

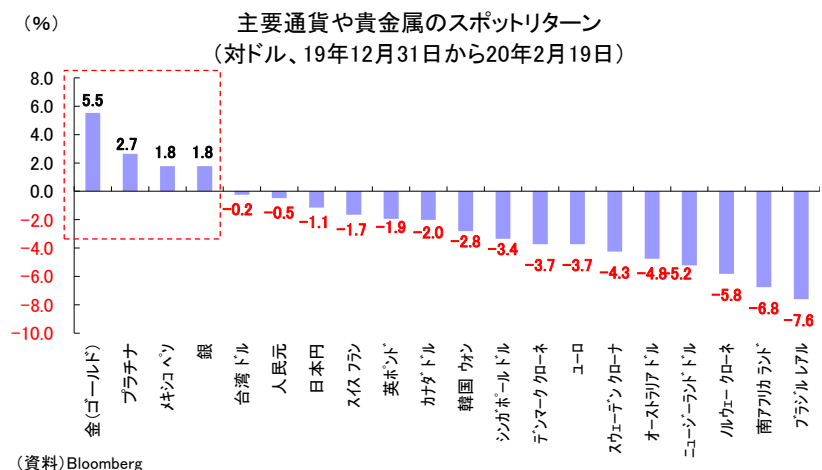
みずほマーケット・トピック(2020年2月19日)

危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇

為替市場ではユーロ相場の際立った弱さがクローズアップされており、対ドルでは約3年ぶりの安値水準。とはいえ、為替市場では殆ど全ての通貨が対ドルで下落している。水準はさておき、変化率で見ればユーロだけが特別というわけではない。片や、金やパラジウム、プラチナなどの貴金属は対ドルで上昇しており、いわゆる無国籍通貨としての強みを発揮している。世界的に金利が消滅する今、金の抱える最大の欠点「キャリー(金利)がない」という事実も比較劣位の理由となりにくくなっていそう。株式市場は堅調さを保っているが、為替市場では危機モードが続いているのが現状。とはいえ、金価格の上昇には危うさもある。金を求める王道の理由はインフレヘッジであったはず。しかし、世界的にデスインフレ状況が常態化する中、インフレヘッジに踏み切るインセンティブは決して大きくない。「希少性ゆえに買われている」という声もあるが、希少性が威力を発揮するかどうかは、究極的には有事の際にそれが交換手段として機能するかである。その点、ドルに勝る選択肢はない。有事に金を持っても決済に使えるわけではない。新型肺炎にかこつけた反射的な取引として奏功しているのだろうが、根拠は磐石ではない。

～危機モードが続く為替市場～

為替市場ではユーロ相場の際立った弱さがクローズアップされており、対ドルでは約3年ぶりの安値水準をつけている。ユーロ相場が突出して軟化している理由とは定かではないものの、やはり現下の新型コロナウイルス騒動において最も影響を被りそうな先進国・地域と考えられている節はある。昨日、議論した通り、中国経済の急減速はそのままドイツ経済の低迷を通じてユーロ圏



経済全体にヒットしやすい。それは巡り巡って ECB に緩和を強いるとの思惑がユーロ相場に影響しているのだろう。現状では米金利の下げも大きく、米独金利差で見ればむしろ米金利が相対的に落ち込んでいるのだが、▲0.50%というただでさえ深いマイナス金利がさらに深掘りされることへの懸念は根強いのだと推測される。とはいえ、図示されるように、為替市場では殆ど全ての通貨が対ドルで下落している。水準はさておき、変化率で見ればユーロだけが特別というわけではない。なお、殆どの通貨が対ドルで値を下げる中であって、円やスイスフランの下げ幅が穏当なものにとどまっていることも付記しておくべきかもしれない。危機時に買われやすい通貨がドル・円・スイスフラ

