

みずほマーケット・トピック(2018年12月27日)

## 3つの論点で要約する 19年見通し

本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で最終号となります。本年もご愛読有難うございました。来年も何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

2019年の世界経済および為替市場に対する展望は本欄や『中期為替相場見通し』でも議論した通りだが、今年最後の本欄で改めて重要と思われる論点を列挙しておきたい。重要な論点は多いが、ここでは敢えて3つに絞る。具体的には 悲観が支配する時は一瞬であること、円は割安、ドルは割高であること、12月からリスクオフモードが始まっていることの3つを強調して、今年の本欄を締めたい。2019年を展望する上で重要なことは、過去5年にわたって金融市場取引の前提とされてきた「FRBの『次の一手』は引き締めである」という事実が変わるということ。12月のFOMCでドットチャートが切り下げられたことは、そうした「新たな局面」の始まりと考えたいところ。原油や銅、ハイイールド債といった「炭鉱のカナリア」の変調を「一過性の軟化」と片付けないことが、今後1年の相場を大きく外さないために重要な心掛けだと考える。

## ～2019年展望、3つの重要論点～

2019年の世界経済および為替市場に対する展望は本欄や『中期為替相場見通し』でも議論した通りだが、今年最後の本欄でもあるので、改めて重要と思われる論点を列挙しておきたい。重要な点は多いが、ここでは敢えて3つに絞る。具体的には 悲観が支配する時は一瞬であること、円は割安、ドルは割高であること、12月からリスクオフモードが始まっていることの3つである。

まずである。これまで再三述べてきた通り、累次にわたる利上げの効果が遂に発揮されるのが2019年であり、それは端的にはFRBの正常化プロセス終了という形で市場には表れることになる。11月下旬以降、その傾向が見られているのは周知の通りだが、それでも未だ公式には「2回」の利上げが予想中央値として残されているのが現状である。これが1回ないしゼロへと修正されていく過程で、今度はバランスシートの規模にも注目が及ぶだろう。縮小ペースの鈍化なのか、それとも縮小自体の停止なのかといった議論も2019年のFRBウォッチでは重要な論点となってくる。連続性を重んじる中央銀行は急旋回できないので情報発信が漸次的な修正になるのは致し方ない。だが、公式の情報発信は漸次的でも、メンバーの胸中は急旋回とも言える変化を示すこともある。

例えば今年9月から12月までの3か月間で中立金利の想定は一気に3.00%から2.75%へ急落した。右図に示されるように、これまでの経緯を見ても、明らかに「上がる」よりも「下がる」時の幅の方が大きい。もちろん、これは米国経済の地力が趨勢的に落ちていることの表れなのだろうが、政策メンバーの意見が段差を伴って下方修正されやすいということの

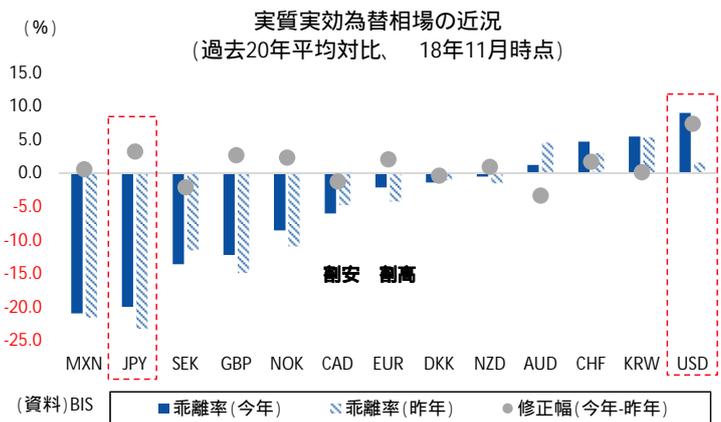


(資料)FRB

証左でもあろう。例えば、2015年3月から2016年3月までの間では中立金利の予想中央値は50bpsも落ちている。2018年12月に示された3.00%から2.75%の下方修正はこうした大きな変化の始まりと考えた方が良くはないかと筆者は警戒している。楽観ムードが醸成される時はあくまで徐々にだが、悲観ムードが支配する時は一瞬であることが多いことを肝に銘じておきたい。

～「最も割高な通貨」と「最も割安な通貨」の組み合わせ～

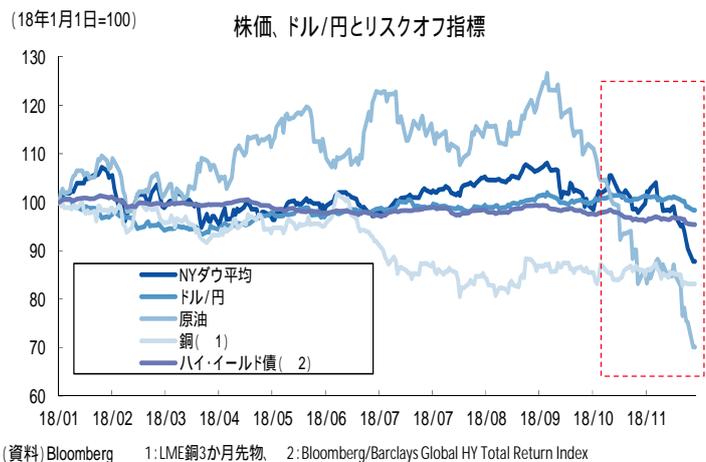
次に、とりわけドル/円相場の先行きを検討する上では、円は割安、ドルは割高であることを強調しておきたい。国内の経済・金融情勢が動揺してくれば、危機後がそうであったように、米国は通貨の低め誘導を図ろうとするだろう。1月から日米TAG(日米物品貿易協定)交渉に臨まなければならない日本にとって、見通しは決して明るくない。本欄では折に触れて紹介しているように、実質実効為替



