

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

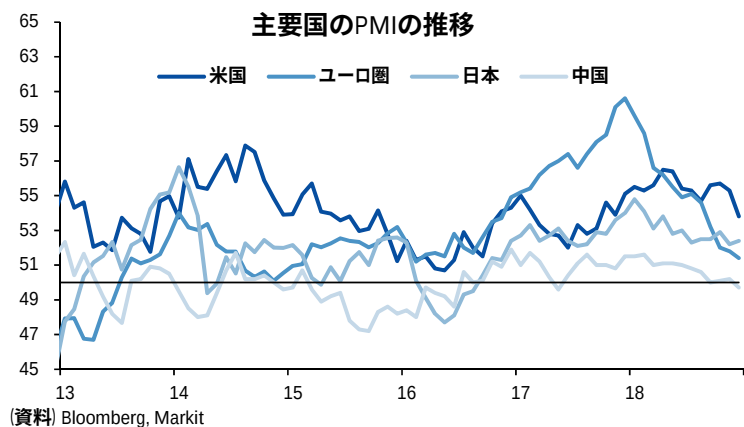
## みずほマーケット・トピック (2019 年 1 月 4 日)

# 波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～

1 月 3 日、ドル/円相場は 2018 年 3 月以来の安値となる 104.10 円を記録。米中貿易戦争、政府機関閉鎖、これらを受けた米金利低下や米株安への不安が強まっていたところに、同日、米 IT 企業大手が業績予想の下方修正を発表したことで元々あった世界経済減速への疑念が確信に近づいた構図。バブル崩壊には得てして「分かりやすい号砲」が必要である。今回はそれがパリバショックやリーマンショックと呼ばれた。今回はアップルショックの名の下に価格調整が広がっていると理解すべきか。話題の中国を筆頭に主要国の PMI は軒並み悪化しており、もはや世界経済がピークアウトしていることは否定しようがない。10 月以降、米金利や株価の調整に比べてドル/円相場は明らかに静か過ぎた。ここにきて米金利低下に応じた清算が一気に到来したと思えば、年初からの動きは「急激」ではあるけれども「異常」ではない。昨年と異なり、もう米金利上昇という防波堤が期待できないことも重要。本欄の想定に沿った動きが続くだろう。

### ～遂に「分かりやすい号砲」が鳴ったか～

日本時間 1 月 3 日早朝、ドル/円相場は 2018 年 3 月以来の安値となる 104.10 円をつけた。米中貿易戦争、政府機関閉鎖、これらを受けた米金利低下や米株安への不安が強まっていたところに、同日、米 IT 企業大手が業績予想の下方修正を発表したことで元々あった世界経済減速への疑念が確信に近づいた構図である。しかも、下方修正の理由が「中国での販売不振」であったことも不安



を一段と高めることに寄与したと見受けられる(もっともスマートフォン市場の飽和感に基づいた下方修正であって、米中貿易戦争が直接原因ではないとも思われるが)。その後、ドル/円は買い戻され本日東京時間午前では 107～108 円を推移しているが、1 か月前に比べ水準は明確に切り下がった。バブル崩壊には得てして「分かりやすい号砲」が必要である。今回はそれがパリバショックやリーマンショックと呼ばれた。今回はアップルショックの名の下に価格調整が広がっていると理解すべきだろうか。なお、2 日には 12 月分の中国製造業 PMI が 49.7 と 1 年 7 か月ぶりに景気の拡大・縮小の判断の分かれ目となる 50 を割り込むという動きがあった(図)。その他主要国も軒並み悪化しており、もはや世界経済がピークアウトしていることは否定しようがない。

また、余談になるが、こうした動きは日本勢「だけ」が世界の大勢に逆らって長期間休もうとする年

年末始やゴールデンウィークによく発生する印象がある。既に報じられているように「日本の個人投資家のロスカット誘発を狙った仕掛け」という解説は今や風物詩のようになっているように感じる。過度なショックを回避するという視点に立てば、金融市場の運営に限っては世界基準に合わせることも決して絵空事ではないのではないか。

