

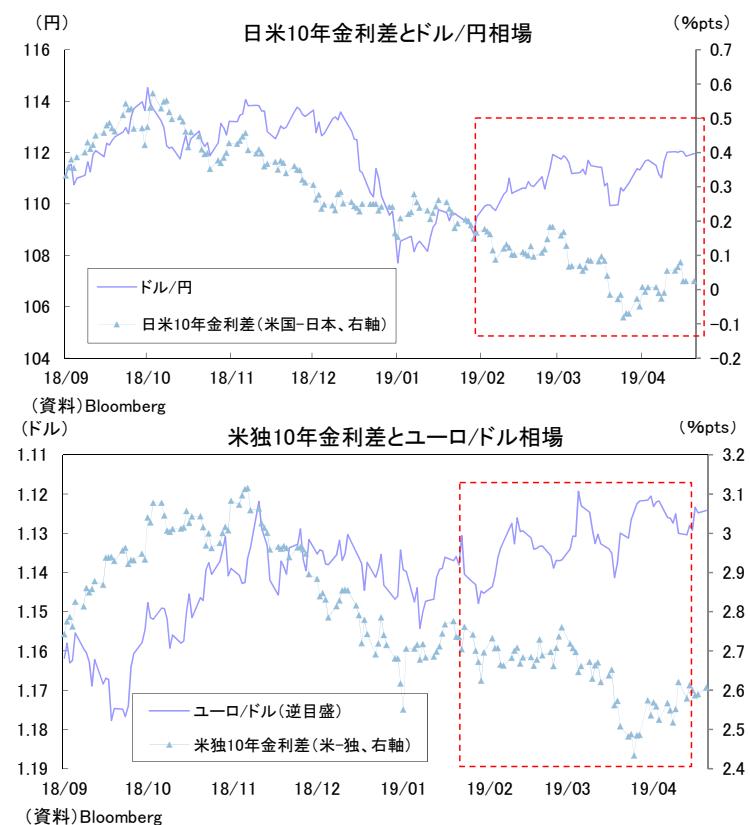
## みずほマーケット・トピック(2019年4月24日)

## 薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～

過去3か月を振り返ると「金利差縮小の下での円安」が継続中。同様の構図はユーロ/ドル相場でも発生しており、米独金利差が縮小してもユーロ安・ドル高が進行している。米金利が多少低下したところで、マイナス金利を採用している円やユーロからすれば投資妙味が依然見込めるという事情がドル相場の耐性を強めているのだろうか。相応の金利差が確保されている中、対円でも対ユーロでも投機のドル買いも膨らんでいる。とりわけユーロの売り持ち高は2年4か月ぶりの高水準に達している。こうしたドル高に賭ける投機がFRBのハト派色が強まる中で盛り上がっていることに不安定さを感じるべきではないか。ここにきて「保険」としての利下げという論点が浮上している中、可能性は低いと思われるが、賭けるべき「次の一手」は利上げよりも利下げだろう。現在のドル高相場からは文字通り「薄氷」の上を歩かされているような印象を受ける。

## ～金利低下に耐性を示すドル～

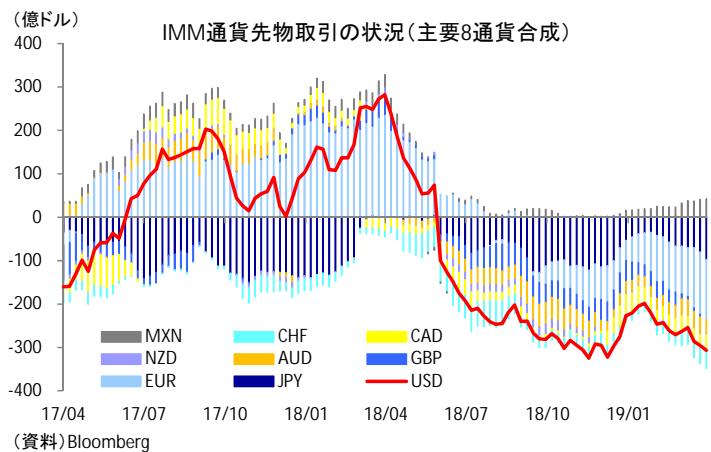
ドル/円相場は相変わらず膠着状態にある。過去2か月(3月1日～4月23日)のレンジは「109.70～112.17円」の2.47円にとどまり、4月に入ってから(4月1日～4月23日)に限れば「110.81～112.17円」の1.36円とさらに狭くなる。この間、FRBはドットチャートにおいて年内利上げ停止のサインを示し、バランスシート縮小路線の停止も打ち出した。後述するように、最近では利下げを示唆するような言動まで見え隠れし始めている。こうした動きもあって3月以降、米10年金利は2.77%から2.34%まで最大▲40bp下がっている。昨年10月をピークとして日米金利差ははつきりと縮小傾向にあるのだが、ドル/円相場がこれをフォローして下落したのは今年1月半ばまでの話であり、2月以降は逆に上昇へ転じている。図に示されるように、過去3か月は「金利差縮小の下での円安」が継続中である。同様の構図は米独10年金利差とユーロ/ドル相場でも発生している。こうした状況に対する解釈は様々あるが、米金利が多少低下したところで、マイナス金利を採用している円やユーロからすれば投資妙味が依然見込めるとい



