

みずほマーケット・トピック(2019年8月13日)

## ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～

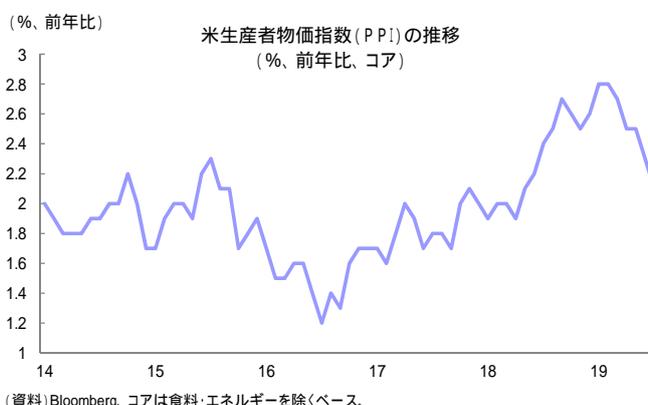
昨日、ドル/円相場は一時105.05円と1月3日以来の安値をつけた。過去1週間、様々な材料が交錯しているものの、基本的には「行き過ぎた利上げを背景にFRBがハト派へ急旋回し、その結果として米金利とドルが全面的に低下する」という本欄が描いてきたシナリオが実現している最中と整理できる。何を置いても「米金利が低下する」というのが金融取引の大前提であり、引き続き予測期間中(今後1年間)で100円割れが視野に入るといふ筆者の基本認識は不変。なお、先週末には米生産者物価指数(PPI)が2年ぶりの低い伸び率となったことが明らかになっているが、円高が進む中でも実はドル相場自体が高止まりしていることも一因と思われる。かつてブレイナードFRB理事は約+20%のドル高を「200ベースポイント(8回分)の利上げに相当」と述べたことがあるが、そのドル高イメージは今も変わっていない(むしろ度が増している)。その間、9回の利上げが行われたことを思えば、17回分の利上げがあったという理屈になる。

### ～100円割れ見通しは不変～

筆者夏季休暇中のドル/円相場は大幅に下押しされ、東京休場となった昨日には一時105.05円と1月3日以来の安値をつけている。過去1週間、様々な材料が交錯しているものの、基本的には「行き過ぎた利上げを背景にFRBがハト派へ急旋回し、その結果として米金利とドルが全面的に低下する」という本欄が描いてきたシナリオが漸く実現化している最中だと考えて差し支えあるまい。何を置いても「米金利が低下する」というのが金融取引の大前提であり、そうした中でドル/円は上を目指せない。元々順調に進んできた基本シナリオが米中貿易戦争の激化や香港デモ、そして日韓関係の緊迫化なども相まって予定よりも早いペースで進捗しているという理解である。引き続き予測期間中(今後1年間)で100円割れが視野に入るといふ筆者の基本認識は不変である。

### ～不況を輸入する「ドル高」～

市況が荒れる中、ファンダメンタルズの動きにも目を配りたい。とりわけ物価動向には注目である。先週9日に公表された米生産者物価指数(PPI)は食品とエネルギー除くコアベースで前月比▲0.1%と上昇を見込んでいた市場予想の中心(同+0.1%)を裏切る結果が示された。コアPPIが前月比で下落するのは2年ぶりである。なお、前年同月比では+2.1%となっているが(図)、これも2年ぶりの低い伸び幅となる。世界経済が減速する中、総需要が縮小しているため、物価の上流に