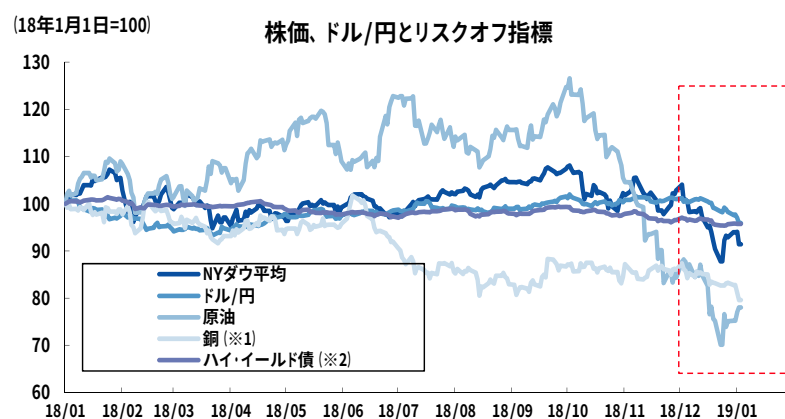
## ～「仕掛け」が奏功する大前提を忘れずに～

今回の動きも「日本勢が休みの薄商いの時間帯が狙われた仕掛け」という理解で収めるべきか。一面では恐らくそうなのだろう。だが、本質的に重要な論点はそこではないはずだ。そもそも「(ドル/円や米金利に対する)下方向への仕掛けが成功する」という大前提として「世界経済減速とそれに伴う FRB の政策修正」がある。そうでなければ仕掛けが奏功する勝算がない。元々暗澹たるムードが存在したからこそ、そのような動きに踏み切る短期筋がいたと考えるのが論理的である。今回、104 円台への突入は一時的ではあったが、得てして円高局面は激しいボラティリティの中で「3 歩進んで 2 歩下がる」といったように水準を切り下げることが多い。

「仕掛けである」は短期的な理解として正しいが、中長期的な理解として「世界経済が『改善の極み』に達している」ことを忘れてはならない。未だ FRB は公式には「2019 年に 2 回」が政策金利の予想中央値である。これが雲散霧消する中での相場の水準調整に備えることが賢明だろう。

## ～やはり死んでいなかった「リスクオフの円買い」～

また、これで「リスクオフの円買い」、「安全資産としての円買い」が死んでいないことも実証されたのではない<sup>1</sup>。昨年 10 月以降、株価が苛烈な調整を経験する中でもドル/円が殆ど動意を見せなかったのは一部の強気筋が言うように「円が安全資産としてみなされなくなった」からではない。単にリスクオフ局面ではなかったから



(資料) Bloomberg ※1: LME銅3か月先物、※2: Bloomberg/Barclays Global HY Total Return Index

である。リスクオフ局面では株価だけではなく商品(石油、金属など)やハイ・イールド債といった相対的にリスクの高い資産クラスから資本の流出が見られる。10～11月、そうっていなかったのは単に「高過ぎる米株の調整」だったからだろう。しかし、12月以降は明確にリスクオフ局面であり、テーマは「高い米株の調整」から「FRB の路線転換」ないし「世界経済の減速」にシフトした(図)。そのシフトの背景としては、2018 年を通じて散々リスクだとされながらも無視されてきた米中貿易戦争の実害や米利上げを受けた新興国からの資本流出、欧州における政局不安、そしてこれらを受けた世界経済(≡企業業績)減速などが挙げられている。

