

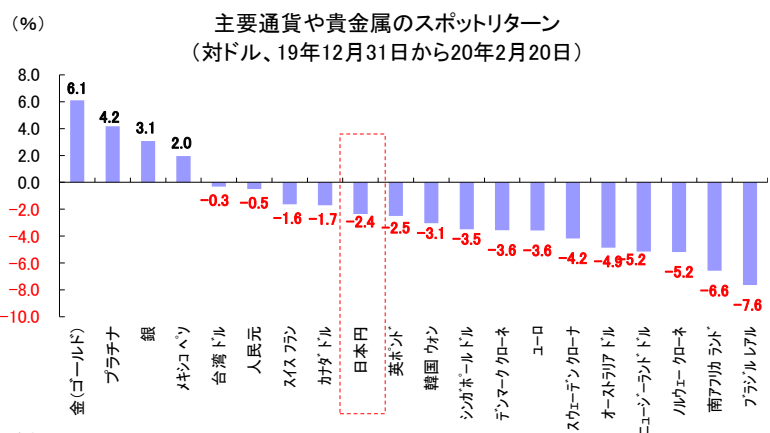
みずほマーケット・トピック(2020 年 2 月 20 日)

円急落は「日本売り」の結果なのか？

為替市場ではドル/円相場の 111 円突入が話題だが、基本的には「ドル高の一環」として整理する冷静さが必要。年初来でみれば、ユーロを含め対ドルで円よりも下落している通貨はいくらでもあり、現状は「リスク回避のドル買い」が表出した状況と診断すべき。さらに言えば、そのドルも金(ゴールド)やプラチナ、銀といった貴金属には負けている。市場ムードをリスクオンかオフで評価するならばリスクオフと考えるのが妥当。しかし、直近の円売りが確かに相対的に大きな震度を伴っているのも事実。こうした円安をどう解釈すべきか。足許でクローズアップされているのが「これは日本売りではないか」という解釈だが、筆者は 3 つの理由からこれに賛同できない。まず、日本経済にリセッション入りが見えているわけではなく悲観が行き過ぎている雰囲気があること。次に「日本売り」ならば日本株が買われるのは矛盾していること。最後に、「世界最大の対外債権国」というステータスが変わっていないことである。「日本売り」を喧伝したくなる気持ちは分からなくはないが、それは一過性の取引を正当化するだけのものという印象。

～これは日本売りなのか？～

昨日の為替市場では相変わらずドル全面高の地合いが続いているが、話題となっているドル/円相場の 111 円突入もあくまで「ドル高の一環」として整理する冷静さは欲しいところである。年初来でみれば、ユーロを含め対ドルで円よりも下落している通貨はいくらでもあり、現状は「リスク回避のドル買い」が表出した状況と診断すべきだろう(図)。さらに言えば、そのドルも金(ゴールド)やプラチナ、銀といった貴金属には負けている。市場ムードをリスクオンかオフで評価するならばリスクオフと考えるのが妥当である。

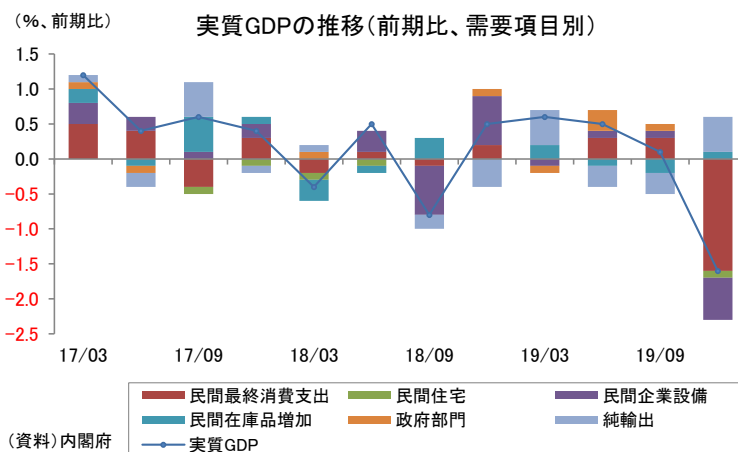


しかし、直近の円売りが確かに相対的に大きな震度を伴っているのも確かであり、過去 5 営業日(2 月 13～20 日)で見た対ドル変化率▲1.28%は主要通貨で最も大きい。ちなみに昨日つけている 111.60 円は昨年 5 月以来、9 か月ぶりの高値となる。こうした円安をどう解釈すべきだろうか。昨日の金融市場では中国における新型コロナウイルス感染者数の増加ペースが鈍化していること、中国政府が積極的な経済対策に踏み出すという観測が出ていること、FOMC 議事要旨がタカ派的に解釈されたことなど、そもそも「リスクオンで円売り」という定番の動きを正当化する材料があった。しかし、それだけで昨晚のドル/円相場の急騰を正当化するのは難しく、新味のある解釈が必要だろう。こ

