

みずほマーケット・トピック(2019 年 7 月 24 日)

「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」

明日には ECB 政策理事会が開催され、約 1 週間後には日銀金融政策決定会合そして FOMC が控えている。世界の中央銀行の中で最も残されたカードが少なく、通貨高を嫌う日銀が欧米中銀の政策会合に挟撃される難しさは周知の通りだが、世界を見渡せば新興国の中央銀行も利下げ路線に舵を切り始めている。現状では「ECB と FRB に挟撃される日銀」という構図がクローズアップされているが、世界を見渡せば「利下げに囲まれている日銀」という構図の方が正確だろう。本来、金融政策は各国の国内経済情勢に応じて運営されるものであり、他國中銀の動向を気にする筋合いはない。だが、金融政策の影響を大いに受ける為替は常に「相手がある世界」である。世界の中央銀行がこぞって利下げに傾斜すれば、それだけ当該国通貨に下落圧力がかかることになり、その裏側で通貨高の按分を引き受けさせられる通貨が出てくる。今次局面で通貨高の按分を引き受けさせられやすいのはどのような通貨だろうか。世界の金融政策が通貨政策化する中、日銀にとっては窮屈な環境になりつつある。

～トップだけ挿げ替えても状況は替わらない～

昨日の為替市場も小動きの展開。英国では強硬離脱派であるボリス・ジョンソン新首相が選出されたことが話題であるものの、議会構成が不変でトップだけ挿げ替えてもまた同じことが繰り返されるだけである。新首相誕生のヘッドラインが大きい割に市場が大して動いていないのはそのためだろう。議会と折り合いがつかず内閣不信任案が提出され、ジョンソン政権が退陣に追い込まれ、直ぐに後継者が見つからずに総選挙…そのようなシナリオを夏休み明けの金融市場は真剣に検討することになるだろう。依然、ポンドは買いにくい通貨であり続けそうである。

～「利下げに囲まれている日銀」～

ところで明日には ECB 政策理事会が開催され、約 1 週間後には日銀金融政策決定会合そして FOMC が控えている。世界の中央銀行の中でも最も残されたカードが少なく、通貨高を嫌う日銀が欧米中銀の政策会合に挟撃される難しさは周知の通りだが、世界を見渡せば新興国の中央銀行も利下げ路線に舵を切り始めている。利上げ一色だった昨年とは様変わりである。

次頁表に示される通り、複数の新興國中銀も今年はこぞって利下げに踏み切っている。その多くは昨年にはまとまった幅で利上げを行っていた中銀である。これは「年 4 回利上げ」を敢行した翌年に「年 2 回利下げ」を期待されている FRB の急旋回がそのまま反映されているという見方も出来るだろう。かつて本欄でも議論したように、金融危機後の新興国はドル建て債務を積み上げ「ドル化した世界」の様相を強めた。こうした状況の結果、米国と新興国の金融政策の方向は否応無しに一致を求められやすくなる。もちろん、「米国が利上げする傍らで新興国が利下げ」という状況もあり得るが、その際、新興国通貨は趨勢的な下落に追い込まれる可能性が高く、新興國中銀はイン

フレ予防を目的とした国内経済的には「望まぬ利上げ」を強いられる展開が予想される。

なお、新興国ではないが、昨日から話題の英国でも利下げ機運は高まっており、7月12日にイングランド銀行(BOE)金融政策委員会のブリハ委員が世界経済の減速や合意なきEU離脱を受けて同行の利下げが必要になる可能性を示唆しており、とりわけ後者の場合については現在0.75%の政策金利が0.25%まで引き下げられるとの見通しを示している。ジョンソン新首相が誕生した今、そのシナリオは絵空事とは言えまい。BOEは2017年以降、2度の利上げを経て今に至っており、利下げとなれば2016年8月以来の動きとなる。このように世界の金融政策は利下げがスタンダードになりつつある。現状では「ECBとFRBに挟撃される日銀」という構図がクローズアップされているが、世界を見渡せば「利下げに囲まれている日銀」という構図の方が正確と思われる。

		現在 (%)	直近の政策動向		2019年 累積変更幅	2018年 累積変更幅
			日付	決定事項		
エマージングアジア						
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2019/1/4	現状維持	0bp	0bp
インド	翌日物レボ金利	5.75	2019/6/6	利下げ	▲75bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.75	2019/7/18	利下げ	▲25bp	+175bp
韓国	7日物レボ金利	1.50	2019/7/18	利下げ	▲25bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	2019/7/9	現状維持	▲25bp	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.50	2019/6/20	現状維持	▲25bp	+175bp
タイ	翌日物レボ金利	1.75	2019/6/26	現状維持	0bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	2018/9/30	現状維持	0bp	0bp
オセアニア						
オーストラリア	翌日物金利	1.00	2019/7/2	利下げ	▲50bp	0bp
ニュージーランド	翌日物金利	1.50	2019/6/26	現状維持	▲25bp	0bp
中東欧・アフリカ						
ロシア	1週間物レボ金利	7.50	2019/6/14	利下げ	▲25bp	+50bp
南アフリカ	レボ金利	6.75	2019/7/18	利下げ	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レボ金利	24.00	2019/6/12	現状維持	0bp	+1600bp
ラテンアメリカ						
ブラジル	SELIC金利	6.50	2019/6/19	現状維持	0bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	8.25	2019/6/27	現状維持	0bp	+100bp

(注) インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBIレートから7日物リバースレポレートに変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

