

みずほマーケット・トピック(2019年6月3日)

「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう

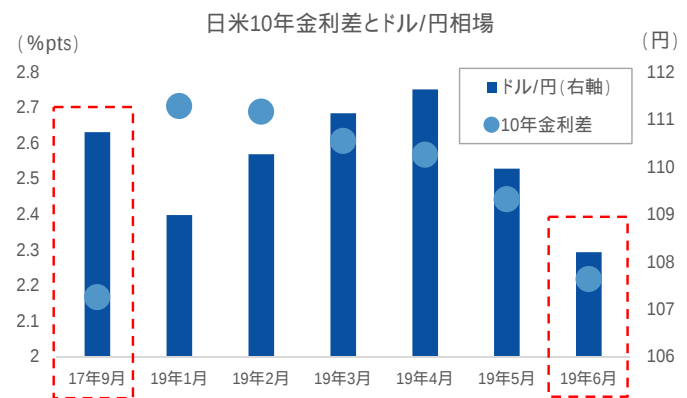
トランプ米大統領が対メキシコ関税の意向を示したことで、ドル/円相場は約4か月ぶりの安値をつけている。保護主義の象徴的な存在であるライトハイザーUSTR代表まで制止を試みたところに事態の深刻度が読み取れる。米10年金利は一時2.11%台と17年9月以来の水準まで低下。これはFF金利誘導目標が今の半分(1.25%)だった頃につけていた水準である。しかし、当時は現在のように米国経済のファンダメンタルズを懸念して米金利が低下していたわけではなく、北朝鮮絡みで地政学リスクが意識された時期だった。米国と世界の失速を懸念する今とはモメンタム(勢い)が比較にならない。債券市場の年内利下げ織り込みは概ね100%に接近。市場参加者は「FRBはどこまで現状維持を続けられるのか」という関心を抱き始めており、端的には「利下げのタイミングを当てるゲーム」が本格化してきそうな雰囲気がある。

～ドル/円相場、4か月ぶりの安値～

為替市場は久々に動意づいており、本日東京時間午前には108.15円と約4か月ぶりの安値をつけている。先週5月31日、トランプ米大統領は移民流入に伴う安全保障上の脅威を理由に、6月10日以降、メキシコからの全輸入品に5%の関税を課す意向を示した。移民流入が止まるまで関税の引き上げを段階的に続けるという。今回の措置についてはトランプ政権の保護主義の象徴とも言えるライトハイザー米通商代表部(USTR)代表が反意を示した上、ムニューシン米財務長官も金融市場の動揺を懸念し静止を試みたとされる。ライトハイザー代表はUSMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)の実施法案成立を目指し、議会での支持獲得に勤しむ立場から警告した模様である。あくまで「移民問題であって貿易問題ではない」(マルバニー大統領首席補佐官代行)とのことだが、そもそも「関税引き上げ」と「移民流入」の間に何の関係があるのか理解が難しく、対中交渉同様、交渉の着地が見えづらい。移民を理由にするくらいならば、世界で2番目に大きいメキシコの対米貿易黒字を(それでも今さらだが)批判した方が分かりやすかっただろう。

～金利・為替水準は17年9月に類似～

中国に加え、通商合意が半ば成立していたはずのメキシコにまで矛先が向いたことを受けて金融市場は大きく動揺している。米10年金利は一時2.11%台と2017年9月以来の水準まで落ち込んでいる。これはFF金利誘導目標が今の半分(1.25%)だった頃につけていた水準であり、かなり遠いところまで連れてこられた印象である。ちなみ

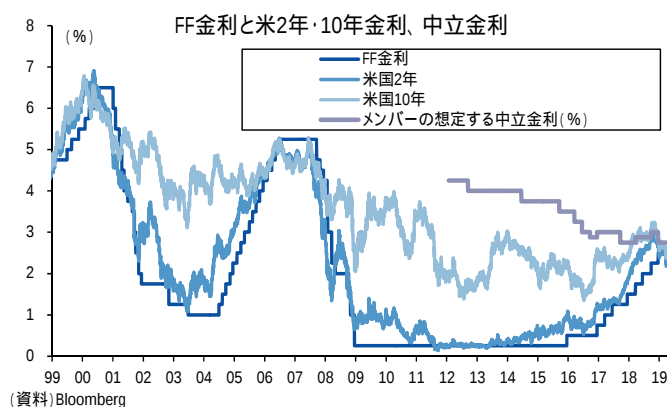


に 2017 年 9 月につけていたドル/円相場の最安値は 107.33 円であり、これは年初来安値だった。この際の日米 10 年金利差は月平均で見て 2.2%ポイント弱であった。現時点の 10 年金利差はこれと肉薄しており、金利・為替の水準だけ見れば当時と比肩するものになっている。

しかし、当時は現在のように米国経済のファンダメンタルズを懸念して米金利が低下していたわけではなく、北朝鮮のミサイル実験を受け本邦では J アラートの運用が度々なされていた時期であった。いわゆる地政学リスクを理由とする「リスクオフの円買い」が試されていた時期であり、経済・金融情勢の変化を受けた動きではなかった。それゆえ、2017 年 9 月以降の米金利動向を振り返ると、確かに一時的な急低下を迫られているものの、その後すぐに水準を戻し、翌年には年 4 回の利上げを成し遂げる展開に繋がっていく。金利・為替の水準は今と類似していても米経済・金融情勢を取り巻くモメンタム(勢い)は今と全く異なるものである。

～始まりそうな「利下げタイミングを当てるゲーム」～

右図を見ても分かるように、2017 年 9 月は FF 金利、2 年、10 年といった 3 つの主要な米金利が上向きであった。しかし、本欄では「利上げの終点」としての中立金利の横ばいないし低下傾向を重視し、「米金利の頭打ちは近く、これに応じてドル売りが強まる」という論点を過去 2 年間のシナリオで重く見てきた。実際、「利上げの終点が米 10 年金利の終点」との経験則は今回も綺麗に嵌まった格好であり、問題意識は概ね正しかった。2017 年 9 月以降の FOMC では中立金利について 2.75%という水準で意見集約を進めることが多かった。「2.25～2.50%」で利上げを諦めることになった現状とほぼ平仄が合うものである。



しかし、為替市場の動きは米金利の動きに対して鈍かった。これはユーロ圏と日本の金利環境が悲惨過ぎることもあって「低下しても米金利の絶対水準が高いのでドルが売られない」という事情が強く作用したというのが筆者の仮説である(ほかに直接投資が累積した結果、円投のレパトリが起きにくくなっていることも考えられる)。依然、米金利の絶対水準は高いが、既に市場参加者は「FRB はどこまで現状維持を続けられるのか」という関心を抱き始めており、端的には「利下げのタイミングを当てるゲーム」が本格化してきそうな雰囲気がある。今回の対メキシコ関税報道を受けて債券市場では元々70%以上にあった年内の利下げ確率が 96%まで上昇しており、「我関せず」の雰囲気にあった為替市場も利下げの可能性を無視しきれなくなっているのが現状と考えられる。

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
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	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「欧州らしい結末」～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	ブ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	「恵まれた為替環境」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」となった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(ブレグジット交渉、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	ブレグジット、「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)
	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8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5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4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3月1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27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25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22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15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14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29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28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25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24日	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22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21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	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
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	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	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～真正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～金利に追従する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～