の点、足許でクローズアップされているのが「これは日本売りではないか」という解釈である。

～「日本売り」と言えない 3 つの理由～

結論から言えば、足許の円安を「日本売り」と評価するのは尚早だろう。まず、日本経済への悲観が行き過ぎているように感じられる。確かに、先週発表された本邦 10～12 月期 GDP が前期比年率 ▲6.3% と極めて大きな落ち込みを見せた上に(図)、今期(1～3 月期)も新型肺炎を受けたインバウンド激減や自粛ムードによって低成長に陥る公算が大きくなっている。今週 18 日付の英フィナンシャル・タイムズ紙の一面トップには「Japan on brink of recession after coronavirus caps dire end of year/Tourism and supply chain hit, GDP data below forecasts, Consumption tax takes toll」と今の日本経済の惨憺たる状況を凝縮したヘッドラインが大々的に掲載されており、確かに「日本売り」を誘発しそうな「煽り」を感じる。しかし、10～12 月期の苛烈な落ち込みを踏まえれば、たとえ新型肺炎に伴う下押し(インバウンドや中国向け輸出の激減など)があってもマイナス成長に陥ることはあるまい。もちろん、「戻るはずだった成長余地が削られる」ことは否めず、それ自体は悲観材料である。しかし、10～12 月期の前期比年率 ▲6.3% には増税に加え、台風 19 号や統計の歪みなどの特殊な材料が混入している。日本経済が被っている大幅な下押し圧力がクローズアップされているところに新型肺炎に対する政府の危機管理能力の低さも嫌気されることで、一時的ながら「日本売り」という理屈がまかり通りやすくなっているという一歩退いた視線で評価したいところである。日本経済がリセッション入りすることが確定したわけではない。



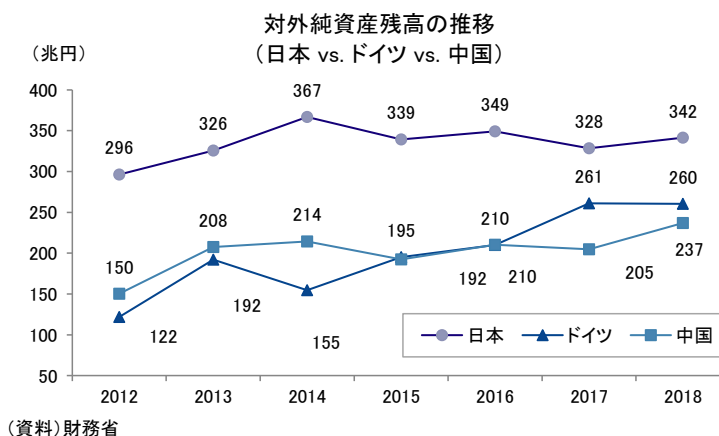
また、シンプルなる理由だが、本当に「日本売り」ならば日本株が買われるのは矛盾しているだろう。本稿執筆時点で日経平均株価を筆頭とする日本株は円安に嬉々として上昇している。株式市場参加者が単に直情的な反応を示しているだけでここからラグを伴って見直しの売りが入ってくる可能性もなくはないが、本当に「日本売り」で円安になっているのならば日本株が買われるのは理屈に合わない。円そして日本経済に見切りをつけるムードがそこまで強いとは言えないだろう。

～「世界最大の対外債権国」は不変～

最後に、「世界最大の対外債権国」というステータスが変わっていないことも指摘すべきである。そもそも低成長・低インフレ、巨額の政府債務、少子高齢化といった悪材料を背負いながらも円が安全資産と呼ばれてきたのは「世界最大の対外債権国」という看板があったからではなかったのか。2018 年末時点で日本は 28 年連続で「世界最大の対外債権国」であり、恐らく 2019 年末時点(今

年 5 月末発表予定)もそれは変わっていないことが予想される。確かに、近年はドイツからの猛追もあって「世界最大の対外債権国」というステータスを失う未来も視野に入っている。しかし、だからといって巨大な対外債権国であるという通貨の信認を語る上での最も大事な事実が変わるわけではない。昨晚からの円相場急落にかこつけて「日本売り」を喧伝したくなる気

持ちは分からなくはないが、それは一過性の取引を正当化するだけのものであり、普遍的な真理が変わったわけではないと整理したい。



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19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
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～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
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」という連～
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	「株値の腐」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	ブ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～