

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しく願い致します。 唐鎌大輔

みずほマーケット・トピック(2020 年 1 月 6 日)

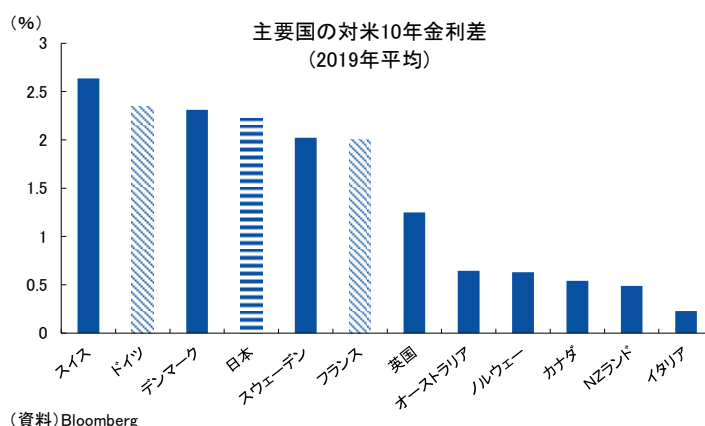
2020 年、レンジ脱却に必要なもの～その②～

「基本的にレンジ」という大方の年内予想を踏まえた上で、2020 年のポイントを 3 点挙げるとすれば、①米国が利下げするかどうか、②欧州景気が戻るかどうか、③中国景気が戻るかどうか、であろうか。特に、①は本質的な話である。結局、2014 年 6 月から継続するドル高相場が本格的な調整を迎えずに済んでいる最大の理由は「米金利が相対的に高いから」という事実にある。現在の米国の政策金利である 1.75% は先進国では際立って高いが、昨年と同じ 3 回の利下げを経験した場合は 1.00% になる。1.00% はニュージーランドと並び、オーストラリアや英国（共に 0.75%）に肉薄する。そうなれば「米金利が相対的に高い」とは必ずしも言えなくなる。もちろん、現時点で米国が今年 3 回の利下げを想定する市場参加者は少数派だ。しかし、1 年前、米国が 3 回利下げすると考えていた市場参加者も少数派だった。企業収益の趨勢に照らせば、高止まりする株価は修正含みではないか。予防的利下げが行われる可能性は今年もある。

～今後数年、日米欧で利上げはない～

フラッシュクラッシュに見舞われた昨年と異なり、2020 年の為替市場は比較的平穏に幕を開けた。とはいえ、1 月 2 日に米国がイラン革命防衛隊の司令官を空爆で殺害した発表したことでもリスクオフムードが先行しており、(明らかに大げさだが) 第三次世界大戦といったフレーズも飛び交う中、東京市場のドル/円相場は昨年 10 月以来の安値である 107 円台からスタートしている。経済・金融情勢に主だった材料が見出せない状況下、当面はこの材料を中心に相場が形成されそうである。

昨年を振り返れば年頭の相場混乱がそのまま FRB の政策姿勢を 180 度変えるに至り、米金利の劇的な低下を招いた。しかし、その動きと整合的な為替相場(すなわちドル安)が実現することはなく、2 年連続で最小値幅という極めて落ち着いた結果に終わった。静かな相場の背景に関しては昨年末までに繰り返し議論した¹⁾ので詳述は避けるが、ひとえに「下がっても米金利は相対的に高かった」という事実が 2019 年の為替市場の潮流を形成したと考えるのが妥当なのだろう(図)。この事実は今も変わっていないため、為替市場が直ぐに大きな変動を迎えるとは思えない。FOMC メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)は年内据え置き、2022 年まで見据えても 2 回の利上げしか想定できていない。米国の物価情勢が騰勢を強める様子も窺えないことから、もう日米欧三極において



「下がっても米金利は相対的に高かった」という事実が 2019 年の為替市場の潮流を形成したと考えるのが妥当なのだろう(図)。この事実は今も変わっていないため、為替市場が直ぐに大きな変動を迎えるとは思えない。FOMC メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)は年内据え置き、2022 年まで見据えても 2 回の利上げしか想定できていない。米国の物価情勢が騰勢を強める様子も窺えないことから、もう日米欧三極において

¹⁾ 例えば本欄 2019 年 12 月 25 日号『2020 年、レンジ脱却に必要なもの』をご参照下さい。

利上げを見ることは今後数年、難しいと考えるのが妥当なシナリオだろう。

～2020年のポイント3点：まずは株価予防の利下げ有無～

そのような「基本的にレンジ」という大方の年内予想を踏まえた上で、2020年のポイントを3点挙げるとすれば、①米国が利下げするかどうか、②欧州景気が戻るかどうか、③中国景気が戻るかどうか、であろう。特に、①は本質的な話と考えられる。冒頭述べたように、結局、2014年6月から継続するドル高相場が本格的な調整を迎えずに済んでいる最大の理由は「米金利が相対的に高いから」に尽きる。現在の米国の政策金利である1.75%はカナダと並んで先進国では際立って高い。だが、例えば昨年と同じ3回の利下げを経験した場合、これは1.00%になる。1.00%はニュージーランドと並び、オーストラリアや英国(共に0.75%)とも肉薄する。そうなれば「米金利が相対的に高いから」とは必ずしも言えなくなる。レンジ相場の理由はあくまで「円やユーロの金利がマイナス圏にある一方、ドルの金利が2%弱ある」という歴史的に経験のないドルに有利な市場環境も寄与した疑いが強い。もっとも、「大してドルと他通貨金利の差がなくなったので金利差を見ても為替の先行きは読めない」という意見もある。これも一理あるかもしれないが、そう判断するにはFRBが今少しの利下げに踏み切った後で良いのではないかと思われる。

