

みずほマーケット・トピック(2019年12月25日) 2020年、レンジ脱却に必要なもの

今年の「みずほマーケット・トピック」は本日で最終号となります。本年もご愛読有難うございました。来年も何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

本日時点までのドル/円相場で年初来高値・安値のレンジを取ってみても 8.30 円(高値 112.40 円、安値 104.10 円)と史上最小レンジから脱し切れていない。今年 1 年間、「動かない相場」については様々な議論が交わされてきた。まさに本日の日本経済新聞朝刊も『低温経済、為替動かず 円の対ドル年間値幅が最小』と報じており、筆者も記事中にコメントや図表の提供を行っているが、率直に言って、動かない理由に関して正答がどこにあるのかは分かりかねる。しかし、これまでに巷で列挙されてきた理由をまとめると表の 4 つの論点が指摘できる印象。それは①そもそも円や東京に人気がないこと、②日本に戻る外貨が減っていること、③相対的に米金利の高さが揺るがない、④AI取引が盛んになっていること、である。しかし、①・②・④は2020年以降も容易に変わるものではないだろう。やはり注目は③である。2020年は今年殆ど役に立たなかった対米金利差というベーシックな視点に戻ることの重要性が増す年になりそう。

～2019年、「動かない相場」の背景～

本日時点までのドル/円相場で年初来高値・安値のレンジを取ってみても 8.30 円(高値 112.40 円、安値 104.10 円)と史上最小レンジから脱し切れていない。昨年の 9.99 円が今のところの史上最小レンジであるため、あと 1.69 円、高値を上抜けるか、安値を下抜けるかしなければ2年連続での史上最小レンジ更新となる。すなわち 114.09 円か 102.41 円をつける必要があるわけだが、ドル/円相場だけではなく為替市場全体が動意を失っており、ここからそれほどの大相場が到来する気配は全く感

じられない。今年 1 年間、「動かない相場」については様々な議論が交わされてきた。寂しいことではあるが、メディア報道やアナリストのレポートにおいても「なぜ、動かないのか」というテーマでの考察が多く見られてきた印象である。まさに本日の日本経済新聞朝刊も『低温経済、為替動かず 円の対ドル年間値幅が最小』と報じており、筆者も記事中でコメントや図表の提供を行っているが、率直に言って、動かない理由に関して正答がどこにあるのかは分かりかねる。しかし、これまでに巷で列挙されてきた理由をまとめると表の 4 つの論点が指摘できるように思われる。①～③については今年の本欄で繰り返し議論を重ねてきた通りである¹。④について筆者は多くの知見を有しないが、

レンジ相場の背景は・・・

①そもそも円や東京に人気がない？

- BIS調査では明確に地盤沈下している。

②日本に戻る外貨が減っている

- 米金利低下も国内回帰する外貨は減っている。

③相対的に米金利の高さが揺るがない

- 米金利低下もマイナス金利通貨を買う理由ならない。

④AI取引の隆盛？

- 小数点第2位ではレンジでも、第4位では値動き。

(資料)筆者作成

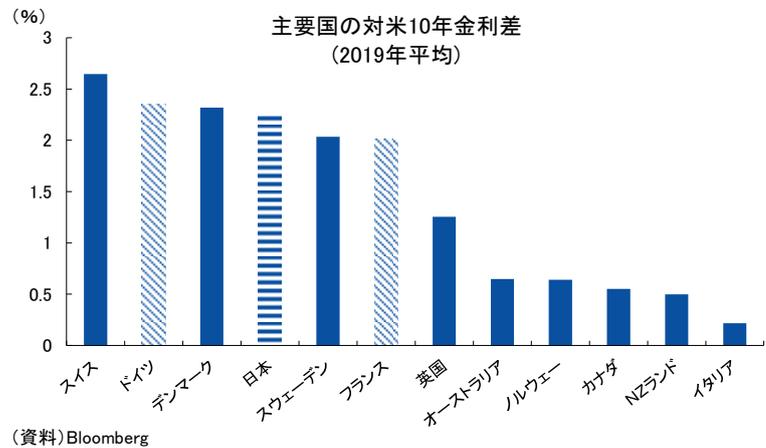
¹ 例えばそれぞれ以下のレポートをご参照下さい。①：本欄 2019年11月12日号『動かない相場の背景にある「円の不

人の目で追える相場展開は「小数点第2位までの議論」に終始しがちではあるが、AI取引を通じて小さな鞘を抜き、それを積み上げる戦略では「小数点第4位までの議論」が意味を持つようになる。ゆえに、「動かない」というのはこれまでの取引慣行に浸かった人間の立場からの体感であって、AI取引を主軸とするケースにおいては必ずしも「動かない」わけではないという事情もあるという議論だ。これもしばしば耳にする指摘であった。

