

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 26 日)

円高・ドル高という地合い～105 円割れを受けて～

本日東京時間のドル/円相場は一時 104.50 円を割り込んだ。年初来安値も視野に入る状況である。トランプ政権による対中関税の上積みを受けた動きである。本来、週明けのアジア市場ではジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長講演が取引材料となるはずだった。実際、パウエル議長は市場期待に応えハト派色をアピールしたのだが、米中貿易摩擦に係る騒動の中でその努力も全て吹き飛ばされてしまった感がある。もはや「保険的な利下げ」どころか「対症療法的な利下げ」が必要な情勢であり、必要な利下げ回数は徐々に増えている印象。なお、こうした米国の動きを受けて中国がさらなる元安で対抗してくる可能性も。この点、元安が進むほどトランプ政権がこれにいきり立つという面倒な構図も忘れてはならない。なお、現状の為替市場は円高でありドル高。実効ベースで最も上昇しているのは円だが、これにドルが追随している。ユーロの政治・経済が冴えないことでドル売りの「受け皿」がないという状況。

～第 4 弾もいずれ 30%に？～

本日東京時間午前のドル/円相場は一時 104.50 円を割り込み年初来安値が視野に入る展開である。先週 23 日、トランプ米大統領は 2500 億ドルの対中輸入について課されている制裁関税(第 1～3 弾)について、10 月 1 日以降、既存の 25%から 30%へ引き上げる方針を発表した。また、9 月 1 日以降に予定される第 4 弾は当初 10%で発動する予定であったが、これも 15%に引き上げられる見込みである。第 4 弾についてはスマートフォンやノート PC および玩具など家計部門への影響度が大きい一部の財が 12 月 15 日以降の発動へと延期されているが、これも当然 15%の対象となる見通しである。まとめると、これまで発表してきた第 1 弾から第 3 弾、金額にして 2500 億ドル分については 25%から 30%へ、これから予定される第 4 弾については約 1100 億ドル分については 9 月 1 日から 15%、家計部門への影響度が大きい財(約 1600 億ドル)については 12 月 15 日から 15%という整理になる。

なお、第 4 弾も当初発表された時から「25%」が最終ゴールと言われていた。今後は第 4 弾の断続的な引き上げ、最悪の場合、この部分についても「25%」そして「30%」へと歩が進められる(即ち対中輸入全てに 30%が課される)可能性に警戒が必要である。こうした一連のトランプ政権による踏み込んだ対応は同じく 23 日、中国政府が原油や農産物など約 750 億ドル分の対米輸入について 5～10%の報復関税をかけると発表したことに対するリアクションだが、米国による反応速度は非常に速く、予め想定していた動きのようにも思えるほどである。

～パウエル議長の悲哀～

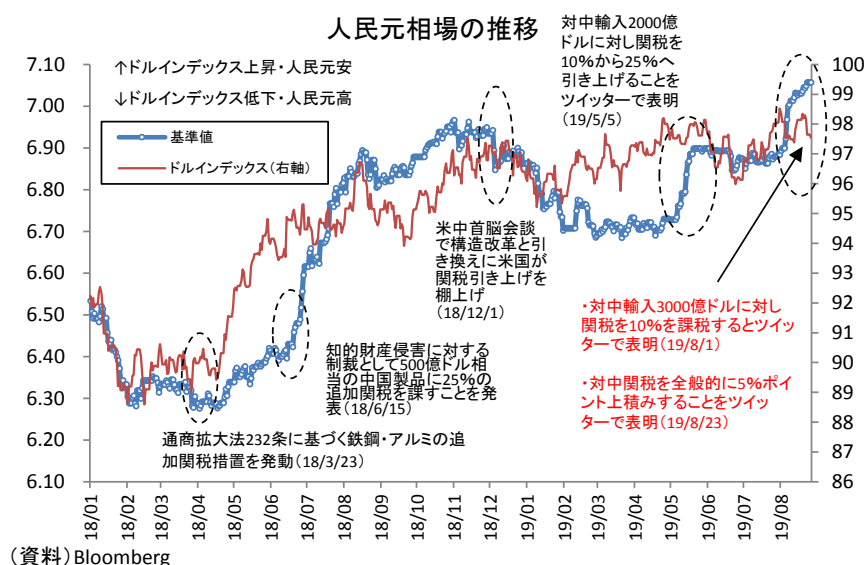
本来、週明けのアジア市場ではジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長講演が取引材料となるはずだった。講演前から金融市場では 7 月 FOMC 後の会見でタカ派を気

取り政治・経済的に大炎上した反省を踏まえてハト派色をアピールする(具体的には追加利下げを示唆する)ものと期待されていた。実際にパウエル議長はこの期待に応えたのだが、一連の対中報復関税でその努力も全て吹き飛ばされてしまった感がある。もはや「保険的な利下げ」どころか「対症療法的な利下げ」が必要な情勢であり、必要な利下げ回数は7月FOMC後、徐々に増えている印象すらある。会合後の世界の経済・金融情勢を踏まえる限り、コミュニケーションに失敗したとしか言いようがあるまい。政治に振り回される不運とコミュニケーション下手が相まって、悲哀も漂う。

