

みずほマーケット・トピック(2019年7月1日)

大阪 G20 を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～

様々な耳目を集めた 20 カ国・地域首脳会議(G20 大阪サミット)は総じてポジティブな材料を残して閉幕。市場の観点からポイントを挙げると 中国への追加関税は当座見送り、協議を再開すること、米企業と中国の通信機器最大手企業との取引を再開すること(同企業に対する禁輸措置の解除)、日米安保条約の破棄は考えていないが不公平であること、G20 終了後に北朝鮮の金正恩委員長と面会する予定があること(実際に会ったこと)の 4 つ。このうち ①は想定通り、②も事前報道と大きく乖離するものではない。サプライズは ②と④であり、どちらも市場心理の改善に寄与している。しかし、過去 2 か月間におけるドル/円相場は株価よりも米金利と安定的な関係を持つようになっている。一連の好材料は株価を押し上げているが、ドル/円相場の上値はやはり重い。5 月中旬以降についてドル/円と株価ないし米金利の相関係数を比較するとこの実情は明らかである。G20 が相場のゲームチェンジャーになることはないだろう。

～G20 後のトランプ会見、4 つの見どころ～

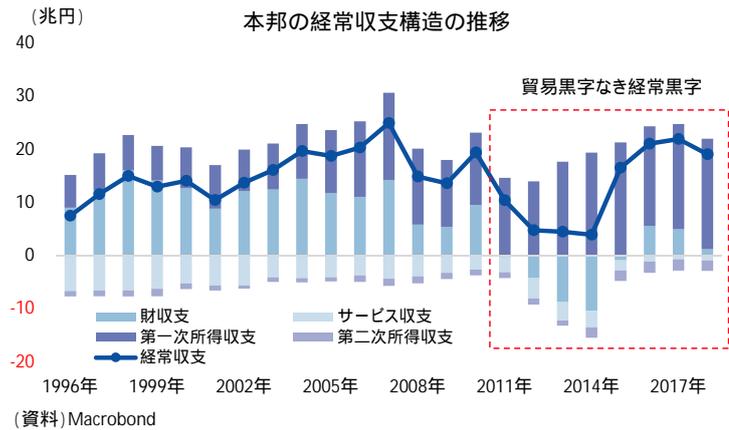
6 月 29 日、様々な耳目を集めた 20 カ国・地域首脳会議(G20 大阪サミット)が閉幕した。元より G20 は何かを決める場所ではなく、あくまで首脳同士で問題意識のすり合わせを行う場所という性格が色濃いものであり、金融市場の取引材料を期待するイベントではない。だが、今回は通商協議の行方が注目される米中首脳会談が重ねて行われるということもあり、トランプ米大統領および習近平国家主席の言動を中心としてその行方が平時以上に注目されていた。結論から言えば、「どうせ何も材料は出ない」という市場予想を前提とすれば、かなり前向きな結果に着地したと言える。

閉幕後に開催されたトランプ大統領の会見のポイントを金融市場の観点からまとめると主に 4 つある。それは①中国への追加関税(厳密には 3000 億ドルに対する 25%)は当座見送り、協議を再開すること、②米企業と中国の通信機器最大手企業との取引を再開すること(同企業に対する禁輸措置の解除)、③日米安保条約の破棄は考えていないが不公平であること、④G20 終了後に北朝鮮の金正恩委員長と面会する予定があること(そして翌 30 日、実際に会ったこと)である。このうち①は想定通り、③も事前報道と大きく乖離するものではない。サプライズは②と④であり、どちらも市場心理の改善に寄与している。とりわけ②については、同社に対する米国側の厳しい対応が米中貿易戦争のバロメーターのように解釈されてきたことを思えば、トランプ大統領が「安全保障上の問題が無ければ米企業と同社の取引を容認する」と述べたことは大きな材料と言える。①と②を見る限り、今回の会談は中国側が得るものが多かったように見受けられる。

～日本側の視点から見るべきポイント～

開催国日本については総じて上手くやったとの評価が目立つが、今後を見据えた上で目を引く課題も残った。もちろん、シンボリックには上述した③であり、参院選(7 月 21 日)を前に日米同盟

の見直しを提起されたことは政府・与党にとって想定外だったかもしれない。金融市場の観点からすれば、今後日米貿易交渉を進める上で「為替」に加えて「安全保障」まで取引カードに乗ってきてしまうのかという不安を抱かざるを得ない。日米貿易交渉に絡めて気になったのは首脳宣言の「世界経済」部分において「グローバル・インバランス(経常収支不均衡)は依然として高水準かつ