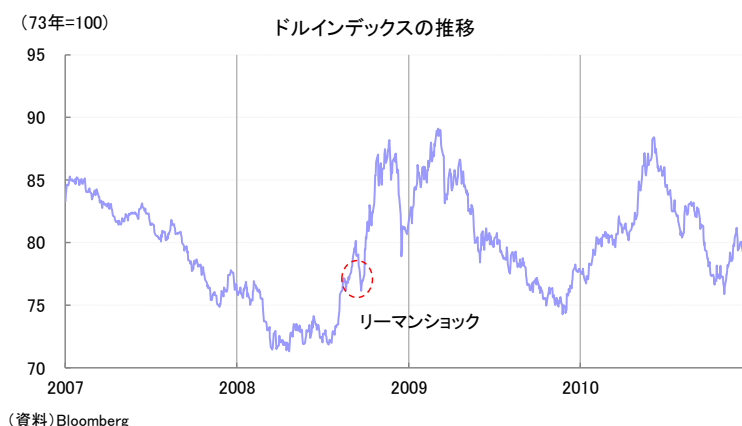
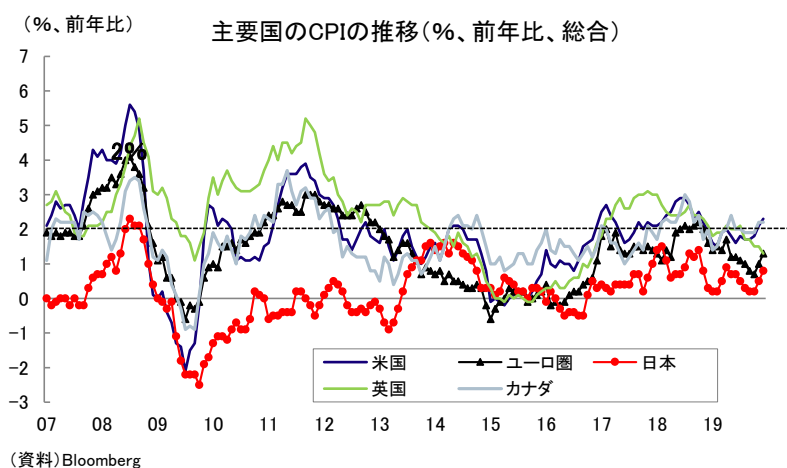
ンであるという伝統的な考え方はまだ失われていない模様だ。

片や、金やパラジウム、プラチナなどの貴金属はすべからく対ドルで上昇しており、いわゆる無国籍通貨としての強みを発揮していると言える。折りしも、世界的に金利が消滅しつつある今、金の抱える最大の欠点とも言える「キャリー(金利)がない」という事実も比較劣位の理由となりにくくなっているのだと思われる。昨日は金の先物価格が騰勢を強め、昨日の東京商品取引所では金の先物価格が過去最高値を更新している。プラチナも年初来で上昇した状態だ。株式市場は目に見えて動揺するような状況にはなっていないが、為替市場では危機モードが続いていると言える。

ちなみに、無国籍通貨である貴金属が対ドルで優位に立つ状況では商品価格全般が優位に立ちやすいように思われるが、原油価格は弱含みが続いている。また、同じ金属でも銅価格も底値からは値を戻しているが、1月の苛烈な下落を思えば自律反発の域を出ないものだ。それだけ実体経済への悲観的な見方が支配しているのが良くわかる。繰り返しになるが、こうした中でリスク資産である株に資金が集まっているのは「もはや株しか買うものがない」という受動的な理由からであろうか。株ならば定期的にインカム(配当金)も見込めるという発想は大分前から喧伝されている。

～金価格高止まりの正しさは？～

とはいえ、金価格の上昇には危うさも覚える。もちろん、金融市場は美人投票の世界であり、「皆が正しい」と思った動きが正しいものだ。金価格の高止まりは現時点における市場参加者の総意であり、それは1つの適切な価格形成でもある。しかし、金を求める王道の理由はインフレヘッジであったはずだ。将来の物価高進を踏まれば法定通貨の価値は毀損してしまうが、金であればそのリスクを回避できる。それが伝統的な金需要を支える理由だった。しかし、世界的にデysinフレ状況が常態化する中、インフレヘッジに踏み切るインセンティブは決して大きくないのが現状である。いまや物価が2%を突破して常態化する先進国は出てきそうにない(図)。一昔前には「これほどの金融緩和を続ければ、必ず非線形に物価が上昇する時が来る」という懸念から金を買われることもあったが、もはやその手の金融政策の効果に賭ける議論は流行りではあるまい。こうした中、「希少性ゆえに買われている」という声はあるだろう。同じ理屈で産出量に限界があると言われるビットコインも騰勢を強めている。



しかし、希少性が威力を発揮するかどうかは、究極的には有事の際にそれが交換手段として機能するかどうかではないか。言い換えれば、将来的に自身が欲する財・サービスを獲得する対価として金が受け取って貰えるかどうかという論点である。もちろん、受け取って貰えるケースもあるかもしれない。だが、その論点に照らした時、ドル以上に有用な資産はない。世界で一番流通し、価値尺度の単位としても一番使われているドルこそ危機モードが「本当に」極まった時に買われる筋合いがある資産であろう。リーマンショック直後、金が暴落して、ドル相場が急騰したのは(前頁図)、有事に金を持っていても誰かが決済に応じてくれるわけではないという実情を反映している。金を買うという動きは新型肺炎を加味した投資戦略の中で上手くいっている 1 つの取引と言えるが、それは強固な理屈の上に成り立っているわけではないという点も抑えておきたい。

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
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ボンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
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	「株価の膚」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、需払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割り定着か～
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～