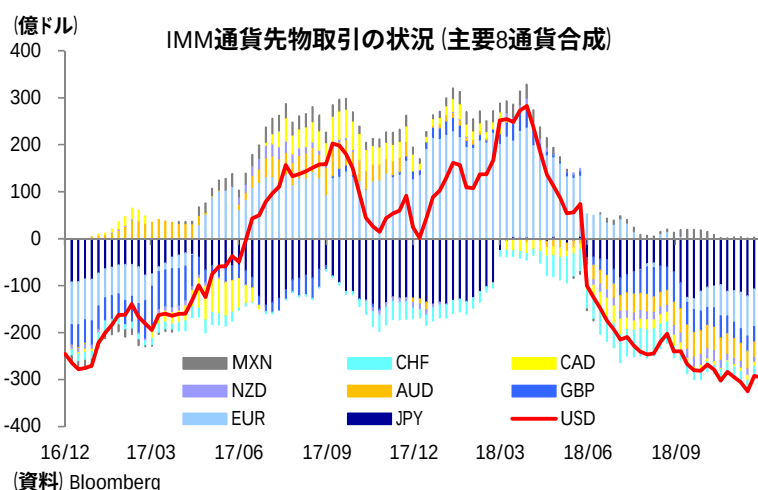
結局、「問題の所在」は 1 年前から何も変わっていない。今回は米大手 IT 企業の業績予想とい

<sup>1</sup> 例えば本欄 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。また、東洋経済オンライン 2018 年 10 月 27 日配信『「リスクオフの円買い」はもうなくなったのか～「いつドル安円高に動くのか」の疑問に答える～」もご参照下さい。

う形でそれが可視化されただけで、今後、様々な形で同様の事象は起きるだろう。企業業績への影響が先に現れ、その後にマクロ経済指標(とりわけハードデータ)が変調を来すことになる。なお、金融市場では雇用関連の計数が大きな影響力を持つが、雇用や賃金は最もバックワードルッキングに動くものであり、これが好転し始める頃には景気のピークアウトが近づいている可能性を念頭に置きたいところである。

## ～「急激」ではあるけれども「異常」ではない～

ごく短期的に言えば、2018 年を通じてIMM通貨先物取引におけるポジションは円だけでなく、多くの通貨が対ドルで売り持ちされる状態が続いてきた(図)。これはFRBの正常化プロセスが続くという前提では当然の状態でもあった。しかし、上述するように「FRBの路線転換」を前提とすれば、ドル売りのコストが下がり、従前のポジションを解消するインセンティブも高まる。しかし、昨年10月から12



月にかけて米10年金利が3.2%から2.7%まで低下してもドル/円相場はレンジを破ることがなかった。ここに来て、米金利低下に応じた清算が一気に到来したと思えば、年初からの動きは「急激」ではあるけれども「異常」ではないと筆者は考える。今や、米10年金利は2.55%まで低下しているが、昨年2～3月にドル/円相場が104円台まで急落した時には2.80%付近で堅調推移しており、これが相場の底割れを防いだと言われた。今回はその米金利による防波堤が期待できそうにない。

ドル/円相場の水準感に言及するとすれば、ポジションがスクエアに向かう中、昨年は成し得なかった「105円割れ定着」があるかどうかが当面の見どころだろうか。その際、米金利の先行きが決定的に重要になるだろうが、昨年と異なり、もはやFRBが繰り出す「次の一手」は良くて現状維持、場合によりハト派傾斜である。正攻法で考えれば、米10年金利がじりじりと低下し、これに応じてドル相場自体が押し下げられていくというのが無理のない基本シナリオと考える。年初の混乱は本欄や『中期為替相場見通し』のストーリーラインに沿った動きであり、見通しの確度を高めるものである。

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](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27日 | 3つの論点で要約する19年見通し                                |
| 2018年12月25日 | FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～                    |
| 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、世界経済の動所～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  | バリ暴動の読み方～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」が勢いつかない理由                        |
| 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の拳動～                     |
| 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動所～)                 |
| 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～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総裁か欧州委員長か～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」、「ゴルディオックス」～) |
| 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～)               |