

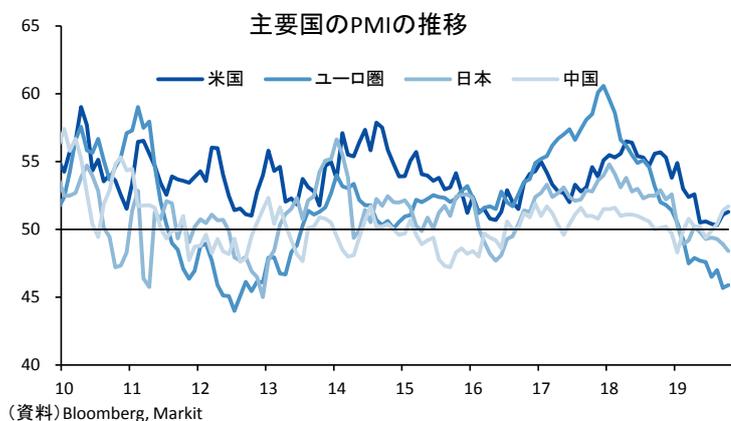
みずほマーケット・トピック(2019年11月13日)

## 円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み

米株が断続的に史上最高値をつけ、米金利も上昇基調にある中、ドル高相場をメインシナリオとする向きも増えてくるだろう。企業部門のセンチメントには底打ちの雰囲気も見られており、そのようなシナリオも検討に値する。世界経済の減速、これに応じたFOMCのハト派傾斜、その結果としての米金利低下...いずれも本欄で想定してきたメインシナリオだが、ドル/円相場の異常な底堅さだけは誤算であった。理由としては対外純資産構成の変化、相対的な米金利水準の高さ、震源地が欧州や中国であったことなどが考えられるが、正確な理由は不明だ。かかる状況下、ドル/円相場のリスクは確かにアップサイドリスクを認める必要があるが、上値も重いだろう。「ドル化した世界」では米金利の上昇は長くは続かない。また、大統領選を見据えれば、政治的にも利上げは全く支持されまい。とすれば、2020年にかけてFRBの政策運営は「現状維持」が目標になるのではないか。またレンジ相場の到来を覚悟すべきなのかもしれない。

### ～円高予想の誤算:ドル/円相場のリスクはアップサイドへ～

米株が断続的に史上最高値をつけ、米金利も上昇基調にある中、今後1年間のドル高相場をメインシナリオとする向きも増えてきそうである。実際、ISM景気指数の底打ち機運などを見ると、そのようなシナリオも検討に値する。また、グローバルに製造業PMIを見ても、米中の持ち直しが見て取れる。昨年来、これほど製造業のセンチメントが悪化し、米金利も過去1年で半分以下(2018年10月の3.2%から2019年9月には1.4%まで低下)となったにもかかわらず、ドル/円相場はその過程で104円台までしか下がらなかった。世界経済の減速、これに応じたFOMCのハト派傾斜、その結果としての米金利低下...いずれも本欄や『中期為替相場見通し』で想定してきたメインシナリオだが、ドル/円相場の異常な底堅さだけは誤算であったとしか言いようがない。その理由は判然と



