

みずほマーケット・トピック(2019年6月19日)

為替市場と金利市場の期待格差について

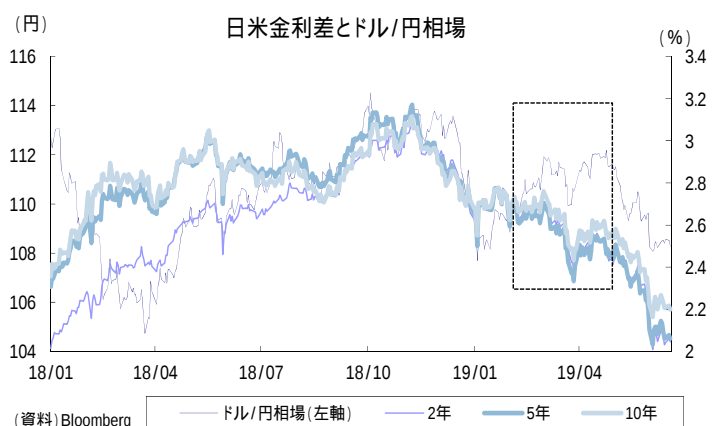
17日朝に発表された QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞」が興味深い。現状の為替市場では「金利市場では既に年内1～2回の利下げがほぼ織り込まれており、ここから利下げが示唆ないし実行されてもドル/円相場の水準に影響はない」との声も聞かれる。だが、本当にそうだろうか。金利市場で織り込まれている期待が、そのままスポットの為替市場に完全に織り込まれているとは限らない。今回示された QUICK 調査はそうした「為替と金利の期待格差」を示唆している。調査からは「FRBは2019年に政策金利を何回引き下げると予想しますか」との問いに対し、依然、20%程度が「利下げ無し」と考えていることが分かる。これは「年内最低1回の利下げ」をほぼ完全に織り込んでいる金利市場の期待とは乖離がある。そのほか利下げ時期に関する期待についても大分ばらつきがある。「金利市場で織り込みが進んでいるのだから実際利下げされたとしても為替市場の反応は薄い」との整理は危うい。

～ドラギ発言は政策理事会の再確認～

昨日の為替市場ではユーロ相場が下落する展開が見られている。近年、にわかに市場の注目イベントとなりつつあるポルトガルの都市シントラで行われる ECB 年次総会における総裁講演が今年も材料視された。ドラギ ECB 総裁はインフレ率の鈍化が続く状況において「追加の景気刺激が必要」と述べ、追加利下げや資産購入の再開について言及している。これを受けてユーロ相場は対ドルで一時 1.1181 まで下落している。とはいえ、「利下げ(further rate cuts)」・「資産購入プログラムの再稼動(the possibility of restarting the asset purchase programme)」・「フォワードガイダンスのさらなる延伸(further extensions in the forward guidance)」の潜在的な実施可能性は6月政策理事会で示唆されていたものであり、ドラギ総裁としてはその確認をただけだと思われる。この講演後、トランプ米大統領がツイッターで「対ドルでのユーロ下落を引き起こしており、米国と競争しやすくしている」と反撃したことで却って話が大きくなっているように思えてならない。

～金利市場と為替市場の期待格差～

ところで一昨日の17日朝に発表された QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞(調査期間:6月10～12日)」が興味深い。その結果は為替相場、とりわけドル/円相場の現状と展望を理解する上で示唆に富んでいたもので紹介してみたい。現状の為替市場では「金利市場では既に年内1～2回の利下

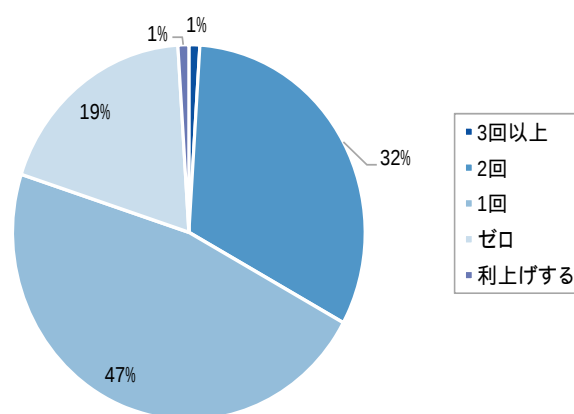


げがほぼ織り込まれており(本稿執筆時点で 1 回は約 98%、2 回は約 76%織り込まれている)、ここから利下げが示唆ないし実行されてもドル/円相場の水準に影響はない」との声も聞かれる。だが、筆者はそう考えるのは危ういと思っている。金利市場で織り込まれている期待が、そのままスポットの為替市場に完全に織り込まれているとは限らない。例えば 5 月以降、FRB 高官が利下げを示唆する場面が増え、これに乗じて為替市場でもドルが手放される動きが強まっている。しかし、年初の金利市場を振り返れば、「年内利上げ無し(当面は現状維持となる)」という論点は概ね 100%織り込まれていたし、2020 年まで視野を拡げれば利下げも 30%弱の織り込みが進んでいた。今年 1～4 月に日米金利差が顕著に縮小していたのは将来的な利下げを見込んだ動きも含まれていたはずである。にもかかわらず、同期間のドル/円相場が底堅く推移していたのは(前頁図、点線四角部分)、「米金利の絶対水準が高いから」という理由が最も大きそうであるにせよ、「金利市場ほど正常化プロセスの終了を実感していない」という為替市場の実情を反映していた面もないだろうか。