～変わらなかった「ドルは高金利通貨」という立ち位置～

もちろん、上述した4つ以外にも「動かない相場」の理由はあるのだろう(例えば需給がたまたま均衡していただけ、という考え方もある)。しかし、これら4つがレンジ相場をもたらす有力な理由だと仮定した場合、それぞれが2020年にどのような変化を迎えそうかを考えることは有意義である。結論から言えば、③以外は構造的な要因であり、容易には変わらない印象が強い。とりわけ②で指摘する日本の対外純資産構造は本邦企業部門による旺盛なクロスボーダーM&Aの結果としてはっきりと変化しており、日本から出て行った外貨が円に戻り難くなっているのは統計上、確かな事実として確認できる。金融危機後に猛威を振った「リスクオフの円買い」が影響力を失っているのは、そもそも「それほどリスクオフではないから」という根本的な問題もあると筆者は感じているが、機動的に円転できるような対外純資産が相対的に減っているからなのだろう。国内の投資機会が減少していることを思えば、こうした対外経済部門の構造変化は2020年以降も変わらないどころか、一段とその傾向が強める可能性すらある。そのほか①で指摘する日本円や東京市場の不人気や④で指摘するAI取引の隆盛も1～2年で簡単に変わるものではあるまい。

となると、やはり2020年にレンジ相場を打破できるとしたら③の論点に変調がみられた場合と考えるのが妥当だろう。2018年から2019年にかけて米10年金利は3.2%(2018年10月)から1.4%(2019年9月)に急落した。本欄の想定ではこの流れの中で大幅な円高やユーロ高が進むはずだった。しかし、その局面でドル/円は104円台を割ることができなかつたし、ユーロ/ドルは1.15台を超えることができなかつた。



これは米金利が急低下した後も、「ドルは高金利通貨である」という事実が為替市場において変わらなかったからということに尽きるのだろう。例えば2019年初頭から足許までの対米10年金利差(平均)を主要国について比較してみると、ユーロ圏について言えば、ドイツとフランスでは2.0%ポイント以上の金利差が存在していた。日本もそうだった。結局、米金利の急低下それ自体はドルを売る動機になるのだが、「売っても行き先がなかった」という悲惨な運用環境がドル高を支えたという側面が多分にあったのだろうと想像する(米10年金利が1.4%まで下がった時、ドイツ

人気』、②：本欄2019年6月25日号『対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～』、③：本欄2019年12月10日号『道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～』をご参照下さいませ。

10年金利は▲0.7%、日本10年金利は▲0.3%まで下がっていた)。なお、特に意外な話ではないが、前頁図において対米10年金利差が平均して2.0%ポイントあった通貨は全てマイナス金利採用国の通貨である。「マイナス金利採用国の通貨は買えない」という時間帯が持続したのが2019年の為替市場だったのではないかと察する。裏を返せば、だからこそ2020年を迎えるにあたって、スウェーデンが12月に入ってマイナス金利を解除したことの影響が気になるわけである。

～対米金利差というベーシックな視点に戻る～

現状、ドットチャートは今後3年にわたって政策金利をほぼ動かさない想定である(表)。この上で欧州や日本が連続的な利上げに動くようなことはないと仮定すれば、2020年も「ドルは高金利通貨である」という事実は大きく変わらないことが予想され、それゆえともレンジ相場を打破できない年になってしまう可能性が残る。むしろ真っ当

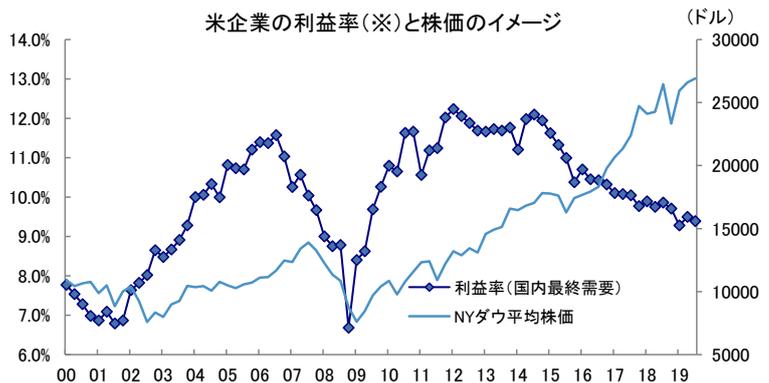
各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2019	2020	2021	2022	Longer run
Sep-17	2.688%	2.875%	n.a.	n.a.	2.750%
Dec-17	2.688%	3.063%	n.a.	n.a.	2.750%
Mar-18	2.875%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	3.125%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.125%	3.375%	3.375%	n.a.	3.000%
Dec-18	2.875%	3.125%	3.125%	n.a.	2.750%
Mar-19	2.375%	2.625%	2.625%	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Sep-19	1.875%	1.875%	2.125%	2.375%	2.500%
Dec-19	1.625%	1.625%	1.875%	2.125%	2.500%

