドルは主要通貨で唯一金利の付く通貨であり、世界的に運用難であるという前提を踏まえれば「運用上、避けて通れない通貨」になってしまっている。だが裏を返せば、FOMC 声明文(や議長記者会見)において「次の一手」が利上げではないと示唆されるタイミングこそが相場のターニングポイントになるということでもある。この点は本欄や「中期為替相場見通し」でも常々論じている通りだ。それが示唆される契機として考えられるのが新興国からの資本流出に基づく混乱であり、利上げを受けた米株の大幅調整であり、米経済自体の失速であったりするわけだが、現状ではそれはFRBの基本姿勢に変更を強いるほどの震度にはなっていないというだけの話だろう。株価の大幅調整を受けてもさほど円高・ドル安が進まないのは「どうせ戻る」と多くの市場参加者が考えているからであり、実際にそうになっている。しかし、FF金利の上昇にもかかわらず経済・金融情勢が活況を呈したままであるということは理論的にあり得ない。短期的な理由は所詮、短期的なものであって「安全資産としての円」を否定するものではない。

～変わりつつある「世界最大の対外純資産国」の資産構造～

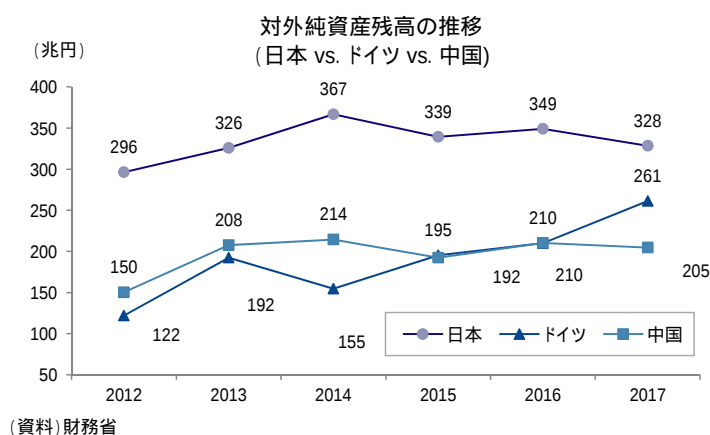
一方、中長期的かつ構造的な要因として円買いが発生しにくくなっているという可能性もある。この点はかつて本欄でも議論した通りだが、日本の対外債権構造が変化している事実は為替需給を考える上でも重要である。周知の通り、円が安全資産と呼ばれる最大の理由が「世界最大の対外純資産国」というステータスであり、2017 年末時点では27 年連続でその地位を保持している。「安全資産としての円買い」という言葉が想定し



ているのは、それが実際に発生するかどうかはさておき、「危うくなったら膨大な規模の対外純資産(の一部)が本国回帰(レパトリ)する」という状況である。こうした理屈は対外純資産の構成項目に関し、有価証券が最大であったかつての状況ならば腑に落ちる想定であった。リスクが高まる局面で為替エクスポージャーを削る動きが出やすく、それが円高を誘発するという理屈である。しかし、

図示される通り、今や日本の対外純資産における最大の構成項目は有価証券ではなく直接投資であり、より具体的にはクロスボーダーM&A を介した本邦からの海外企業買収である。有価証券であればこそ「危なくなったらレパトリ」という連想が働きやすく、しかも事実として発生する可能性もあったわけだが、直接投資では勝手が異なるだろう。リスク回避姿勢の強まりに応じて買収した海外企業を手放す日本企業はいまい。端的に言えば、日本の保有する対外純資産において「売り切りされた円」の割合が高まっている可能性があり、外貨のまま放置されるケースが増えているのではないかと推測される。こうした対外債権構造の変化が「安全資産としての円買い」を抑制しているのではないかというのが筆者の抱く仮説である。

また、対外債権構造についてはもう 1 点着目すべき事実がある。それは他国と比べた場合、日本の対外純資産がかつてほど絶対的な状況ではなくなっているという事実である。右図に示されるように、日本の対外純資産が世界最大であるという事実は不変ながらもこれを追いかけるドイツとの差は徐々に、しかし確実に縮まっている。「永遠の割安通貨」を備え、経常黒字の蓄積を続けるドイツの状況を



踏まえれば当然の帰結でもあるが、遠くない将来、日本(円)が「世界最大の対純資産国」の地位を失う展開が見えていることも今後、円相場の見通しを語る上で重要な環境変化であろう。とはいえ、世界最大でなくなったからといって巨大な対外純資産を保有している事実には変わりなく、それが「安全資産としての円買い」を否定するとまで主張するのは飛躍があるだろう。

～むしろ、日米金利差に反応できないことが問題～

むしろ、現状のドル/円相場については、これほど日米金利差が一方向的に拡大する状況にあっても続伸が難しくなっているという事実に目を向けたいところである。それは来るべきターニングポイントを意識し、FRB の利上げや米金利上昇といった楽観シナリオに乗ることの危うさを感じている市場参加者が多いことの表れではないか。「安全資産としての円買い」は来るべき状況に備え、鳴りを潜めているだけであり、その現象が根絶されたかのような論陣は行き過ぎだと筆者は考えている。

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10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底上げと弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
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
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～今回ばかりは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～言うは易い…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返済血」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～敬告せは新興国に～
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～メルケル独首相の変心～
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」、「ゴルドロック」～)
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	ボンド安を支えるユーロ堅調～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	米中間戦の時～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～「返済血」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～「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)