

みずほマーケット・トピック(2018年11月27日)

続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由

株価を筆頭とする資産価格が調整色を強める中でも相変わらず「リスクオフの円買い」は盛り上がっていない。この理由は1つではないだろうが、基本的には「米金利が高い」という事実は大きそう。内外金利差が拡大傾向にある以上、ドルを円に対して売り進めるのが難しいと考える投資家が多数存在しても不思議ではない。しかし、これほど日米金利差が拡大した割にはドル/円相場が年初から殆ど動いていないのも事実。資産価格の調整に加え、貿易戦争やブレグジット、イタリア政局不安などの悪材料が「円高圧力」として作用する一方、日米金利差の顕著な拡大が「円安圧力」として作用し、結局相場が膠着に至ってしまったという理解が適切か。とはいえ、米金利上昇のコストは今後、顕現化してくるはずである。その一端が株価の調整だろう。あとはFRBがいつ、どのような形でそうした問題意識を示すか。「リスクオフの円買い」が再び「芽」を見せるには、FRB自身が引き締めリスクを感じ、声明文で明示することが必要。

～リスクオフに耐えるドル/円相場～

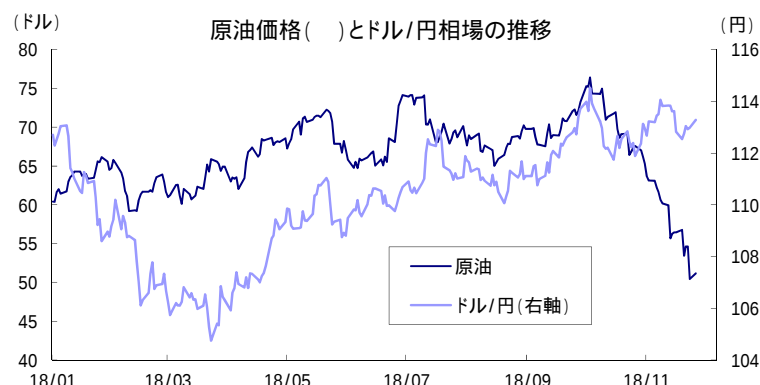
過去の本欄では「なぜリスクオフムードが高まっても円高にならないのか」という問いに対し、「まだ、リスクオフムードとは言えないから」というシンプルな整理をしてきた¹。リスクオフというフレーズは主に株価が下落するタイミングで頻繁に持ち出されるが、実際のところは株価だけではなく、原油や銅などの商品の価格下落やハイイールド債の利回り上昇など、株式以外の市場の資産価格も調整を迫られるケースが多い。そうしたポジション整理の一環として円ショートポジションの清算も発生し、それが「リスクオフの円買い」と呼ばれることが多いというのが実情だろう。この点、10月以降の状況に目をやれば、原油やハイイールド債の価格がかなり大きな幅で調整を迫られている割にドル/円相場が値持ちしているという事実がある。例えば10月の高値から見て原油価格は約▲30%、NYダウ平均は約▲10%、米10年金利は約▲20bpsほ

10月以降の金融市場の状況

	10月高値	現在 (1)	変化率 (金利は幅、 2)
NYダウ	26,828.39	24,640.24	-8.2
米10年金利	3.23	3.05	-17.9
日経平均	24,270.62	21,812.00	-10.1
日本10年金利	0.16	0.09	-7.1
原油価格 (3)	76.41	51.60	-32.5
ドル/円	114.53	113.56	-0.8

(資料) Bloomberg、(1) 11月26日の終値。

(2) 金利はbps、その他は% (3) NYMEX原油先物 (期近物)



(資料) Bloomberg NYMEX原油先物 (期近物)