### 円高が進まなくなった理由は...

#### 本邦対外純資産構造の変化

- 証券投資から直接投資へ。直接投資の還流は少ない。

#### 相対的に高水準の米金利

- 大きく下がっても、欧州や日本の金利は水没している。

#### 震源地が米国ではなかった

- 18年末からの減速は中国と欧州によるもの。

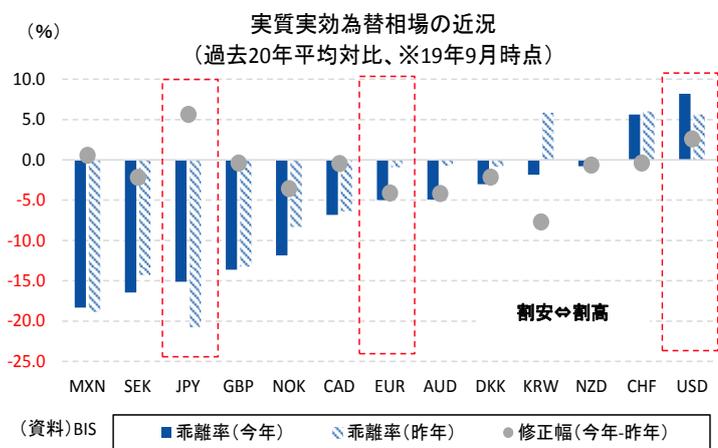
(資料) 筆者作成

しないが(前頁表)、かねてより本欄で論じているように対外純資産構成の変化(対外証券投資の相対的な減少、対外直接投資の相対的增加)はほぼ確実に寄与しているだろう。その上で、先進各国の金利が水没する中でも米金利水準が高かったこともドル(/円)相場を支えた疑いは強い。また、昨年来の世界経済減速をもたらしている震源地が中国やこれに引きずられているユーロ圏であって、米国の傷はそもそも浅かったというのもドル売りが進まなかった理由かもしれない。

いずれにせよ、企業部門の大幅なセンチメント悪化とこれに伴う米金利の急低下をもってしてもドル/円相場が下値を攻め切れなかったことの意味は小さくない。既に、センチメントの底打ちが見えてきていることを考えると、2020年以降のドル/円相場にアップサイドリスクも視野に入る。

～「円高が進まなかった」のではなく「ドル安が進まなかった」～

しかし、アップサイドリスクの存在を認めつつも、せいぜい今年の年初来高値(112.40円)付近が関の山にも思われる。というのも、2019年は「円高が進まなかった」わけではなく、「ドル安が進まなかった」というのが正確な理解である。実質実効為替相場(REER)を見ると、円は年初来で+2.4%、前年比では+5.0%と相応に上昇している。今年が「円高の年」であったことは間違いない。だが、ドルのREERも年初来で+2.8%、前年比では+2.5%と



上昇している。「円も買われるがドルも買われる」という状況下、ドル/円相場が大きく下がるのは難しかったという話であって、「円が買われなくなった」わけではないことは留意されたい。図示されるように、過去1年のREERの動きを見る限り、主要通貨の中でREERがはっきりと上昇したのは円そしてドルくらいなので、ドル/円相場の膠着は両者「相打ち」の結果という側面もある。もっとも、昨日の本欄で議論したように、そもそも円については日本経済への投資家からの関心が薄れており、円の取引量自体が細まっているという由々しき事態も直視する必要はある。片や、ユーロのREERは年初来で▲0.6%、前年比では▲4.4%とはっきり下落している。日米欧三極で最弱のファンダメンタルズがはっきり出ていると言えるだろう。

～とはいえ、「ドル化した世界」は健在～

しかし、米景気がこのまま再拡大の局面に入り、米金利の上昇に追随してドル/円相場が続伸するという展開があり得るのか。それもまた難易度が高いシナリオと考えられる(次頁表)。繰り返し言われてきているように、金融市場にとって最大のリスクである米中貿易戦争はもはや通商問題の枠を超えた覇権争いの様相を呈しており、早期解決を期待するものではない。トランプ大統領の一挙手一投足で明暗が目まぐるしく切り替わる状況は何も変わっておらず、足許では「明」の状況に偏って

いるだけでも考えられる。既報の通り、トランプ米大統領は米中貿易交渉に関して予断を許さない発言を繰り返しており、状況はいつでも「暗」の方に転び得ると構えておかねばならない。また、確かに10月FOMCでは「利下げ休止」が示唆されたが、だからといって「利上げ転換」に至る見通しが立っているわけではない。ましてECBや日銀が正常化に目を向けることも全く考えられない。こうした現状を踏まえれば、各国金利の上昇を前提に見通しを作ることも危ういというのが筆者の基本認識である。

米金利上昇を想定する上で思い返したいのは「ドル化した世界」という論点だ。2017～2018年で見たとように「ドル化した世界」では米金利が上がれば新興国・地域を中心に資本流出が促され、国際金融市場が揺らぐことになる。2018年に何度も目にしたが、米金利が上がればまず米株式市場の動揺を誘う。その転換点は米10年金利で3.0%前後であったというのが経験則だ。株価下落は逆資産効果を通じて米国経済の消費・投資意欲を削ぐというのが当時、最も懸念された経路である(結局FRBがハト派に急旋回し、株価が持ち直したのでそのような展開は回避されている)。重要なことは米金利上昇の影響はそうした米国内への影響にとどまらず、海外にも及ぶということである。端的には、米金利が上がった場合、新興国・地域は資本流出を抑えるための自衛的な利上げに追い込まれ、結果として当該国・地域の消費・投資意欲が毀損する展開が懸念される。2018年後半以降の世界経済減速にはそのような側面もあった。図示されるように、リーマンショック後、新興国は企業部門を中心として債務を積み上げてきた。米金利やドルが上昇すれば、外貨としてドルを借り入れている国の負担感が当然増す。今後、米金利が再び上昇してくれば、同様の問題が浮上するはずだ。