(資料)FRB

に考えればその可能性は高いくらいだ。しかし、昨日の本欄で議論したように、敢えてリスクがどちらに広がっているかを検討した場合、スウェーデン国立銀行(リクスバンク、中央銀行)の副作用を念頭に置いたマイナス金利解除が2020年の金融政策論壇においてどのような意味を持ってくるかは重要である。少なくともユーロ圏や日本においてここからマイナス金利を深掘りすると予想する向きは殆どいなくなっている。「次の一手」として金利調節があれば利下げよりも利上げであり、仮にそうなればFF金利が横ばいでも日欧の対米金利差は足許よりは縮小していくことになる。

また、ドットチャートで示されるFF金利の「横ばい」という想定についても確度が高いものとは言えないだろう。市場では「よくて現状維持。場合により利下げ」という予想を抱く向きは多いように感じられる。とりわけ大統領選挙の年であることを思えば、株価が崩れたタイミングで再び予防的緩和を口にする政策環境はあると言わざるを得まい。「4回利上げした翌年に3回利下げ」という急旋回が可能だったのだから予防的緩和のロジックを延伸させる格好で追加利下げに踏み切ることなど雑作もないことだろう。2019年は企業収益の悪化が相次いだにもかかわらず、主要株価指数は史上最高値を更新し続けた年だった。実際、この傾向は過去3年に顕著である。この揺り戻しが来ること自体はさほど不思議ではないように思われる。その際にまた、利下げカードを切られる可能性は否めず、やはり対米金利差が縮小していく話になる。

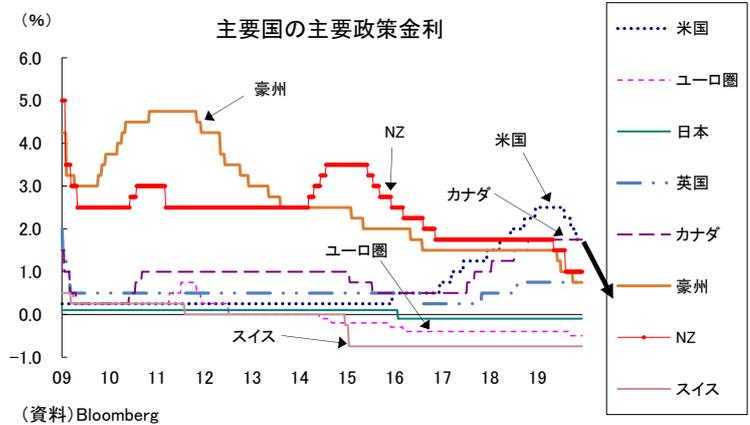


(資料)米BEA、※企業収益÷国内最終需要、国内最終需要は名目GDPから純輸出と在庫投資を控除したもの

このように考えると、突発的な政治材料以外で「動かない相場」が打破されるとしたら、このように

FRB の政策運営が修正される中で対米金利差がはつきり縮まってくるという展開が必要になるということだろうか。その可能性は非常に高いとも言い切れない一方、非常に低いとも言い切れないというのが筆者の基本認識である。

今の株価水準は緩和継続を当て込んだ状況と考えるのであれば、いずれこれが調整を迎えた時に株式市場の催促に乗る格好でFF 金利そして米債金利が下方に引きずられる展開は十分予想されるだろう。2019 年は対米金利差の縮小にもかかわらずドル相場が殆ど調整しなかった。しかし、2020 年も2019 年と同じような米金利低下が続けば、もう下げ余地のないユーロや円と



の金利差は著しく縮まる可能性がある。10 年金利で 2.0%ポイントというまとまった幅も確保が難しくなるはずである。例えば、FF 金利が今年と同じく 3 回引き下げられれば FF 金利は 1.0%になる。1.0%まで下がってくると NZ ドル (1.00%)、豪ドル (0.75%)、ポンド (0.75%) など比較対象となる主要通貨が浮上してくる。そうなれば必ずしも「ドルは高金利通貨である」とは言いづらい投資環境になり、「ドル高止まりの下でのレンジ相場」という様相も変わってくる芽が出てくるのではないかと。金利差から為替相場の方向感を考察するのは基本中の基本であるが、2020 年はそうした基本的な視点の重要性が改めて注目される年になると考えておきたい。

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24日	2020年の想定外はどこにあるのか? ~6つの論点~
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方~2020年への示唆~
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場~政治も金融もボンドの足枷~
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて~「次の山」は2020年6月末に~
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて~フクロウ型総裁の「人となり」~)
2019年12月12日	FOMCを終えて~「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」~
2019年12月11日	円の基礎的需給環境~基礎収支に映る変化~
2019年12月10日	道標を失った為替相場~マイナス金利解除がキーに?~
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理~事実上、「2度目の国民投票」~
2019年12月6日	週末版(2019年の為替相場を概観する~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~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政策理事会プレビュー~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政策理事会プレビュー~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~