

みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 10 日)

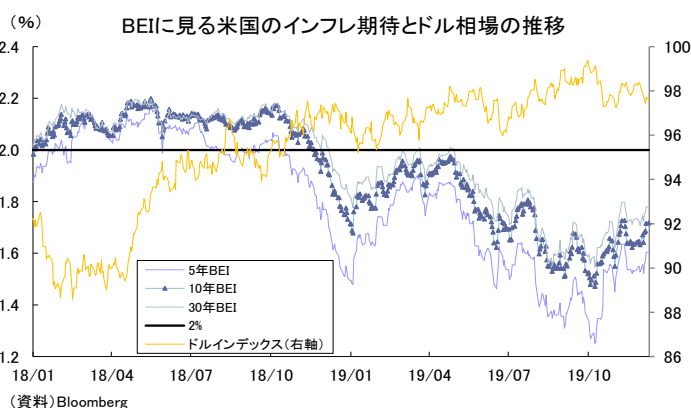
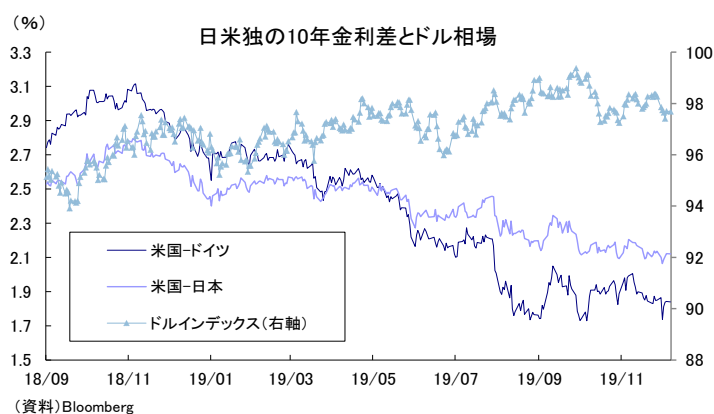
道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～

今年の金利・為替相場を振り返ると、米国の対欧州(ドイツ)、対日本との金利差が顕著に縮小したにもかかわらずドル相場は全く動揺することなく堅調が進んだ。金利が為替市場の道標になれない状況から読み取るべき情報は複数ありそうだが、やはり「マイナス金利の通貨に投資するインセンティブはない」というのが市場参加者の本音に最も近いのかもしれない。だとすると、ユーロ圏を含む欧州そして日本において「マイナス金利の解除」というイベントが発生した時に資本フローが当該国・地域に回帰してくる展開はあり得る。米財務省の公表する対米証券投資統計(TIC データ)などを見ると、その可能性は感じられる。この点、マイナス金利の先駆者でもあるスウェーデン国立銀行(中央銀行、リクスバンク)が今月 19 日の金融政策決定会合で政策金利(レポ金利)を現行の▲0.25%からゼロ%へと引き上げる動きは注目である。他中銀の政策運営に何らかの影響を持つかどうかは興味深い。通貨高が進むかどうかのポイントに。

～失われた為替市場の道標～

12 月 15 日に控えた対中関税引き上げについて延期の公算が大きくなっているとの報道が見られているが、相変わらず為替市場は殆どが動意が見られない。もはや米中貿易戦争についても、既にテーブルに乗っている論点に関して市場は反応しないのかもしれない。

右図(上)に示されるように、今年の金利・為替相場を振り返ると、米国の対欧州(ドイツ)、対日本との金利差が顕著に縮小したにもかかわらずドル相場は全く動揺することなく堅調に進んだ。金利が為替市場の道標になれない状況から読み取るべき情報は複数ありそうだが、やはり「マイナス金利の通貨に投資するインセンティブはない」というのが市場参加者の本音に最も近いのかもしれない。足許では本邦 10 年金利が約 8 か月ぶりにプラス圏に顔を出しているが、ドイツ 10 年金利は未だに▲0.30%台と深いマイナス圏にある。日欧共に、対米 10 年金利で約 200bps 程度の金利差が存在する中で為替市場のボラティリティは歴史的な低水準まで落ち込んでいるのだからドルを手放す理由は基本的にはないと想像される。

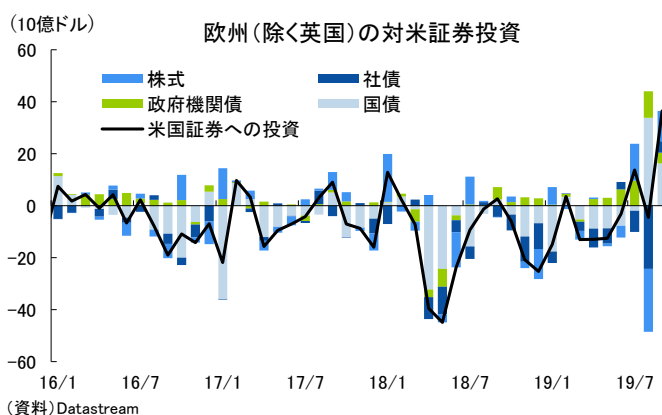


なお、「金利が為替市場の道標になれない」と述べたが、金利を市場ベースのインフレ期待(BEI)などに代えても同様である。例えば前頁図(下)に示されるように、米国の各年 BEI の動きを全く意に介さずドル相場はやはり高止まりしてきた。