～誰が通貨高の按分を引き受けるのか～

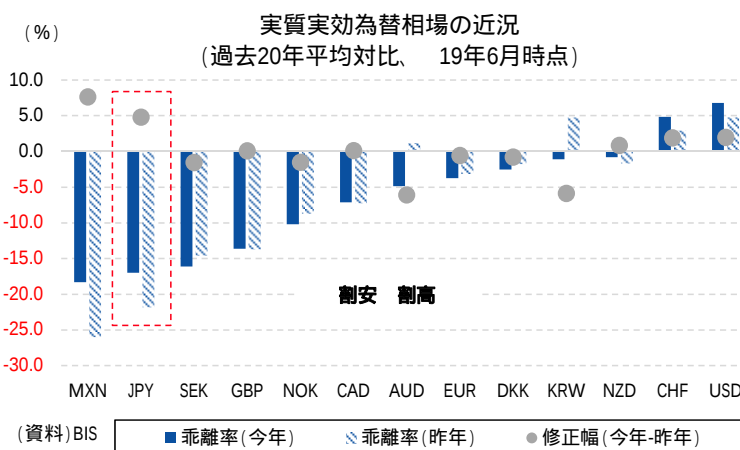
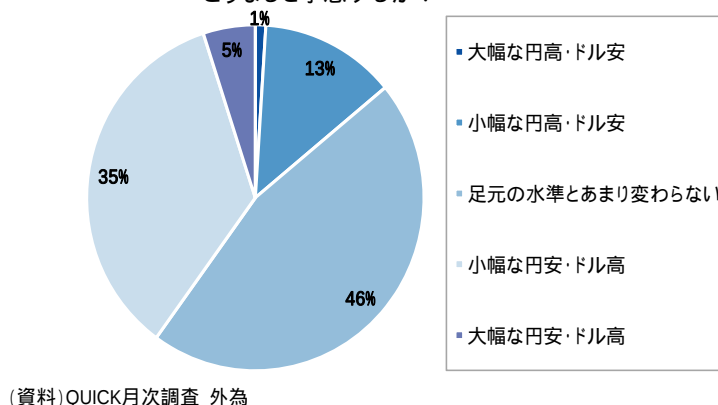
本来、金融政策は各国の国内経済情勢に応じて運営されるものであり、その意味で各国の金融政策が互いに影響を与え合ったり、また意識し合ったりという筋合いはあるべきではない。しかし、金融政策の影響を大に受ける為替は常に「相手がある世界」である。世界の中央銀行がこぞって利下げに傾斜すれば、それだけ当該国通貨に下落圧力がかかることになり、その裏側で通貨高の按分を引き受けさせられる通貨が出てくる。全通貨が同じ方向に動くことは出来ない。

では今次局面で通貨高の按分を引き受けさせられやすいのはどのような通貨だろうか。まず、相応に流動性のある(受け皿になれる)、いわゆる主要通貨の類であることは必要だろう。そのほか金融緩和の余地(金利低下余地)が小さいこと、対外経済部門に脆弱性を抱えていない(端的には経常黒字である)ことも重要である。政治的な安定性も望まれるだろう。現実的な問題として、この条件に概ね当て嵌まるのは恐らく円とユーロくらいしかない。ゆえに、本欄や『中期為替相場見通し』

では両通貨とも対ドルで堅調が続くと予想しているが、こと政治的安定性に着目した場合、ユーロ圏は日本に劣後する部分大きいと考えられる。やはり、この期に及んで円は上昇圧力の按分を最も引き受けさせられやすい立場にあるというのが筆者の基本認識である。

もちろん、為替相場の変動要因は政策金利だけではない。しかし、「世界的に生じるだろう通貨の下落圧力を日銀の一手でどれほど押し返せるのか(端的には円高圧力を食い止められるのか)」という論点については、多くの市場参加者が諦めの視点を持っている。過去の本欄¹でも取り上げたが、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。同調査によれば、「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なのである。過去の本欄でも述べたように、そもそも実質実効為替相場(REER)の尺度に照らせば「先進国通貨で最も過小評価」というのが円の現状でもあり、潜在的に上昇圧力は強いという疑いもある²。

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？



～通貨政策化する世界の金融政策～

以上のような議論は金融政策が物価ではなく為替に従属している状況を暗に認めている。繰り返しになるが、そもそも国内(ないし域内)の経済・物価情勢を踏まえて政策運営をすれば良いのだから他国中銀の政策会合と比較した日付の並びなどが市場で注目される必要はない。注目されてしまうのは世界の資本コストである米金利の変動がそのまま自国通貨の変動に直結し、实体经济における外需の取り込み(端的には輸出動向)に影響することが懸念されているからである。そのような懸念は往々にして内需に不安を抱える現状のような世界経済の減速局面で見られやすい。不

¹ 詳しくは本欄 2019 年 7 月 16 日号『株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀』をご参照下さい。

² 本欄 7 月 19 日号『実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」との IMF 評価を受けて～」をご参照下さい。

況時に近隣窮乏化策を講じて景気を支えようとする流れは今に始まったことではないが、例えば ECB がここまで露骨に自国通貨高を忌避する意向を露わにするようになったのは - 日銀は長年そうだが - 最近の話である。米国もトランプ政権が製造業を中心とする労組の支持を重視している中で(それが米国経済全体にとって最適かどうかはさておき)ドル安を志向しやすい体質となっている。英国もその色合いを強めていく可能性が否めないはずだ。新興国については言うまでもあるまい。世界の金融政策は徐々に、しかし明確に通貨政策色を強めており、言い方を変えると日銀化が進んでいるように思える。無手の状況に追い込まれつつある本家の日銀にとっては窮屈な政策運営環境だと言わざるを得ない。

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24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
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
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	FOMO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～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	FOMO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