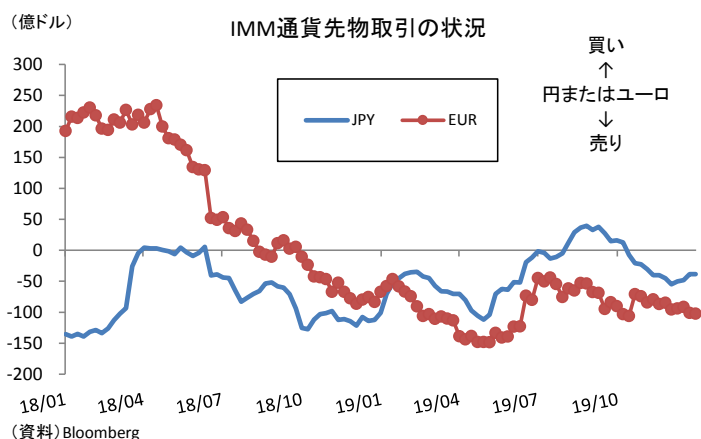
もちろん、現時点で米国が今年3回の利下げに至ると考えている市場参加者は少数派である。しかし、1年前、米国が3回利下げすると考えていた市場参加者も少数派だったはずだ。少なくとも今年は昨年よりも利下げを警戒する向きは多いのだから、そのような想定も一考に値するはずである。昨年の本欄でも議論したが、企業業績が悪化しても主要株価指数が史上最高値を更新しているのは実体経済対比で政策金利が低く据え置かれているという事実(またはこれから据え置かれるという期待)が寄与しているからだと推測される。ゆえに、高止まりする株価は修正含みというのが筆者の基本認識である。仮に修正を迎えた場合は昨年同様、FRBへの期待も必然高まらざるを得ないだろう。予防的利下げは結局のところ、「株価下落を予防する利下げ」であり、雇用・賃金情勢が大きく崩れなくても、株安を理由に再び利下げ軌道に復することは十分考えられる。昨年10～12月期における米株の上昇に行き過ぎ感を覚える向きは決して少なくないはずであり、株価下落に端を発する米金利のさらなる低下が為替市場にボラティリティをもたらす展開は絵空事ではない。

～調達通貨としてのユーロは巻き戻されるか～

次に②だ。2019年の世界経済減速の主因が欧州と中国だったことを思えば当然の論点である。年内にユーロ圏経済が復調に至り、ECBが(スウェーデンから連なる)正常化機運に押され1回でも利上げに至ることがあった場合、ユーロ買いに押されたドル売りは相応に発生する可能性がある。実際のデータを見ても、後述するように、ユーロは投機筋におけるショートポジションが常態化している。昨年の本欄では「安全資産としての円買い」、「リスクオフの円買い」が発生しなくなっている理由に関し、中長期的には対外直接投資の隆盛によって「売った円が戻って来なくなっている」という論点が重要だと主張してきた。これは一定の事実として今年も効いてくるだろう。

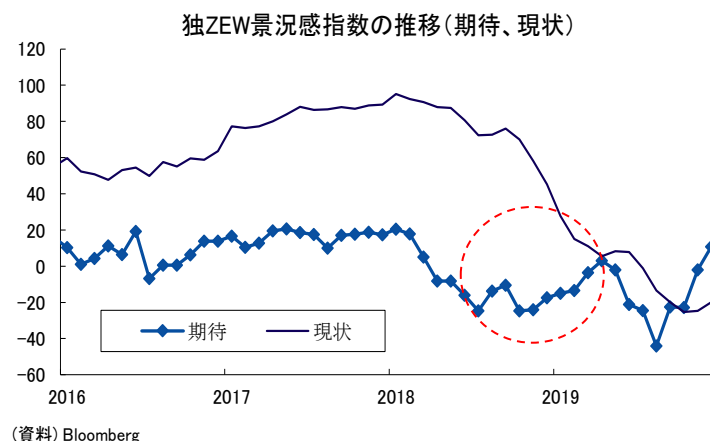
しかし、短期的にはかつて「リスクオフの円買い」の源泉として猛威を振るった「円キャリー取引の巻き戻し」が生じなくなっているからという指摘もある。つまり、「(A)低金利調達→(B)高金利通貨投資」というキャリー取引の(A)の部分に関し、円が選ばれ難くなっており、その代わりに選ばれるよ

