

みずほマーケット・トピック(2019 年 11 月 20 日)

「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」

日米欧三極の金融政策を巡っては「当面は現状維持」で事態が収束しようとしているが、新興国のそれを巡っては相応に動きが見られている。多くの新興国中央銀行は今年、こぞって利下げに動いており、昨年の利上げ幅以上に利下げしているケースも珍しくない。このような動きは言うまでもなく「4 回利上げした翌年に 3 回利下げ」という FRB の政策軌道に被せたもの。言い換えれば、「ドル化した世界」の中で「金融政策の一本化」という症状が進行中と読むこともできる。ドル建て債務を多く抱えている国の中銀は FRB と歩調を合わせなければ為替市場を通じて混乱に巻き込まれやすく、「FRB が利下げしている時しか利下げできない」という体質に陥る。豪ドルや NZ ドルなど、かつて高金利を売りにしていた通貨も今や米金利以下に。FRB が利下げしてもドルが下がらなかった理由として「ドルは高金利通貨だから」という理屈は首肯できる。

～「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」～

日米欧三極の金融政策を巡っては「当面は現状維持」で事態が収束しようとしているが、新興国のそれを巡っては相応に動きが見られている。先週 14 日もメキシコ中央銀行(Banxico)が 8 月、9 月に続いて 3 会合連続の利下げを敢行している¹。表に示すように、多くの新興国中央銀行は今年、こぞって利下げに動いており、昨年の利上げ幅以上に利下げしているケースも珍しくない。このような動きは言うまでもなく「4 回利上げした翌年に 3 回利下げ」という FRB の政策軌道に被せたものである。

世界の政策金利

		現在 (%)	直近の政策動向		2019 年	2018 年
			日付	決定事項	累積変更幅	累積変更幅
エマージングアジア						
中国	預金準備率	13.00	2019/9/6	利下げ	▲150bp	▲250bp
インド	翌日物レボ金利	5.15	2019/10/4	利下げ	▲135bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレボレート	5.00	2019/10/24	利下げ	▲100bp	+175bp
韓国	7日物レボ金利	1.25	2019/10/16	利下げ	▲50bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	2019/11/5	現状維持	▲25bp	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.00	2019/11/14	現状維持	▲75bp	+175bp
タイ	翌日物レボ金利	1.25	2019/11/6	利下げ	▲50bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.00	2019/9/16	利下げ	▲25bp	0bp
オセアニア						
オーストラリア	翌日物金利	0.75	2019/11/5	現状維持	▲75bp	0bp
ニュージーランド	翌日物金利	1.00	2019/11/13	現状維持	▲75bp	0bp
中東欧・アフリカ						
ロシア	1週間物レボ金利	6.50	2019/10/25	利下げ	▲125bp	+50bp
南アフリカ	レボ金利	6.50	2019/9/19	現状維持	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レボ金利	14.00	2019/10/24	利下げ	▲1000bp	+1600bp
ラテンアメリカ						
ブラジル	SELIC金利	5.00	2019/10/30	利下げ	▲150bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	7.50	2019/11/15	利下げ	▲75bp	+100bp

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

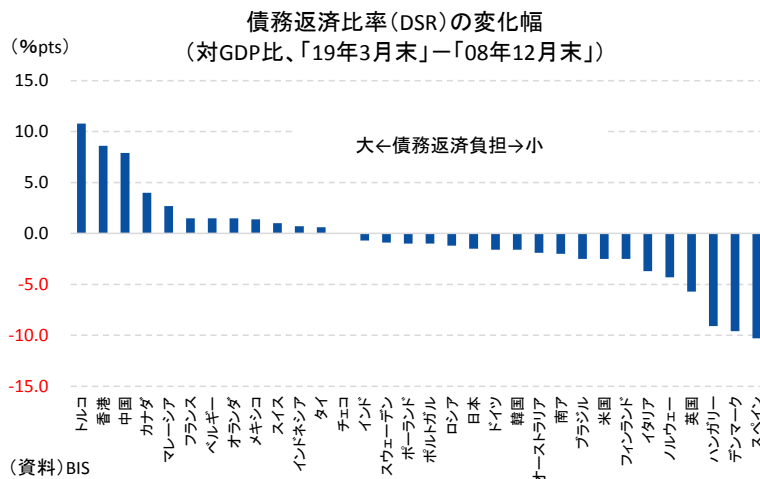
(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

言い換えれば、「ドル化した世界」の中で「金融政策の一本化」という症状が進行中と読むこともできよう。ドル建て債務を多く抱えている国の中央銀行は FRB と歩調を合わせなければ為替市場を通じて混乱に巻き込まれやすい。実際、FRB が連続的に利上げをしていた昨年までは新興国からの資本流出とそれに伴う通貨下落、結果としてのインフレ懸念が断続