替レート(REER)の観点から言えば、円の割安感はこの数年間、全く解消されていない。その20%以上にも及ぶ割安感が為替政策報告書で指摘され続けているのは周知の通りである。いや、同報告書のトーンに限って言えば、オバマ政権時代から円に対する見方は厳しいものが続いてきた。だからこそTAG交渉において、そうした米国の通貨政策観が発揮される可能性を不安視せざるを得ないという状況がある。図示されるように、REERで見れば、ドルは最も割高な通貨であるのに対し円はメキシコペソとほぼ並んで最も割安な通貨だ。「最も割高な通貨」と「最も割安な通貨」の組み合わせという事実を考慮した上で、円相場見通しの方向感を検討すべきという点は強調したい。

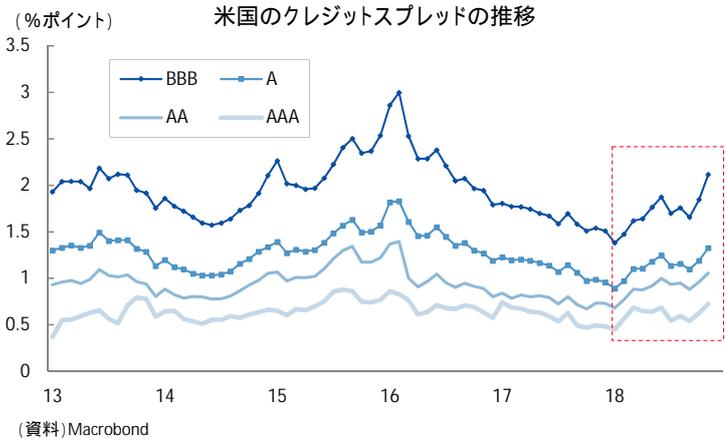
～鳴き始めたカナリア～

最後に、12月からようやくリスクオフムードが始まっているという事実は指摘しておきたい。今年は株価の大幅調整にもかかわらずドル/円相場が値持ちしたので、「リスクオフの円買いはなくなったのか」という照会を繰り返し受けた。これに対する筆者の回答は「なくなっていない」であり、円高になっていないのは「今はまだ本格的なリスクオフとは言えない状況だから」と整理してきた。この点は一昨日の本欄でも指摘したが、今年の2月のVIXショック時では明確に下がったのは米株くらいであり、原油や銅、ハイイールド債といった相対的にリスクが高いと思われる資産の価格は落ち着いていた。いわゆる危機の予兆を知らせる「炭



鉦のカナリア」はまだ鳴いていない状況であり、「高過ぎた米株の調整」という割り切り方が多かった。10月初旬の下げもそのような捉え方が一部残っていた。だが、11月以降の相場の荒れ方は異なる。

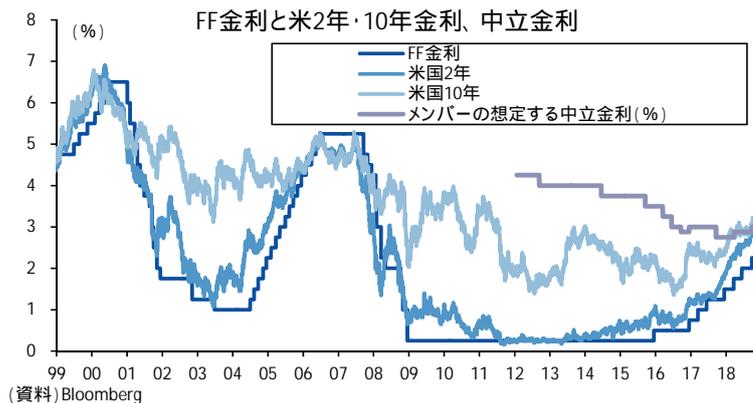
株式を筆頭にそうした資産クラスも全て崩れており、その中でドル/円相場もまとまった幅で調整を強いられている。依然として、米金利やドル相場に調整余地があると見込む向きは多く、とりわけハイイールド債の спреッドなどにも拡大余地はありそうに見える(図)。2018年の相場つきだけから「リスクオフの円買いはなくなった」、もしくは「円はもう安全資産として見なされなくなった」などの大きな



話を安易にするべきではない。カナリアが一齐に鳴き始めたのはあくまで 12 月からであり、こうした状況に円相場がどのように反応していくかを我々は注視しなければならない。

～「10 年金利の終点」「利上げの終点」「株価の終点」、という経験則～

もちろん、以上のような論点以外にも米中貿易戦争や英国の EU 離脱(ブレグジット)、日米 TAG 交渉など気になる論点は沢山ある。しかし、それらはあくまでサイドストーリーだ。2019 年を展望する上で重要なことは、もはや米金利やドルの上昇を前提にした相場環境が変わるということである。言い換えれば、過去5年にわ



たって金融市場取引の前提とされてきた「FRB の『次の一手』は引き締めである」という事実が変わるという話でもある。12月のFOMCでドットチャートが切り下げられたことは、そうした「新たな局面」の始まりと考えるべきだろう。図示されるように、経験則に倣えば「米10年金利の終点」はすべからず「利上げの終点」であり、「利上げの終点」は「株価の終点」でもあった。上で言及したような「カナリア系の指標」の変調も踏まえた上で、FOMCの姿勢の揺らぎを「一過性の軟化」と片付けず見通しを検討することが、今後1年の相場を大きく外さないための重要な心掛けではないかと考える。

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](mailto: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](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12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	ハリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
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
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	ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場
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「7.0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」が勢いづかない理由
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～庇うほど弱点として露呈～
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～鑑みせは新興国に～
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	ポ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～蕭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