

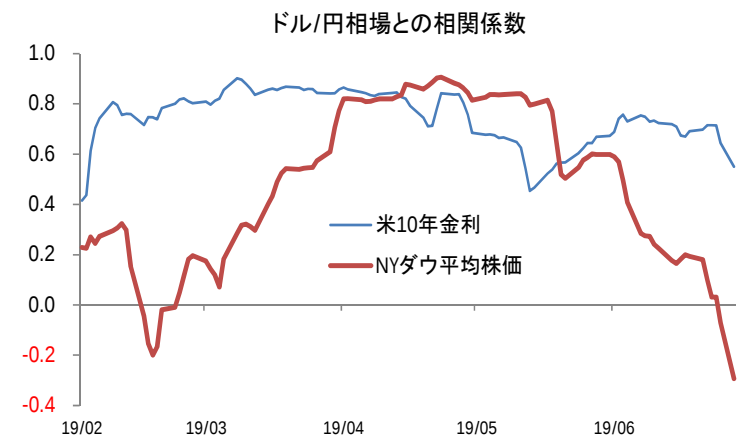
みずほマーケット・トピック(2019 年 7 月 16 日)

株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀

筆者 NY 出張中のドル/円相場も殆ど動意がなく、107 円台後半から 108 円台後半までの約 1 円レンジに収まった。6 月初頭から足許までの間に NY ダウ平均株価は約+10%上昇したが、ドル/円相場は 108 円付近から殆ど変わっていない。「FRB 利下げ→株価上昇→ドル/円相場上昇」という直感的な期待に賭ける向きもあるようだが、現状の相場が拠って立つ事実が米金利低下である以上、ドルを買い進めるわけにはいかないというのが為替市場参加者の本音か。既にドル/円と NY ダウ平均株価の関係は逆相関に陥っており、資産価格の上昇が円安をもたらすという経路は期待できない。また、米金利低下が大前提となる中、ドル安&自国通貨高圧力に無手の状況に陥るのが他国中銀、とりわけ円高との戦いを歴史的に強いられてきた日銀である。今朝発表された QUICK 社と日経ヴェリタスの共同実施による「月次調査＜外為＞」は、この事実をはっきりと示している。多くの市場参加者は「追加緩和をやっても効果はないと思うが、やらないと更に酷いことになる」という厳しい視線を日銀に投げかけている。

～もはやドル/円相場と株価は逆相関に～

筆者 NY 出張中のドル/円相場も殆ど動くことがなく、107 円台後半から 108 円台後半までの約 1 円レンジに収まった。10 日のパウエル FRB 議長による議会証言を受けて高まった利下げ期待を背景に株価が騰勢を強めており、NY ダウ平均株価は史上最高値を更新している。しかし、過去の本欄で議論してきたように、資産価格の上昇がドル/円相場の上昇を誘うような構図にはなっていない。6 月初頭か



(資料) Bloomberg、日次データの週間変化率についてドル/円との相関を計算。

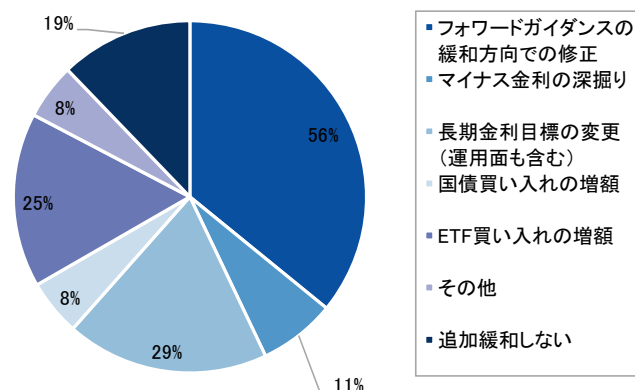
ら足許までの間に NY ダウ平均株価は約+10%上昇したが、ドル/円相場は 108 円付近から殆ど変わっていない。「FRB 利下げ→株価上昇→ドル/円相場上昇」という直感的な期待に賭ける向きもあるようだが、現状の相場が拠って立つ事実が米金利低下である以上、ドルを買い進めるわけにはいかないというのが為替市場参加者の本音ではないだろうか。5 月中旬以降、ドル/円相場は明らかに株価よりも米金利と安定した関係を深めている(図)。片や、NY ダウ平均株価とは逆相関に陥っており、一部で期待された株高・円安説は全く当て嵌まらない状況になっている。

～日銀、打つ手なしを見込む市場参加者～

過去 5 年間の金融市場では FRB の利上げと米金利上昇が大前提であり、それが利下げと米金利低下に大前提が切り替わったことは 5 年ぶりの地殻変動と言える。こうした状況を受けて生じるドル安 & 自国通貨高圧力に無手の状況に陥るのが他国中銀、とりわけ円高との戦いを歴史的に強いられてきた日銀である。今朝発表された 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：7 月 8～10 日）は、この事実をはっきりと示している。