うになっているのがユーロではないかという考え方も一理ある。というのも、キャリー取引の調達通貨に選ばれるには 2 つの条件がある。1 つが当面の間は低金利定着が見込めること。もう 1 つがボラティリティの低い通貨であること、である。いずれも現状の円はしっかり満たしているが、ユーロも満たしている。条件が同じならば流動性で圧倒的に高いユーロを選ぶ向きが増えるのは自然である。いや、名目実効為替相場(NEER)で見れば 2019 年(11 月まで)は円が+1.9%上昇であったのに対し、ユーロは▲1.9%下落なのでユーロの方がより「優秀な調達通貨」だったということになる(調達通貨が上昇してしまうとキャリー取引のリターンは侵食されてしまう)。実際、過去 1 年半、IMM 通貨先物取引を例にとると、投機筋のユーロ売り持ちは長らく続いており、この間に円は買い持ち転じる動きなども見られてきた経緯がある(図)。この種の取引は中央銀行の挙動、具体的には政策金利の変動に大きく反応しやすいと思われ、仮に ECB が(理由が仮に副作用対応であっても)利上げに転じれば大きな巻き戻しが発生する恐れがある。



もともと、そうなった場合の影響は大きいとしても、実際にそれが起きる可能性までもが大きいとは言えない。昨年の本欄²でも指摘したように、昨年のユーロ圏ひいては世界経済が減速した背景には自動車産業の低迷という事実があった。自動車産業の低迷の背景には 2017 年末で打ち切りとなった中国における自動車減税の反動と欧州における排ガス基準の厳格化という論点があった。欧州では「国際調和排出ガス・燃費試験法(WLTP) (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure: WLTP)」への移行が始まっており、2017 年 9 月から新規モデル、2018 年 9 月からは既存モデルにおける新規登録車について、WLTP に基づく排出ガス基準への適合が求められるようになった。近年の自動車産業、個別国で言えばドイツ経済の低迷の背景はこうした基準厳格化に応じて生産遅延が発生したり、販売コストが増加したりしたことで減産を余儀なくされたことが指摘されている。これらの規制は 2020 年 1 月(即ち今月)からさらに厳格化している。

かかる状況下、自動車産業の低迷に端を発していたユーロ圏経済ひいては通貨ユーロの低迷が 2020 年に回復軌道に乗るかどうかは怪しいと言わざるを得ない。過去 3 か月間で独 ZEW 景況感指数の先行指数がはっきりと上向いていることは救いだ(図)、2018 年 8 月以降も底打ちが本格化し、改善が約 8 か月にわたって続いていた。しかし、同年 9 月の排ガス基準厳格化などを経て実体経済が



² 本欄 2019 年 11 月 14 日号『欧州の「弱さ」の源泉～輸出拠点が裏目に出たドイツ～』をご参照下さい。

悪化し始めると、2019 年 5 月以降は急悪化したのである。今月に入ってから排ガス規制強化に地政学リスクの高まりも相まって、今回も同様の展開を辿ることはないのか注視する必要がある。こうした足許の状況を踏まえると、ECB が利上げに踏み込む展開があるとしたら、景気過熱を捉えた対応というよりも、「▲0.50%という大幅なマイナス金利はリバーサルレートである」という判断の下、副作用軽減という文脈から行われる意思決定になるだろう。スウェーデンのマイナス金利解除に加え、加盟国から上がっているマイナス金利への苦情を踏まえれば、副作用対応としての利上げならば決してあり得ない話ではない。

～米中貿易戦争における元相場の取扱い～

最後に③だ。もちろん、中国経済の行方は米中貿易戦争次第であり、その意味で年明け早々にフェーズ 1 の合意形成が発表されたことは良い滑り出しと言える。しかし、トランプ米大統領との「合意」にどれほどの確信を持つべきかは議論の余地が大きく、そもそも米国の政界における対中強硬色の強さはトランプ大統領の姿勢如何に拘らず根強いものがあると言われる。米中貿易戦争が完全解決を見るというのはやはり楽観的なシナリオと言わざるを得ないのだろう。

年内に限って言えば、大統領選挙が接近するに連れて、為替問題がクローズアップされるリスクも気にしたいところだ。もはや経常黒字大国ではない中国の人民元は自然と下落基調にあっても不思議ではない通貨だが、トランプ政権がそうした理論的に正しい理解をしてくれるとは限らない。いや、昨年 8 月以降、為替操作国に認定されているのだから、トランプ大統領の再選にとって有害と見なされれば追加関税などを通じていつでも難癖はつけられる状況だと考えるべきだろう。中国景気の減速、同国からの資本流出、人民元の下落がトランプ政権の癆に障る局面と重なれば、昨年 8 月の「7.0 突破問題」とこれに伴う為替操作国認定のような騒動に繋がりがかねない。そうなれば市場心理の悪化から世界的な株価下落や企業心理悪化がもたらされ、これに対応すべく FRB も動かざるを得なくなる。要は 2019 年と全く同じ展開である。当面は地政学リスクの帰趨に相場の流れが規定されそうな雰囲気強いが、今年も米中関連のヘッドラインで資産価格が決まりやすい側面は否めないところではある。

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12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
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	道標を失った為替市場～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)