

みずほマーケット・トピック(2019 年 10 月 9 日)

FRB の資産購入再開と懐かしのソロスチャート

パウエル FRB 議長が保有資産の再拡大を示唆したことが大きく報じられている。短期金融市場の混乱を受けた技術的な措置であり、景気刺激を意図したものではない。とはいえ、短期金融市場の混乱はひとえに「金利上昇が始まる準備預金残高が FRB の想定よりも高かった」ことによって発生したもの。ゆえに「保有資産の圧縮」という形で正常化プロセスを進め過ぎたことによって生じた混乱と言い換えることもできる。技術的措置とは言えども、保有資産の再拡大に踏み切ったことが「正常化措置の巻き戻し(≒QE 再開)」と受け取られても致し方ない部分も。また、金融機関からすればこれまで以上に準備預金を抱え込む理由があったという話でもある。これは規制対応の結果とも言われる。保有資産の再拡大は「患部」に対する適切な「処方箋」ではあるが、患部を「根治」させるためには規制それ自体を再考する必要があるだろう。なお、ドル/円との関連ではソロスチャートを持ち出す向きが出やすいが、理論的には何の意味もない主張である。

～「患部」に対する適切な「処方箋」ではあるが、「根治」には至らず～

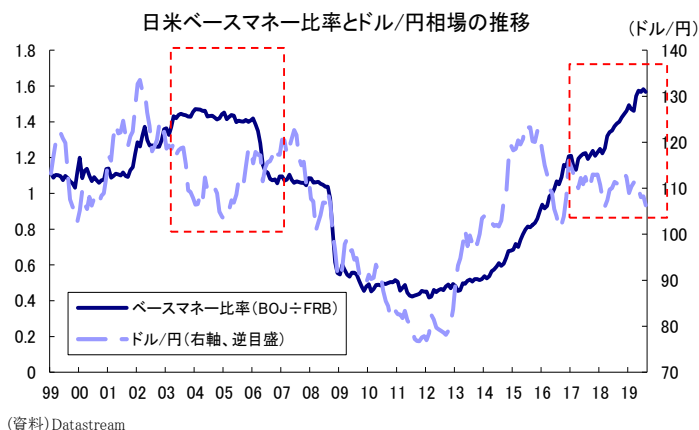
昨日はパウエル FRB 議長の講演において保有資産の再拡大が示唆されたことが大きく報じられている。一連の短期金融市場の混乱を受けた技術的な措置であり、あくまで景気刺激を意図したものではない。パウエル議長も「これは量的緩和(QE)ではない」と明言している。とはいえ、短期金融市場の混乱はひとえに「短期金利が上昇し始める準備預金残高が FRB の想定よりも高かった」ことによって発生したものである。結果論ではあるが、「保有資産の圧縮」という形で正常化プロセスを進め過ぎたことによって生じた混乱と言い換えることもできるだろう。だとすれば、技術的措置とは言えども、保有資産の再拡大に踏み切ったことが「正常化措置の巻き戻し(≒QE 再開)」と受け取られても致し方ない部分もある。なお、同じ講演でパウエル議長は追加利下げに含みを持たせる発言もしており、実際にドル/円相場は軟化している。相場見通しを作る観点からは「当面、米金利は上がりそうにない」という前提で議論を進めれば良いだろう。

一方、金融機関からすれば FRB が想定していた以上に準備預金を抱え込む理由があったという話でもあり、周知の通り、これは金融規制対応の結果とも言われている。保有資産の再拡大で対応すること自体、「患部」に対する適切な「処方箋」ではあるものの、この患部を「根治」させるためには規制それ自体を再考する必要があることも留意せねばならないだろう。

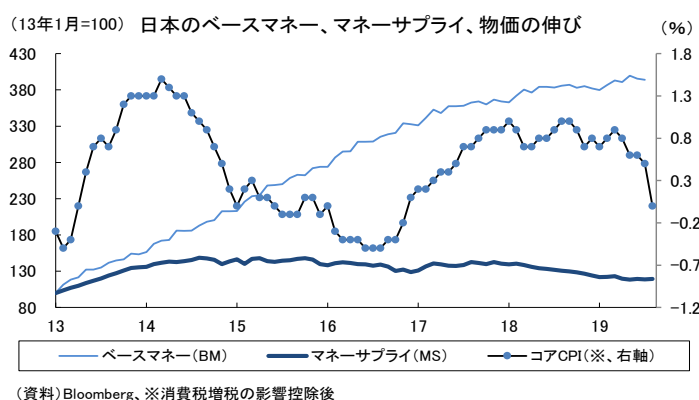
～相変わらず無意味なソロスチャート～

ところで、為替市場では技術的措置なのか、景気刺激的措置なのかに拘らず、未だに中央銀行が銀行部門に供給するベースマネーの多寡が為替相場の方向を決めると信じている向きもある。正確には 2 通貨間のベースマネー比率が 2 通貨間のレートを決定するという発想であり、いわゆる

ソロスチャートと呼ばれる説だ。一時期はやった「懐かしの説」という風情もある。図は過去 20 年の日米ベースマネー比率とドル/円相場の推移を比較したものだ。確かに相関が安定している局面もあるが、そうではない局面も相応にある。特に近年では 2017 年以降、日本のベースマネーが増する一方、米国のそれは減少しており、ベースマネー比率(日本÷米国)は急上昇してきた。しかし、ドル/円相場は横ばい、もしくはやや軟化してきたという経緯がある。



そもそもベースマネー比率と2国間の為替レートをリンクさせる理論的背景はなく、よって因果関係もない。もちろん、ベースマネーの増加がそのまま貸出増加を通じてマネーサプライの増加に繋がり、物価の押し上げが実現するという貨幣数量説が想定する世界ならばソロスチャートは一定の有用性を持つ(物価が上がれば当該通貨の購買力は損なわれるので下落する)。



しかし、ベースマネーとマネーサプライの相関関係ははっきりと崩れている(貨幣乗数が低下している)ことは周知の通りであり、この時点でソロスチャートを理論的に検討する意味は無い。ソロスチャートは 2 つの変数の相関関係と金融市場における直感的な理解(たくさん「量」を出せばその通貨が減価するという理解)がたまたま符合していた時に持て囃された日本特有の仮説であって、主張として頑健なものでは全くない。著名投資家のジョージ・ソロス氏が利用したことでもその名が知られているものの、「soros chart」で検索してみれば、そのマイナーな利用状況がよくわかる。

もちろん、「量」を増やせば必然の結果として金利も低下することが想定され、この点から通貨が減価する経路はあり得る。とはいえ、既に主要国の金利水準が限界まで低下する中で金利差を意識した取引も勢いを失いつつある。だからこそ過去の本欄でも議論したように、実質実効為替相場(REER)のような物価尺度を用いて割高・割安を検討することの相対的な重要性というのはかつてよりも増しているように感じられる。得てして直感的な理解で相場は動くことも多々あるが、理論的に正しく考える習慣を放棄することに慣れるのは危険だというのが筆者の基本認識である。

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10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
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～
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/円相場との関係～「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～