今回の月次調査では日銀の次の一手の在り方やこれに伴う為替市場への影響を尋ねている。結果は、総じて「追い込まれつつある日銀」の立ち位置が浮き彫りとなるものだった。まず、「日銀が追加の金融緩和に動いたら、どのような手法をとると思いますか」との質問に対しては「フォワードガイダンスの緩和方向での修正」との回答が 6 割弱(56%)を占めており、「マイナス金利の深掘り」や「長期

日銀が追加緩和に動いたら、どのような手法をとるか？



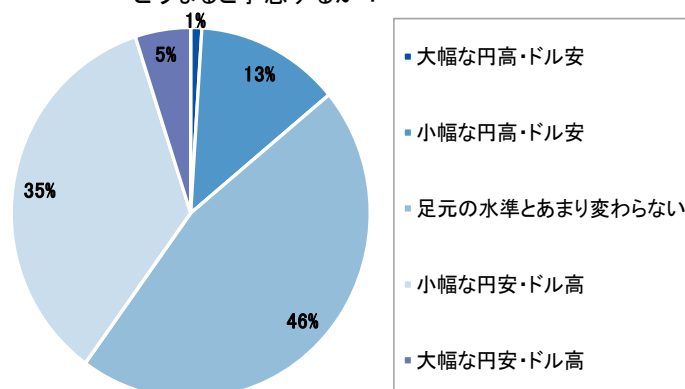
（資料）QUICK月次調査〈外為〉

金利目標の変更」、「ETF 買い入れの増額」など、その他の選択肢は全て 3 割未満となっている。カードが尽きつつあり、「コミットメントを変える」という最も無難で手ごろな手段しか残されていないことを多くの市場参加者は分かっているということだろう。なお、全体の中で 4 番目の多い回答が「追加緩和しない(19%)」であることも無手の状況を物語る。これは厳密には「追加緩和“できない”」という意図を含んでいるのだろう。

～「やっても無駄だが、やらなければ酷い目に」という市場期待～

ここまでは概ね想定通りの回答だが、より深刻なことは「やっても無駄」と市場に思われていることだろう。「日銀が追加緩和に動いた場合、短期的に円の対ドル相場はどうかと予想しますか」との質問に対し、「足元の水準とあまり変わらない(46%)」と「(大幅もしくは小幅に)円高に進む(14%)」との回答で計 60%に達している。日銀の追加緩和については「効果がない、もしくは逆に円高になる」と考えている市場参加者が優勢というのは日銀にとっては厳しい現実である。

追加緩和に動いた場合、短期的に円の対ドル相場はどうかと予想するか？

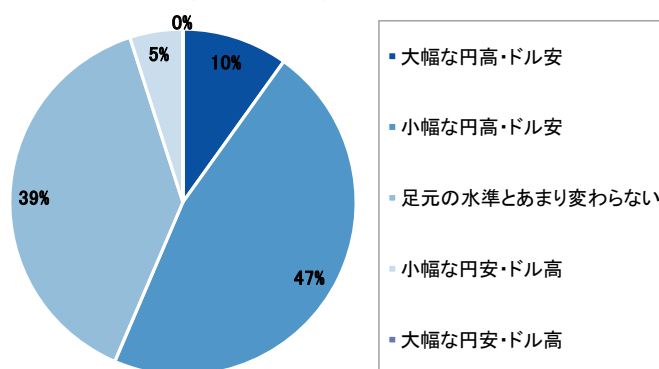


（資料）QUICK月次調査〈外為〉

しかし、意味がないと思われているからと言って、そのまま現状維持でスルーさせて貰えるほど為

替市場の雰囲気は甘いものではない。「日銀が年内に追加緩和をしなかった場合、円の対ドル相場はどのように予想しますか」との質問に対しては、「足元の水準とあまり変わらない(39%)」と「(大幅もしくは小幅に)円高に進む(計 57% = 47% + 10%)」との回答で 96%に達している。つまり、多くの市場参加者は「追加緩和をやっても効果はないと思うが、やらないと更に酷いことになる」というのが本音

追加緩和に動かなかった場合、短期的に円の対ドル相場はどのように予想するか？



(資料) QUICK月次調査(外為)

と見受けられ、文字通り「追い込まれつつある日銀」の現状が浮き彫りとなっている。 今月は 25 日に ECB 政策理事会、30～31 日に FOMC が開催され、日銀金融政策決定会合はその間となる 29～30 日に開催される。流れを作る FRB が最後に動く中、通貨高を忌避したい欧米中銀がどう動くか注目される日程だが、仮に ECB が踏み込んだ決定を行えば、日銀は ECB と(既に利下げが既定路線化している)FRB に挟撃される構図となる。

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7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
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～
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	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フ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	「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～