う事情がドル相場の耐性を強めていると考えるのが妥当だろう。もしくは FRB のハト派化を受けて株価が騰勢を強めている中、こうした資産価格の上昇が米経済の樂觀にまで発展している側面もあるだろう。しかし、既に労働市場の改善余地が限定期となっている以上、実体経済の拡大が永続するかのような期待は单なる現実逃避に終わる可能性が高い。

### ～「投機のドル買い」はそろそろ過剰に～

相応の金利差が確保されている中、投機の円売り(・ドル買い)も着々と積み上がっている。IMM 通貨先物取引における円の売り持ち高は 4 月 16 日時点で▲97.2 億ドルと 2019 年 1 月 1 日以来の高水準に達している(図)。しかし、1 月を例に取れば、このポジションが一気に巻き戻される過程で 104 円台までの円急騰に至ったことが思い返される。絶対的な金利水準があるからこそ、こうした円売りポジションが巻き戻されずに温存されているのだろうが、既述の通り、金利差は着実に縮小方向に向かっており、再拡大に向かう目処も全く立っていない。ちなみにユーロの売り持ち高はさらに大きく▲138.2 億ドルと 2016 年 12 月以来、2 年 4 か月ぶりの高水準に達している。現在の為替相場を見るにあたっては「これほど投機のドル買いが積み上がってもこの程度でとどまっている」という事実も頭の片隅に置いておきたい。主要 8 通貨合成で見てもドルの買い持ち高は 2018 年 12 月 25 日以来の高水準に達しており、ポジションの傾きが過剰になっている雰囲気はある。こうしたドル高に賭ける投機が FRB のハト派色が強まる中で盛り上がっていることに不安定さを感じるべきと考える。



（資料）Bloomberg

ジションが巻き戻されずに温存されているのだろうが、既述の通り、金利差は着実に縮小方向に向かっており、再拡大に向かう目処も全く立っていない。ちなみにユーロの売り持ち高はさらに大きく▲138.2 億ドルと 2016 年 12 月以来、2 年 4 か月ぶりの高水準に達している。現在の為替相場を見るにあたっては「これほど投機のドル買いが積み上がってもこの程度でとどまっている」という事実も頭の片隅に置いておきたい。主要 8 通貨合成で見てもドルの買い持ち高は 2018 年 12 月 25 日以来の高水準に達しており、ポジションの傾きが過剰になっている雰囲気はある。こうしたドル高に賭ける投機が FRB のハト派色が強まる中で盛り上がっていることに不安定さを感じるべきと考える。