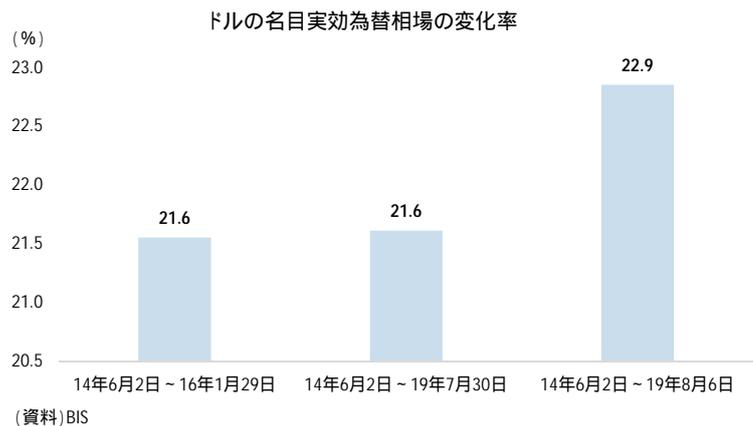


当たる PPI の動きが鈍ってくるのは平仄が合う。

だが、大統領の口先介入や中央銀行 (FRB) の利下げ転換をもってしてもドル相場の高止まりが続いていることも事実であり、これが物価伸び悩みの一因でもあろう。円やスイスフラン、そして近年ではユーロといった通貨は世界経済の減速局面で買われやすい性質を持つが、そもそも為替市場全般で見ればドルもその他多くの通貨に対して逃避的に買われやすい通貨である。例えば 8 月 6 日の 1 週間を振り返ってみると、ドル/円が年初来安値を捉える一方、ドルインデックスはほぼ横ばいである。2015 年以降、FRB が利上げで独走する状況下、世界の運用難民がドルに殺到しドル高となった。その際、「結局、世界経済が不調の際に米国だけ単独で利上げしても通貨高で不況を輸入するだけ」という論調が見られたが、厳密には FRB の金融政策にかかわらず、世界経済が不調の際にはドルに資金が寄りやすい面はある。それでもこれほど鮮やかにハト派に急旋回したのだからもっとドル安になっても良さそうなものだが、やはり低下したとは言え、先進国の中では依然として金利水準が相対的に高く、また信用力も捨て難いということなのだろう。しかし、10 年金利の 1.5% 台定着も現実味を帯び始める中、今後もその理屈が通るとは限らない。

### ～ドル高と合わせれば 17 回の利上げ効果?～

ドル高が米経済にもたらす引き締め効果についてはブレイナード FRB 理事の講演において有名なフレーズがある。2016 年 9 月 12 日、『The “New Normal” and What It Means for Monetary Policy』と題した講演においてブレイナード理事は「FRB/US モデルの推計に従えば、2014 年 6 月から今年(2016 年)1 月までのドル相場上昇は米経済活動にとって、概ね FF 金利にして 200 ベーシスポイントの利上げに相当した」と述べたことがあった<sup>1</sup>。同期間(2014 年 6 月 2 日～2016 年 1 月 29 日と仮定)のドル高は国際決済銀行 (BIS) が公表する日次の名目実効為替相場 (NEER) ベースで約+21.6%であった。ということは、+1%のドル高で約+9bps の FF 金利上昇と同じ効果を持つという話になる。なお、同じく 2014 年 6 月 2 日を起点として 2014 年 6 月 2 日から利下げ前日となる 2019 年 7 月 30 日までの期間でドル高を評価してみると、約+21.6%と全く変わっていない。その間に 9 回利上げしたことを考慮すれば、合計+425bps ((25bps×9 回)+ドル高分の 200bps)、25bps の利上げにして 17 回分の利上げが行われた計算になる。



17 回と言えば、グリーンズパン元 FRB 議長が主導した 2004 年 6 月から 2006 年 6 月までの連続利上げ回数と同じである(最後の 3 回だけは後任のバーナンキ元 FRB 議長が実施)。17 回目の利上げ(2006 年 6 月)の約 1 年後にパリバショックという形で金融バブルが崩壊したことは周知の通りである。今回は 9 回分の利上げ(2018 年 12 月)の半年後(2019 年 6 月)に利下げが行われてお

<sup>1</sup> 当該講演については本欄 2016 年 9 月 13 日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』で議論しています。ご参照下さい。

り、金融政策の舵取りは金融バブルが崩壊した当時よりも性急な印象を受ける。なお、上記の BIS データに関し最新の 2019 年 8 月 6 日まで引っ張って見ると約+22.9%とドル高の幅は広がる格好となっており、米経済が体感する通貨高の重みはむしろ足許で増している感も覚える(前頁図)。

もちろん、商品価格や株価、外需の動向など所与となる条件も絶えず変化し米経済に影響を及ぼし続けているため、利上げ効果の適否については様々な議論があり得る。しかし、実質 17 回という利上げ効果が金融バブル時ほど過熱感の無い株式市場を一気に冷え込ませ—それが政治圧力も引き起こし—当時よりも追い込まれ感のある利下げに至った可能性は否めない。激しいリセッションまでは見込めないことから 9 回分の糊代を全て使わされるような展開は今のところメインシナリオになり得ないが、FRB により利上げ 8 回分とも試算されるドル高部分については幅を持った修正が期待できると筆者は考える。

市場営業部  
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](mailto: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](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8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
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」
	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當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株値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値ではなく金利～
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政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表～
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經常収支
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	円高を阻む經常収支構造の変化
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(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引～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～