¹ 通貨ニュース 2019 年 11 月 19 日号『メキシコ：11 月金融政策決定会合－3 会合連続で利下げを決定』をご参照下さい。

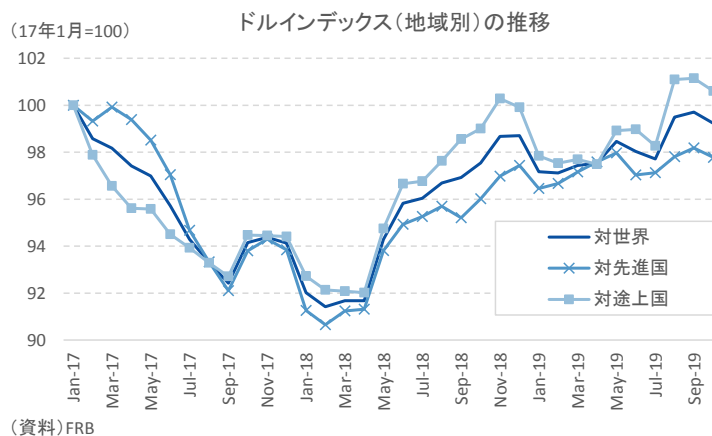
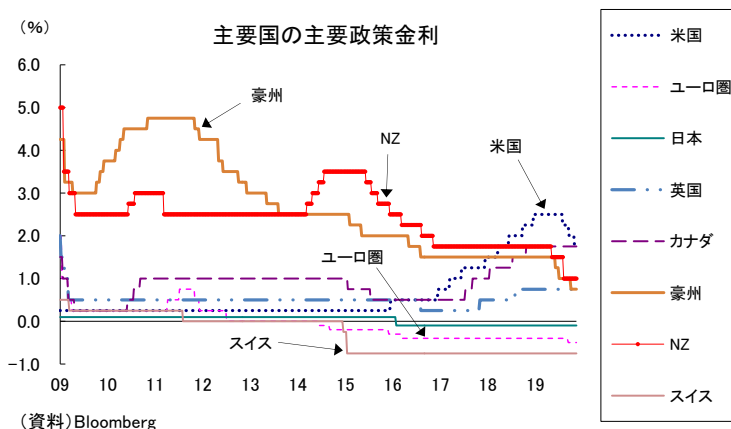
的にクローズアップされた。だからこそ国内の経済・金融情勢が大して過熱していなくとも自傷行為的な利上げが繰り返し行われ、それが成長の重しとなり、昨年後半から今年にかけての世界経済減速に一役買ったのだと考えられる。危機後、ドル建て債務を膨らませた新興国からすれば、米金利とドルが上がれば返済負担は当然増す。とりわけ金融政策の軌道をFRBに被せなければ

不本意な自国通貨安を通じてマクロ経済が混乱に陥りかねない。こうして「FRBが利下げしている時しか利下げできない」という状況に追い込まれ、昨年や今年のような政策運営に落ち着くのである。ちなみに債務返済(元本返済+金利支払)負担の対GDP比率(DSR:Debt Service Ratio)に関し、金融危機後からの変化の大きさを計算したものが右図である。トルコや中国といった昨年から今年にかけて通貨安が問題になった国の債務返済負担が大きくなっていることが目に付く。



～高金利通貨としてのドル～

今年の為替市場はFRBが利下げしているにもかかわらずドル相場が下落しなかったことが1つの特徴として挙げられる。しかし、為替市場において「FRBが利下げしている時しか利下げできない」という通貨が多数派であれば、結局、FRBが緩和したところでドルの金利が他通貨の金利に対して劣後にしにくいという状況が生まれることになる。前頁表に示すように、既に韓国、タイ、オーストラリア、ニュージーランドといった国々の政策金利はFF金利よりも低い現状がある。3～4年前であれば「主要国通貨で高金利」の代名詞のような存在であったオーストラリアドルやニュージーランドドルもこの体たらくなのだから(右図・上)、FRBが利下げしてもドルが下がらなかった理由として「ドルの絶対金利水準が高かったから」、もっと



シンプルに言えば「ドルは高金利通貨だから」という理屈は首肯できるものがある。FRBの公表する

地域別のドルインデックスを見ると(前頁図)、昨年半ばから今年いっぱいにかけて対新興国通貨での上昇が特に大きいことが分かる。FRBが利上げしている時は元より、利下げに転じて、その絶対金利水準の高さを背景に対新興国通貨でのドル高が続いた様子が見て取れる。こうした為替市場の近況を見ていると、ドル全面安の地合いに転じる芽があるとすれば、やはりFRBが追加利下げを重ね、FF金利が1%を割り込むような前提が必要なのではないかと思えてくる。近い将来に予想される展開ではないものの、本欄 2019 年 11 月 18 日号『「株価の虜」と「予防的緩和」について考える』でも議論した通り、株価の動向に付き合っただけで予防的緩和を繰り返せば政策金利の糊代などあつという間に使い切ってしまうのも事実である。「高金利通貨としてのドル」の立ち位置がいつ、どのようなタイミングで変わり得るのかという視点で展望していくことが必要になるだろう。

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11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の腐」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
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
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幅変わりそう～)
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るならば・・・～)
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～)