持続的。サービス貿易・所得収支を含む経常収支の全ての構成要素に着目する必要性に留意」との表現が入ったことだろうか。G20 開催以前には浅川財務官がこの論点を強調する報道が見られていたので、日本から米国へのメッセージ性が強い表現ではないかと察するが、程度の差こそあれ、米国と相対する多くの経常黒字国ないし貿易黒字国と認識を共有するものであろう。周知の通り、経常黒字と第一次所得収支黒字の水準が殆ど同額の日本からすれば、「黒字」と貿易摩擦が全くリンクしない(図)。首脳宣言に記載したこうした正論が直感的なトランプ交渉術にどこまで有効なのか知る由もないが、交渉を進める上での公的な大義名分を手に入れられたことは開催国として挙げた1つの武功と言えるのかもしれない。今後はこうした正論を盾に「為替」や「安全保障」といった破壊力のあるカードを持つ米国と相対していくことになる。交渉は簡単なものにはならないのだから、アプローチとしては至極真っ当なものであり、好ましいものであるように思える。

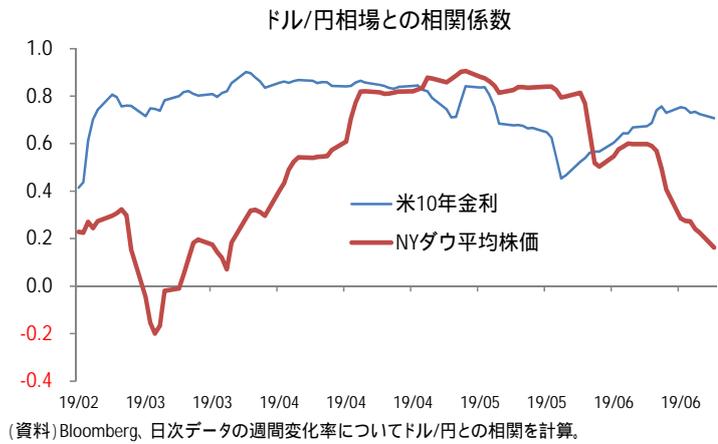
～ゲームチェンジャーにはなり得ず～

総じて好材料が目立った大阪 G20 だったが、米中貿易協議について言えば既存の追加関税(2000億ドルに対し25%)が消えるわけではなく、座礁していた協議がリスタートしただけである。協議が「解決」せずに「継続」している以上、トランプ大統領が唐突にツイッターで「やはり3000億ドルについても25%を課税することにした」と表明するリスクは消えない。解決間近と噂されながら「2000億ドルに関し10%から25%に関税を引き上げることにした」と唐突に交渉決裂を宣言したのはわずか2か月前(5月5日)の出来事である。トランプ大統領は今回、「少なくとも当座は中国に対する関税を引き上げることにはしない」と述べているが、企業や市場参加者の不安は尽きないだろう。「引き上げることにはしない」とは言ったが、「当座」が何を意味するかまでは明言していない以上、例えば1か月後にいきなり問題が蒸し返されてももはや驚きではない。いや、これまでの経緯を踏まえれば、そうならないと思っている参加者の方が少ないくらいではないのか。中国の通信機器最大手企業に対する禁輸措置も同様であり、早速、クドロー米国家経済会議(NEC)委員長から「これは恩赦ではない」とのコメントが見られ、同社について「いわゆるエンティティ・リストに残り、厳しい輸出管理が適用される」という状況は変わらないことが確認されている。一連の動きはポジティブに違いないが、依然可変的であることは念頭に置きたい。

そもそも米10年金利が一時2%を割り込み、ドル/円相場が一時106円台を覗きに行く展開となった背景には何があったのかを今一度、振り返るべきだろう。米中貿易協議への不透明感もさるこ

とながら、米国内外の経済・金融情勢を踏まえて FRB が「もう利上げは難しい」と判断し、「次の一手は利下げである」という地均しを始めたからであったはずだ。この雰囲気本格化したのは米 10 年金利が 2.40% を割り込み始めた 5 月

半ば以降である。この点、ドル/円相場の週間変化率に関し、米 10 年金利と NY ダウ平均株価のそれとの相関係数を取って比較したものが図である。6 月の NY ダウ平均株価は約+7.2% と同月としては 81 年ぶりの高い上昇率となったことが話題だが、これに連れてドル/円相場が値を上げたわけではなく、むしろ水準は切り下がった。過去 2 か月間でドル/円相場は株価よりも米金利と



安定的な関係を持つようになっており、それだけ FRB の政策姿勢の転換が重視されるようになってきていると解釈すべきだろう。「米金利が下がる」という大前提が生まれた今、いくら緩和期待で株価が押し上げられても、積極的に円売り・ドル買いをする向きは限られるというのが筆者の基本認識である。上述した①、②、④は市場心理を明るくするものではあるが、金融市場のゲームチェンジャーとまで言えるものではない。FRB の政策転換と共に「過去 5 年のドル高が修正される」という本欄や『中期為替相場見通し』におけるメインシナリオは継続である。

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

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28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
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	次のカタル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	プレジデント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～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	プレジデント情勢を巡る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～改め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(プレジデント交渉、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	プレジデント、「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	プレジデント交渉を巡るQ&A～今一度行方整理～
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～)