元より7月利下げの理由が「貿易政策の不透明感に端を発するダウンサイドリスク」だったことを思えば、利下げが「保険的なもの」で終わる保証はどこにもなかった。トランプ大統領と完璧に意思疎通できる間柄ならまだしも、今や2人の関係はお世辞にも円滑とは言えなさそうである。水物である政治的な材料を理由に利下げしたのに「保険的」という無根拠な強弁をしてしまったことが7月会見の最大の敗因と言える。今後、関税が本当に30%まで引き上げられるのであれば「貿易政策の不透明感に端を発するダウンサイドリスク」はリスクを超えて実体経済を本格的に毀損するレベルに入ってくる可能性もある。それを実感する頃には「保険的な対応」ではなく「堂々たる利下げ局面」に入っているであろうし、米金利とドルも一段と切り下がっている公算が大きい。

～気になる人民元相場のリアクション～

片や、中国からも目が離せない。より具体的には人民元相場の動向を注視したい。過去にも論じているテーマだが、対米輸入額が限定されている以上、中国が取るべき戦術は追加関税だけでは不十分で「通貨安による関税相殺」も相応に必要なことになる。理論的には「5%ポイントの関税上積み」は「5%ポイントの通貨安」で相殺できる。金融市場は米金利、米株、ドルの値動きに応じて他の資産市場のセンチ



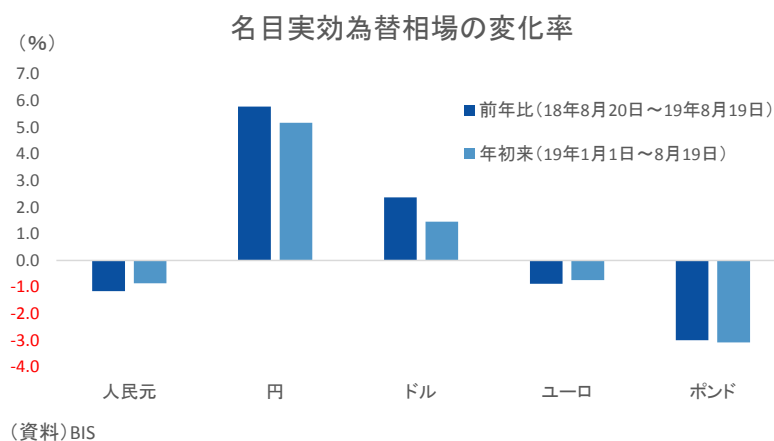
メントも規定されてくる印象が強いが、最近ではこのほかに人民元の水準も取引材料として注視される傾向にある。過去の本欄でも論じたが、米中貿易戦争で緊張感の高まるイベントがあった時に元安傾向に弾みがついてきたという経緯がある(図)。現状のムードが続けば、ドル/人民元相場が今後下落を続け1ドル7.5元、8.0元と次々に節目を割り込んでくる展開もあろう。8月18日の日本経済新聞は需給に委ねていれば1ドル10元を割り込んでいた可能性もあったとの試算を紹介しているが、もはや往時の経常黒字水準を保てなくなっている以上、このような声は今後、増えてきても不思議ではない。今回の関税引き上げを受けて、人民元相場がこういった挙動を示してくるかは他の資産市場にとっても大いに重要な話である。また、元安が進むほどトランプ政権がこれにい

きり立つという面倒な構図も忘れてはならない。

～円高であり、ドル高である～

米国の経済・金融情勢が停滞色を強める中、円高・ドル安は着実に進んでいるが、米金利の低下幅の割には円高が限定的なものにとどまっているのも確かだ。これにはいくつかの理由が考えられる。本欄では繰り返し議論している点だが、対外直接投資を通じた円の売り切りがドル/円相場の下支えに寄与しているという部分は引き続きあろうかと思われる。

しかし、現状に関してはもっと分かりやすい理由もある。常に「相手がある話」の為替の世界では「相対的にまし」であることが買われる理由になる。そこで国際決済銀行(BIS)の公表する日次の名目実効相場(NEER)を見ると(図)、ドルは前年比で+2.4%、年初来で+1.5%と上昇していることが分かる。つまり、現在の為替相場全体では円高



であり、ドル高が進行中である。米経済が失速して米金利が下がる中でも経済・金融情勢が「相対的にまし」である以上、ドル相場は下がらない(実際、下がっても米金利はまだ高い)。同期間に人民元が▲1.2%/▲0.9%、ユーロが▲0.9%/▲0.7%、英ポンドが▲3.0%/▲3.1%と軒並み売られていることが明示的だが、米国に見切りをつけて他国・地域に資金を寄せようにも人民元はさておき、欧州も政治・経済情勢が悲惨すぎて受け皿にならない。本来、世界最大の経常黒字を備え、緩和余地も限定的なユーロはドル売りの受け皿として期待すべき存在だが、大黒柱のドイツにリセッション懸念がくすぶり、域内3番目の経済大国であるイタリアで政治空白が発生、ブレグジットの行方も分からず仕舞いという状況では買うに買えないというのが実情だろう。それだけ悲惨な状況にベットして金利面での見返りがあれば良いが、南欧諸国以外の長期金利が概ねマイナス圏に沈没しているという如何ともしがたい現状がある。

かかる状況下、通貨高の按分は世界最大の対外債権国通貨で金融緩和による応戦余地が乏しい円に回ってきやすい。上述のNEERを見れば、同期間の円が+5.8%/+5.2%と騰勢を強めていることがその証左である。緩やかながら100円割れに向かうという本欄や『中期為替相場見通し』のシナリオに沿って地合いが出来上がりつつある。

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

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8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
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?～
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當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	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	「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?～)