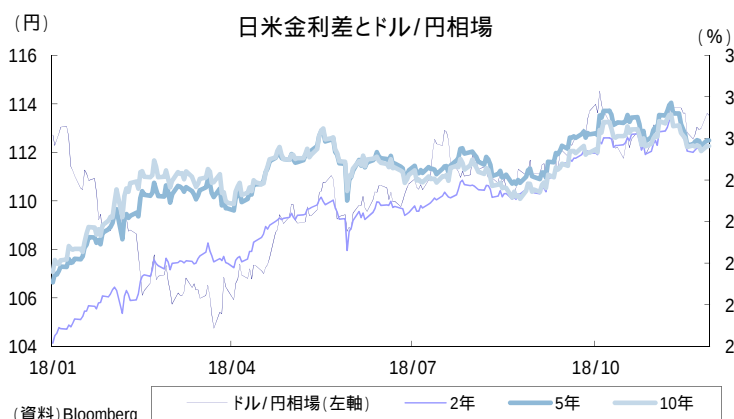
¹ 本欄 2018年10月24日号『「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由』をご参照下さい。

ど下げているが、本日のドル/円相場は年初来高値(114.55 円)をつけた 10 月 4 日と殆ど変わっていない(前頁図)。原油価格や株価がこれほど調整している状況に対し「まだ、リスクオフムードとは言えないから(円買いが起きない)」という解説は必ずしも十分ではないだろう。ちなみにこの間、日経平均株価も約 ▲10% 下げしており、昨年来取り沙汰される株価と為替の乖離はまだ健在である。

～基本的な理由は「米金利が高い」だろうが・・・～

ドル/円相場が値持ちしている理由

は 1 つではないだろうが、基本的には「米金利が高い」という事実が寄与しているのだろう。足許ではピークから下がったとはいえ、米 10 年金利は年初来で最大で約 80 bps (2.40% → 3.20%)、足許と比較しても約 60 bps (2.40% → 3.00%) 上がった状態にある。この間、本邦 10 年金利は最大で約 11bps (0.05% → 0.16%)、足許と比較すればわずか約 4bps (0.05% → 0.09%) しか上がっていない。



これだけ内外金利差が拡大傾向にある以上、ドルを円に対して売り進めるのが難しいと考える投資家が多数存在しても不思議ではない。実際、本邦からの対外証券投資は買い越しが続いている。しかし、裏を返せば、これほど日米金利差が拡大した割にはドル/円相場が年初から殆ど動いていないのも事実である。図を見る限り、ドル/円相場が春先に底割れしなかった背景に日米金利差の存在があった可能性はある。同時に、そこからさらに金利差が拡大しているにもかかわらず 115 円にすら届かなかったという事実もある。「株価や原油価格の下落にドル/円相場が追随しない」ことも経験則に反するが、「日米金利差の顕著な拡大でもドル/円相場が加速しない」ことも経験則に反する。110 円付近で安定しているから誰も気に留めないが、相応に不自然な話でもある。

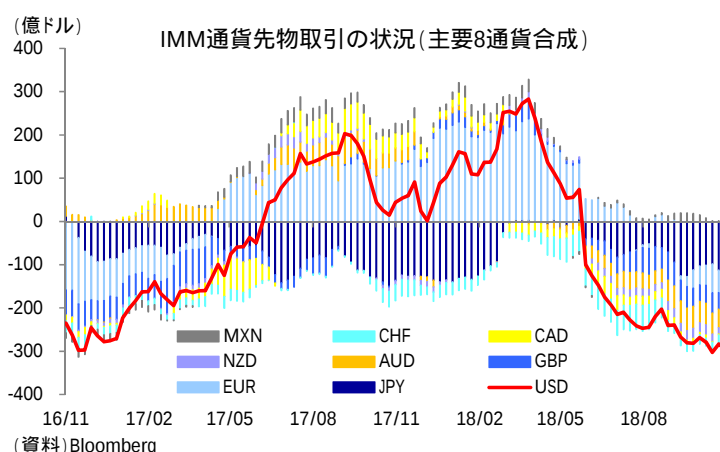
こうした状況に敢えて理解を与えるとすれば、資産価格の調整に加え、貿易戦争やブレグジット、イタリア政局不安などの悪材料が「円高圧力」として作用する一方、日米金利差の顕著な拡大が「円安圧力」として作用し、結局相場が膠着に至ってしまったという理解が適切だろうか。