要するに、FF金利は世界の資本コストであり、FRBは世界の中央銀行であるという理解と共に米金利や世界経済を展望する必要があるということだ。それがゆえに米金利の上昇は米国が如何に好調であろうと、緩やかにしか進まないというのが今の世界経済の現状と考えられる。

要するに、FF金利は世界の資本コストであり、FRBは世界の中央銀行であるという理解と共に米金利や世界経済を展望する必要があるということだ。それがゆえに米金利の上昇は米国が如何に好調であろうと、緩やかにしか進まないというのが今の世界経済の現状と考えられる。

### ～残念ながら2020年もレンジ相場なのか？～

もちろん、大統領選挙を控えた政権を尻目に利上げ軌道に復帰するという政治的な難しさも残るだろう。再選に意欲を見せるトランプ大統領は激しい口調になるであろうし、1年前に話題となった

### 円安が考えにくい理由は・・・

#### 「ドル化した世界」という問題

- 米金利上昇に世界(≡新興国)は耐えられない。

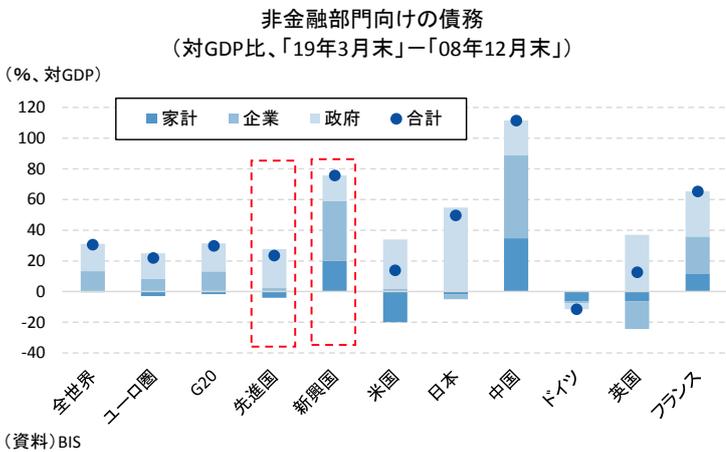
#### 米中貿易戦争は半永久的な問題

- 部分合意を繰り返したところで覇権争いは終わらない。

#### 物価が上がらなくなっている問題

- 米国と言えども2%到達が難しい情勢。

(資料)筆者作成



ような更迭というフレーズも飛び交う恐れもある。

国内外の経済・金融情勢に加え、そうした国内政治情勢も勘案すれば、2020年のFRBの政策運営は「現状維持」を1つの目標とするのではないか。市場参加者としては非常に苦痛な状況(実体経済にとっては非常に好ましい状況)だが、米金利の方向感が出ない以上、2020年のドル/円相場までもレンジ相場に収束する可能性が高まっているように感じられる。

しかし、「金利を低位安定させることで株価を維持する」という現状はいつまでも続けられない。過去1年の減速局面(FRBの言葉を借りれば mid-cycle adjustment)では75bpsの糊代を使わされたが、このような局面を繰り返し、政策金利がゼロに接近してくれば株価の下支えも難しくなる。そのことが意識された時に株価を筆頭とする資産価格が大崩れすることは考えられる。それが大統領選の年に起きる可能性は高く無さそうではあるが、十分警戒に値するシナリオである。

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](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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検 - 欧州・中国の復調はあるか? -
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会 - 危機の「生き字引」 -
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅 - 体感「5円」以下という異例 -
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20 - ザッカーバーグ証言を前に -
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯 - 次に起こることは -
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意 - 3つの論点を整理 -)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて - 欲しかった「ずる賢さ」 -
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて - 議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸 -)
2019年10月10日	円相場の需給環境について - 縮小均衡 -
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
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、露払いはいはしたいところ -)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理 - ボンド/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