今回示された QUICK 月次調査の結果はそうした「為替と金利の期待格差」を映じたものに見受けられた。調査によれば「FRB は 2019 年に政策金利を何回引き下げると予想しますか」との問いに対し「1 回」との回答が 47%で最多となっており、2 回が 32%、3 回が 1%と続く(図)。これらを総合すると「年内に利下げがあると思っている割合」になるわけだが、それでも漸く 80%というイメージになる。20%が「利下げ無し」という調査結果は「年内最低 1 回の利下げ」をほぼ完全に織り込んで

いる金利市場の期待とは乖離がある。今後 FOMC 声明文で利下げが予告されたり、唐突に利下げが実施されたりした場合、少なくとも「利下げ無し」と考える 20%の層はドル/円の売りに加わってくるのではないだろうか。

FRBは2019年に政策金利を何回引き下げるか？

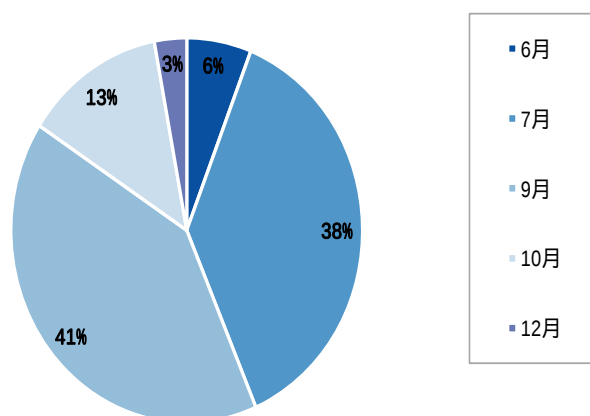


(資料)QUICK月次調査 外為

～ 利上げ時期についても期待格差 ～

なお、金利・為替市場の間に横たわる期待の格差は利上げの有無のみならず時期にも及んでいる。上記の質問において利下げを予想した回答者に対しては「最初の利下げの時期はいつになると予想しますか」との質問も行われている。これを見ると、9 月との回答が「41%」で最多となっており、7 月の「38%」、10 月の「13%」、12 月の「3%」と続いている。6 月との回答は「6%」にと

FRBの最初の利下げ時期はいつになるか？

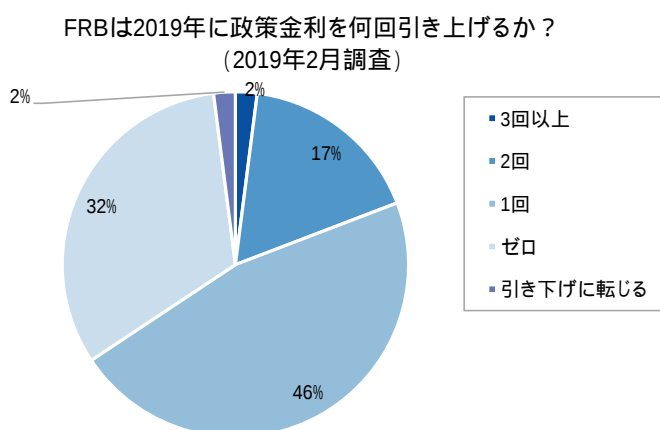


(資料)QUICK月次調査 外為

どまっているが、本稿執筆時点の金利市場では 7 月利下げは 80% 以上、6 月利下げでも 20% 以上が織り込まれていることを思えば、やはり金利市場と為替市場の期待を同一視することは危ういように思える。6 月にサプライズ利下げが敢行された場合、ドル/円相場の反応は「織り込み済みで限定的」よりも「急落」が必至に思えるがどうだろうか。

～「為替と債券の期待格差」は存在する～

ちなみに QUICK 社と日経ヴェリタスの「月次調査＜外為＞」は今年 2 月、「FRB は 2019 年に政策金利を何回引き上げると予想しますか」といったテーマで調査を展開していた(図)。それだけ当時の為替市場の雰囲気は「利上げありき」だったことが窺い知れる。この際、ゼロ回との回答は「32%」、「引き下げに転じる」との回答は「2%」であった。つまり、今年 2 月時点では「利上げの中断」やその



(資料) QUICK月次調査 外為

後の「引き下げ」を想定していた層は為替市場では 34% 程度しか存在しなかったということでイメージになる。だが、冒頭述べたように 2 月時点の金利市場では「年内利上げ無し」がほぼ 100% の織り込みとなっていた。やはり金利と為替、両市場の間に一定の期待格差はあるように思えてくる。

もちろん、同調査が為替市場全てを代弁しているわけではない。だが、こうした経緯に鑑みるに「金利市場で織り込みが進んでいるのだから実際利下げされたとしても為替市場の反応は薄い」という整理も危険に感じられる。FRB の政策が修正されるに伴ってスポットのドル/円相場が動く余地は十分にあると筆者は考えている。

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6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
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
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	「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～踏けるべき「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	米中貿易協定再延期を受けて～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/円相場は新常態にあるのか？
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～)