～「FRB がリスクオフを認めないから」円買い起きず？～

もちろん、米金利の絶対水準が高いのは事実であり、筆者も顧客説明などの際に「理屈は同意できるが、利上げすると言っている通貨を売るのは難しい」と現場のオペレーションに根差したご意見を頂戴することがある。多くの悪材料を高い米金利が相殺しており、「背に腹はかえられぬ」の状況が発生していることは想像がつく。こうした事情を斟酌し改めて「リスクオフの円買い」が起きていない理由を検討すると、「FRB がリスクオフを認めないから」というのが 1 つの回答になってくるだろう。具体的には FRB が株価や原油価格の下落を「適切な調整」と割り切る限り、利上げもバランスシート縮小も停まることが無く、それゆえに米金利とドルの堅調も続くことになる。全ては FRB の現状認識がいつ、どのような形でハト派に振れるかであり、その変化は 2013 年 5 月のバーナンキシヨ

ックから連綿と続く引き締め路線の転換のタイミングでもある。今のところ、FRB は好調な雇用・賃金情勢を背景として資産価格や海外の動揺に配慮を見せていない。だが、国内の賃金や物価が加速せず、海外情勢も不安定なのに米金利が上昇し続けているのは「FRB が利上げを続ける」というシナリオに市場が乗っているからであり、ドル高もその副産物である。そうした市場の織り込みを見て FRB は安心してまた利上げを続けている。かつて**ブラインダー元 FRB 議長が「自分の尾を追う犬」と形容した状態であり、決して実体経済に応じた金利やドルの上昇ではないことは留意したい。**

とはいえ、いつまでもノーコストで米金利が上がり続けることはない。米 10 年金利に関しては、2 月は 3%、10 月は 3.2% の大台を超えたところで株価が大幅に調整を迫られた。米金利上昇が株売りの理由に使われるようになったのは 2018 年最大の変化の 1 つであり、今後の米金利上昇は株価にけん制されるだろう。為替市場も金利上昇に応じてドル買いを進めてきたが、IMM 通貨先物取引



引に見る投機筋のドル買いは明らかに傾き過ぎであり、買われ過ぎという理由でドルが売られても不思議ではない水準に達している(図)。前述の日米金利差の話と同様だが、これほど円ショートを積み上げてもドル/円相場が 115 円に到達しない地合いを懸念する必要があるだろう。

～ 声明文が変わってくるのは年明け以降の話か～

「実体経済(具体的には住宅投資や設備投資など)に照らして適切な政策金利(中立金利もしくは均衡実質金利)」と異なり、「株価に照らして適切な政策金利(言ってみれば株価から見た中立金利)」はその水準を事前に特定しづらい。例えば設備投資やこれに付随する銀行貸出は金利上昇に伴って減速の兆候が現れそうだが、株価に代表される資産価格の調整は急激に到来するからである。その兆候が見られたのが 2 月や 10～11 月だったと筆者は考えるが、FOMC はいつそのような認識を示すだろうか。やはり株価の調整が逆資産効果を通じて実体経済を相応に痛めつけるまで待つのだろうか。それとも直近の資産価格や新興国市場の動揺を踏まえ、ハト派色を強めてくるのだろうか。「リスクオフの円買い」が再び「芽」を見せるには、FRB 自身がそうしてリスクを感じ、明示することが必要というのが筆者の基本認識である。だが、そうした判断が声明文に反映され、市場に織り込まれてくるのは、とりあえず年明け以降の話となってきたそうである。

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11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディーを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
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～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与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	ベーシ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～言うは易し・・・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「返り血」を浴びるまで分からないのか？
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～銀寄せは新興国に～
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総裁か欧州委員長か～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を待ち受ける險路～「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	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～