

みずほマーケット・トピック(2020年2月27日)

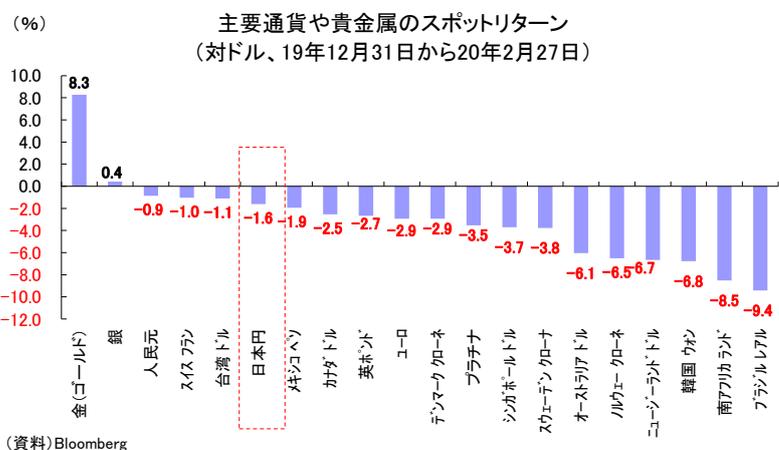
健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観

金融市場は引き続き新型コロナウイルスを巡る報道に振り回されている。先週末の本欄では「円安は日本売りの結果」と囃し立てる向きに異議を唱えた。今週に入り米国を筆頭として世界的に株価が急落しており、米10年金利が過去最低水準で推移する中、為替市場ではやはり円全面高が進行した。「安全資産としての円買い」は健在だったという整理で良いだろう。「世界最大の対外純資産国」という重要なファクトが不変であるにもかかわらず構造変化を謳うべきではなかったのである。足許では米10年金利が史上最低を更新しているが、日欧の金利低下は限定的である。米利下げ期待が強まる一方、「もうマイナス金利の深掘りない」という意識が日欧金利の下げを止めていると推測。結果として対米金利差は縮小、元々高かったドル相場に調整圧力がかかっているのが現状。「史上最低水準の米金利」と「歴史的な高値のドル相場」の併存という危うい「ねじれ」状態は米国の利下げ観測が強まる中で修正を迫られるのではないか。

～健在だった「安全資産としての円買い」～

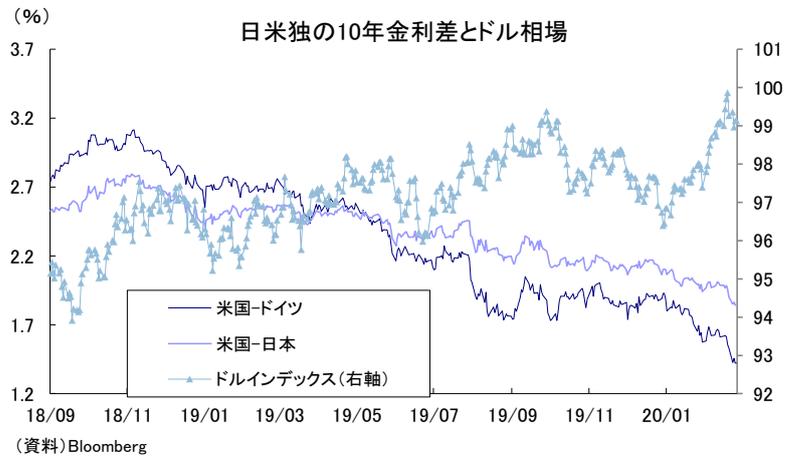
金融市場の値動きは引き続き新型コロナウイルスを巡る報道に振り回されている。先週末の本欄2020年2月20日号『円急落は「日本売り」の結果なのか?』では日本経済の失速や新型コロナウイルス対応を巡る政府への不安を煽って「円安は日本売りの結果」と囃し立てる向きに異議を唱えた。今週に入り、米国を筆頭として世界的に株価が急落しており、米10年金利が過去最低水準で推移する中、為替市場ではやはり円全面高が進行している。「安全資産としての円買い」は健在だったとしか言いようがない動きだろう。「世界最大の対外純資産国」という通貨の信託を議論する上で最も基本的かつ重要なファクトが変わっていないにもかかわらず構造変化や潮流変化を謳うことの危うさを改めて再認識することになったと言える。

ここで改めて年初来の対ドル変化率を見ると(図)、円は下落しているが明らかにその幅が限定されている通貨の1つだ。例えばユーロは円の倍の下落幅である。なお、これまで強かった貴金属がここに来て上昇幅を縮小している(プラチナは下落に転じている)が、株価が急落する地合いではこれを補填する意味合いでの貴金属の益出しが出やすいと言われている。それでも金(ゴールド)の上昇幅は突出しており、現在の金融市場が非常時であることを窺わせる。