### ～賭けるなら「利下げ」～

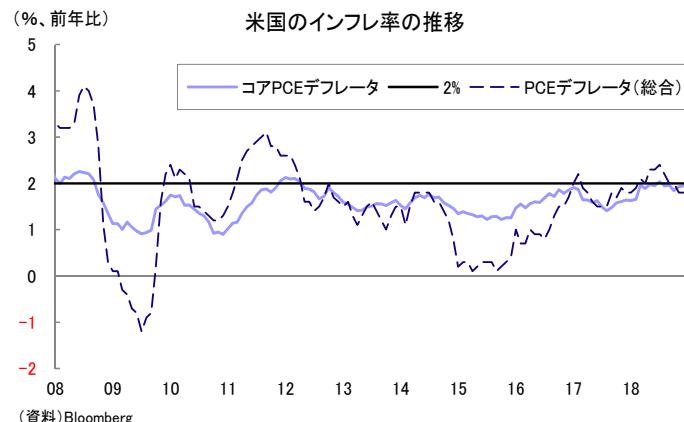
仮に絶対的な金利水準がドル相場の支えになっているのであれば、今考えるべきことは「米金利はもっと下がるのか」という基本的な問い合わせである。この点、最近の FRB は明らかに下方向の可能性を示唆している。今月 15 日、エバンス・シカゴ連銀総裁は個人消費支出(PCE) デフレーターが食料品とエネルギー品目を除くコアベースで低迷し、数か月にわたって前年比+1.5% 近辺にとどまれば、これを警戒した上で「(利下げによる)保険を掛けておくことを間違いなく検討する」と述べたことが報じられている(4 月 22 日、WSJ 日本語版)。「Risk Management and the Credibility of Monetary Policy」と題した講演でエバンス総裁は 93 年から 08 年に開催された 128 回の FOMC に関して、「見通しの不透明感や特定リスクに対する保険」を理由に政策調整の必要性が議論されたことが 3 分の 1 以上あったと述べている。こうした例示は今後インフレ基調が衰えてきた時に「保険」を理由に利下げが検討されても、歴史的には珍しくないという露払いの意味を込めているのだろう。

なお、同講演では 2% ターゲットがあくまで『対称的な目標(a symmetric target)』であるとの論点にも言及がなされており、これも最近の Fed ウオッチの中では目にする論点となっている。この論点はハト派筆頭格のカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁がかねてから強調していることであり、本欄でも

強い同意を示してきた<sup>1</sup>。2017年12月のエッセイでカシュカリ総裁は「たとえ目標に到達又は超えていたとしても、2.6%のインフレ率は現在の1.4%よりも懸念すべき事態とは言えない。何故なら我々の目標は対称的なものだからだ」と述べている(当時のPCEデフレーターは1.4%付近だった)。これは「目標から0.6%ポイント離れているという意味では共にリスクは等しいと見るべきであり、FRBはあくまで目標からの乖離幅である0.6%ポイントを少しでも縮めよる努力をすべき(つまり緩和を続けるべき)」という主張である。また、カシュカリ総裁は今後、デフレに陥った時に打ち出せるカードが限られている以上、「遅過ぎる利上げ」よりも「早過ぎる利上げ」でインフレ基調を挫いてしまう事態を避けるべきという政策運営上のリスクマネジメントの視点も強調していた。こうした「対称的な目標」と「リスクマネジメント」の観点について当時のFRBはさほど関心を示していなかった。

しかし、ここにきて続いているFRB高官の情報発信から察するに、「保険としての利下げを通じ、「対照的な目標」ゆえのインフレ率2%突破を狙うことが政策運営上のリスクマネジメントとしては必要なのだ」という主張が幅を利かせ始めているように見える。なお、カプラン・ダラス連銀総裁もそうした場合(=コアPCEデフレーターが+1.5%近辺かそれを下回る水準にとどまった場合)、利下げの選択肢を「必ず考慮に入れる」と述べたという(4月22日、WSJ日本語版)。政治的な圧力に屈したという見方をされたくないだろうが、その主張の変節にはやや唐突感も覚える。

もともと、現時点ではコアPCEデフレーターは+2.0%に近い水準(+1.8%)にあるため、こうしたシナリオが現実に近いわけではない(図)。米政府がイラン産原油の禁輸措置に関し、日本を含む8か国・地域に対して設定されている適用除外措置を5月に撤廃することを決定しており(仮にイランから輸入すると米国から制裁される)、原油価格は当面騰勢を強めることが予想される。コアベースとはいってもPCEデフレーターがエネルギー



価格の影響から完全に無関係という話にはなりえないため、ここから一方的に下がっていくという展開も想像しづらいだろう。とはいっても、FRB高官から「利下げの条件」を示唆するような情報発信が散見されている以上、賭けるべき「次の一手」は利上げよりも利下げだろう。「保険」という大義の下で利下げのハードルは下がっているようにも見受けられる中、投機ポジションの傾斜などによって支えられた現在のドル高相場は文字通り「薄氷」の上を歩かされているような印象を受ける。