金利や物価といった通貨価値を理論的に規定するはずの変数に全く影響を受けなくなってしまうのはやはりユーロや円などマイナス金利採用通貨に投資をするインセンティブが著しく低く、主要通貨、新興国通貨含めて「高金利通貨」であるドルに資本フローが集まっているということなのではないかと推測する。

～マイナス金利が作ってきた資本フロー～

だとすると、ユーロ圏を含む欧州そして日本において「マイナス金利の解除」というイベントが発生した時に資本フローが当該国・地域に回帰してくる展開はあり得るのではないかと推測する。このような考え方はあながち間違っていないように思える。米財務省の公表する対米証券投資統計(TIC データ)においてユーロ圏と近似するであろう欧州(除く英国、以下ユーロ圏とする)の対米証券投資状況を見たものが右図となる。



る。2018 年以降、「ユーロ圏→米国」という資本フローの流れが見て取れ、米金利が顕著に下がったはずの 2019 年に入ってからその動きは続いている。足許では大幅な買い越し(ユーロ圏から見れば資本流出超)に転じており、その勢いは加速している様子が窺える。確かに、2019 年に入ってから米金利は低下しているものの、米 10 年金利が 1.4% 台に落ち込んでいた 9 月初頭、ドイツ 10 年金利は▲0.70% まで沈んでいた。また、同時期は日本の 10 年金利も▲0.30% に接近し、イーランドカーブコントロールの持続可能性に疑義が強まっていた。米金利が下がっていたからといって、ドルを売って、マイナス金利幅が拡大した通貨を買うような誘因はなかったと推測される。

～注目されるスウェーデンの動き～

「マイナス金利の解除」というイベントが欧州や日本への資本回帰のトリガーになるとした場合、マイナス金利の先駆者でもあるスウェーデン国立銀行(中央銀行、リクスバンク)が 今年 19 日の金融政策決定会合で政策金利(レポ金利)を現行の▲0.25% からゼロ% へと引き上げる動きは注目したい。既にリクスバンクは 10 月の声明文で「12 月は恐らくレポ金利をゼロ% に引き上げる」と宣言している。もちろん、「それ以降は長期間(for a prolonged period)、据え置きである」と引き締めバイアスを払拭しているものの、今月の利上げは概ね確約している状況だ。

現在のスウェーデンの経済・物価情勢は決して芳しいものではない。最新となる 11 月分の消費者物価指数は総合ベースでもコアベースでも前年比+2% を超えて加速しているわけではなく、直近となる 7～9 月期実質 GDP 成長率も+0.3% と巡航速度を保っているものの、利上げを正当化するほどの状況とは言えないだろう。それゆえ、この状況で決断される利上げは「マイナス金利の弊害

とその除去」に主眼を置いたものと解釈される。実際、リクスバンクは 10 月の報告でマイナス金利と国債購入の副作用について過剰なリスクテイク、とりわけ「家計部門の債務負担増加が長らく悩みの種となってきた」と記述し、「長期的に見れば、レポ金利はゼロよりも高くなるのが合理的である」とも述べている。連続利上げに至るにはまだ時間がかかりそうであるとはいえ、「マイナス金利からの卒業」を視野に入れ始めている動きは他行への影響という観点からも興味深い。そのほか、スイス国立銀行(SNB)を例に取れば、今年 9 月にマイナス金利が免除される残高を拡大しているし、スイスの市中銀行においても大口個人預金へのマイナス金利転嫁が始まったりしている。このような動きも「マイナス金利政策に意味はあるのか」という論点を再考し始める材料と考えられる。

～通貨安政策としてのマイナス金利～

もっとも、SNB はそうした各種の副作用軽減策が展開されている以上、「マイナス金利は持続可能」という主張であり、近い将来の解除は示唆していない。この点、SNB のシュレーゲル氏は「中銀がマイナス金利政策を解除し、政策金利をゼロ%とした場合、当然スイスに悪影響が及ぶ。フラン相場は大きく上昇し、債券の利回り曲線は逆転もしくは平坦化し、銀行システムの阻害要因となる」などと述べている。マイナス金利政策の意味を通貨安に求めていることを認めた発言である。恐らくリクスバンクが利上げに踏み切ろうとしている背景にも、債務危機時のような過度な悲観がなく、隣国通貨であるユーロからクローナへと逃避的な買いも進まないだろうとの読みがあるのではないかな。

冒頭から述べてきた通り、マイナス金利政策が通貨安政策としてのある程度の意味を持った可能性は高そうである。「マイナス金利の解除」というイベントが欧州や日本への資本回帰のトリガーになるということは、言い換えればそれが通貨高のトリガーにもなる(今までは通貨安のトリガーになってきた)ということでもある。このような事実に基づけば、輸出減少を起点とする景気減速に怯えやすいユーロ圏や日本はマイナス金利の解除をやはり躊躇する局面が続くだろう。一方で、今回リクスバンクがマイナス金利を解除してもさほどクローナ高が進まなかった場合などは、ECB や日銀にとって朗報という考え方もあるかもしれない。いずれにせよ、これまでいくら米金利が下がってもユーロや円が見向きもされなかった背景に「マイナス金利だから」という理由があったのだとすれば、リクスバンクのマイナス金利解除が中銀ウォッチの世界にどのような解釈を持ち込むは興味深い。

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12月9日	英国総選挙の論点整理～事實上、2度目の国民投票！～
2019年12月6日	週末版 (2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場 (NEER) で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版 (ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束 (unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2019年10月分)
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	「株価の虜」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～サッカーバーク証言を前に～
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	ドイツに引きさらわれるユーロ圏経済
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～