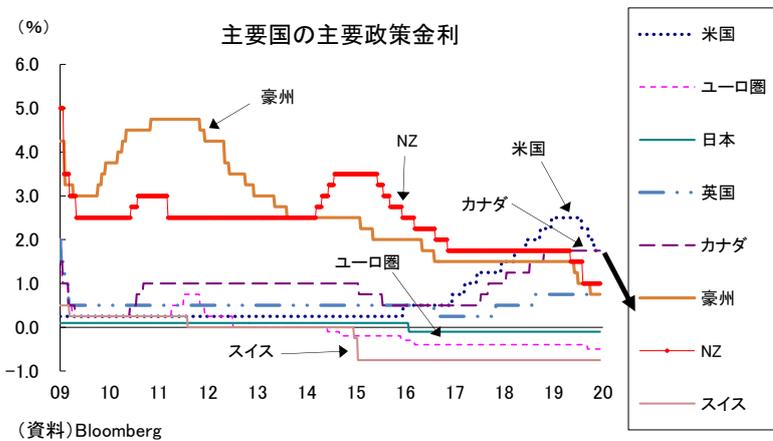
～縮小する対米金利差～

上述した通り、一昨日の米債券市場では10年金利が1.31%と史上最低を更新した。この傍らで10年金利に関し、ドイツは▲0.50%程度、日本は▲0.10%程度まで低下しているが、悲観が極まった昨年9月のケースでは米10年金利が1.40%台まで低下した際、ドイツと日本はそれぞれ▲0.70%程度および▲0.30%程度まで低下していた。よって、昨年9月と比較すれば対米金利差の縮小



はより顕著に進む格好となっている(図)。また、さらに言えば、今週に入ってから米金利低下において10年物に対する逆イールド化が顕著になっているわけでもない。ほぼ全年限に亘って低下している状況は、FRBの利下げを期待するものと見受けられる。もちろん、日欧の金融政策にも緩和期待は高まる状況と見受けられるが、同時に「もうマイナス金利の深掘りない」という意識も根強く、日欧金利の下げが限定されてる面がありそうである。結果として対米金利差は縮小、元々高かったドル相場に調整圧力がかかっているのが現状ではないかと思われる(図)。

一昨日から米金利、米株そしてドル相場が下落しているのは米疾病対策センター(CDC)がパンデミックに関し「起こるかどうかの問題ではなく、いつそれが起こるかの問題」と情報発信したことが契機だという解説が多い。それは一理あるのだろう。「日本売り」が中国に次ぐ感染大国である日本を意識したものだという説を信じるならば、CDCの発表はドルを手放す理由になる。しかし、恐らく



CDCが悲観的な見通しを示さなくてもこの相場展開は不可避だったのではないかと。仮に米国が無事でも日欧中といった世界経済の要所が新型コロナ対応に追われる状況は「予防的利下げ」を謳うには格好である。本欄では繰り返し論じている点だが、昨年は3回利下げしてもドルは高金利通貨と強弁できるだけの相対的優位性があった。しかし、今から3回利下げすればもうそうは言えない(図)。有事とはいえ、筆者は今のドル相場はやはり高過ぎると考えている。

～これから加速する悲観と試される安全資産～

なお、来週にかけては月初恒例の米ISM景気指数や各国PMI指数などが公表される。1月の良好な結果はぎりぎり新型コロナウイルス騒動に火がつく前のものだった。だからこそ株価も上がった

ていた。しかし、来週以降、相次いで発表される2月分のソフトデータは足許の混乱を存分に反映した結果が示されるはずだ。それが予想されたものとはいえ、相応のショックを金融市場にもたらす可能性が高い。その意味で経済・金融情勢に対する悲観は(実態がどうかは別に)まだピークではないという構えが必要と考えたい。

現在の金融市場では「史上最低水準の米金利」と「歴史的な高値のドル相場」が併存しており、それは米金利が(とりわけマイナス金利の円やユーロに対して)相対的に高いことで実現している「ねじれ」状態である。しかし、悲観が加速する中で米10年金利が1.30%を割り込み、いずれ1.00%という声も聞えてくればどうなるか。上述したように日欧金利は、マイナス金利の限界が囁かれる中でこの期に及んでも下げ渋っている。米金利だけが一方的に下がり、相対的にドル建て資産の投資妙味が優れていると言えなくなる地合いになってこそ、円やスイスフランといった安全資産の老舗通貨の地力が試されることになるはずである。

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、确实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21日	週末版(急避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
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	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデント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～
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②～
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②～
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債券相場～政治も金融も債券の足枷～
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～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
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	「株価の虞」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、露払いはしたいところ～)