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に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ない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

<sup>1</sup> 本欄 2017年12月20日号『3度目のカシュカリ・エッセイを受けて』をご参考下さい。

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
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の効果 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検~年後半は「米国 vs. 欧中」~
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて~「底打ち」しても正常化は別の話~)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF~循環的なピーク~
2019年4月15日	ECB政策理事会~階層化とTLTRO3の取り扱い~
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結果」~臨時EU首脳会議を受けて~)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し~「副題」で見る世界経済の変遷~
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境~「均衡」がもたらすレンジ~
2019年4月8日	フレグジット情勢を巡るQ&A~臨時首脳会議を前に~
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速~大崩れしたドイツ製造業受注~)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「惠まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検~敢えて考える円安リスク~
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」になったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB~本末転倒感の拭えないドットチャート~)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(フレグジット交渉、当面の読み方~人質戦略は奏功するのか?~)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	フレグジット、2度目の否決と新たな期限
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
2019年3月8日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて~ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ~)
2019年3月4日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月1日	大統領のドル高けん制~不安な「相手国が悪い」という理屈~
2019年2月27日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間~互いに「住む世界が違う」様相~)
2019年2月25日	米中貿易協議再延期を受けて~現状と展望の整理~
2019年2月22日	円安リスクの点検~想定外の米経済堅調が招く円安~
2019年2月21日	週末版
2019年2月20日	FOMC議事要旨~「patient」の舞台裏~
2019年2月18日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月15日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月14日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?~懸念される逆資産効果~)
2019年2月13日	看過できない仏伊関係の悪化~大戦以来の大天使召還~
2019年2月12日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月8日	変わらうがない对外直接投資の潮流
2019年2月7日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境~对外証券投資への期待は難しそうな2019年~)
2019年2月6日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月5日	バートマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月1日	フレグジット交渉を巡るQ&A~今一度行う現状整理~
2019年1月31日	週末版
2019年1月29日	FOMCを受けて~正常化プロセスの終了~
2019年1月28日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月25日	円安リスクの点検~円高のメインシナリオを握るがすもの~
2019年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁~)
2019年1月22日	銀金融政策決定会合を受けて~「願望」すら難しい状況に~
2019年1月21日	堅調なユーロ相場の背景にある欧洲の減速
2019年1月20日	対米貿易黒字ゼロ計画について~マッチポンプは終わらず~
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況~市場のメインシナリオは転換済み~)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理~「壮大な茶番劇」に終わるか~
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	2019年1月8日 財界トープの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	2019年1月7日 「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	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~
2018年12月27日	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	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	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	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
2018年12月17日	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14日	2018年12月14日 2018年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月12日	2018年12月12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11日	2018年12月11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10日	2018年12月10日 ECB政策理事会レビュー~再投資方針の行方~
2018年12月7日	2018年12月7日 動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月5日	2018年12月5日 週末版
2018年12月4日	2018年12月4日 遂に発生した逆イールド~金利に追従する株価~
2018年12月3日	2018年12月3日 バリ暴動の読み方~2つの懸念~
2018年11月30日	2018年11月30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28日	2018年11月28日 週末版
2018年11月27日	2018年11月27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26日	2018年11月26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22日	2018年11月22日 ECB政策理事会議事要旨~TLTRO3の行方~
2018年11月21日	2018年11月21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~)
2018年11月20日	2018年11月20日 ノーティールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月19日	2018年11月19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18日	2018年11月18日 イタリア政局を巡る現状と展望~制裁が視野に~
2018年11月16日	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15日	週末版
2018年11月14日	2018年11月14日 メイ首相、最後の戦いへ~「外」から「内」へ~
2018年11月13日	2018年11月13日 ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月12日	2018年11月12日 四面楚歌のユーロ相場~「5つの不安」~
2018年11月9日	2018年11月9日 円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月8日	2018年11月8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7日	2018年11月7日 メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ~外準減少を受けて~
	示唆される世界経済の先行き減速懸念~PMIとCL~