

みずほマーケット・トピック(2020年3月9日)

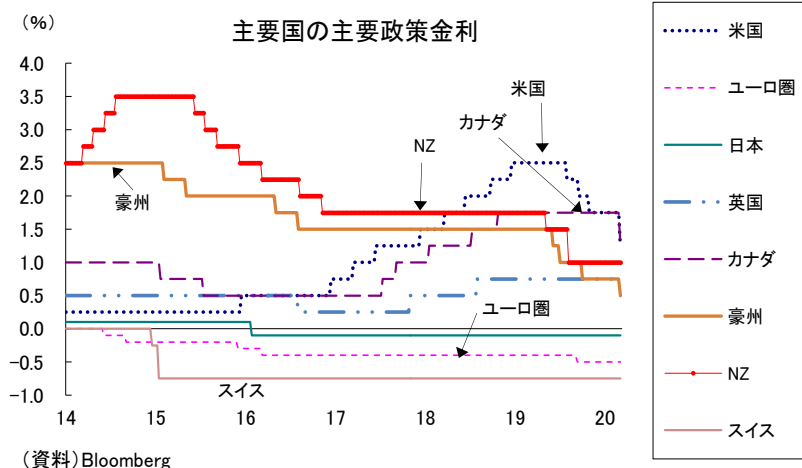
ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～

ドル/円は東京時間午前に 101 円台と約 3 年 4 か月ぶりの安値まで下落。不測の事態が相次ぐ中、市場が政策当局に寄せる期待は膨らむ一方であり、来週の FOMC に関し、約 85%が▲75bps の利下げを、約 15%が▲100bps の利下げを織り込んでおり、▲25bps はおろか▲50bps の利下げも文字通り「眼中に無い」という異様な状況。ここまで織り込んだ上でドル/円が 100 円を割り込んでいないこと自体、驚きである。だが、今後も下値を守れるだろうか。これまでも述べてきた通り、筆者は現下のドル安は、そのスピードこそ異常であるものの、方向感自体は必然の帰結と考えている。足許のドル安の契機はコロナショックに違いないが、米金利の動きに照らし、ドル相場の動きは明らかに高止まりが放置されてきたのも事実。予想できない分からない疫病の先行きよりも「元々存在した米金利とドル相場の歪みがようやく解消され始めた」という目線で現状と展望を描くことに努めたい。ドルインデックスはあと▲10%下落しても不思議ではない。

～市場に主導権を奪われた FRB～

ドル/円相場は本日東京時間午前に 101 円台と約 3 年 4 か月ぶりの安値をつけている。新型コロナウイルスの全世界的な感染拡大への懸念に加え、サウジアラビアによる歴史的な増産計画を受けてリスク回避ムードが強まっている。とりわけ後者に関しては、世界経済における原油需要がにわかに落ち込む中での突飛な動きであり、原油価格の大崩れが世界の経済・金融情勢に如何なる影響を与えるのか不安を引き起こしている。しかし、経済全体が供給制約を受け、「悪いインフレ」の到来を不安視する声も出ている中、原油価格の下落は不幸中の幸いという側面もあるだろう。

不測の事態が相次ぐ中、市場参加者が政策当局に寄せる期待は膨らむ一方である。現在、3 月 17～18 日の FOMC に関し、約 85%が▲75bps の利下げを、約 15%が▲100bps の利下げを織り込んでおり、▲25bps はおろか▲50bps の利下げも文字通り「眼中に無い」という異様な状況にある。むしろ、ここまで織り込んだ上でドル/円が 100 円を割り込んでいないこと自体、驚



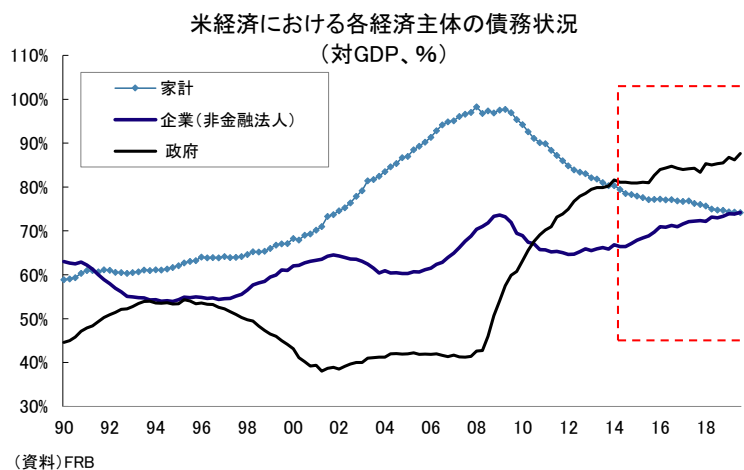
きである。しかし、今後も下値を守れるだろうか。あと▲75bps 下げれば、たった 2 週間で 7 枚 (175bps) 中 5 枚 (125bps) の手札を使わされたことになる。▲75bps が引き下げられた場合、FF 金利誘導目方は「0.25～0.50%」だ。仮にそうなれば先週 4 日、▲50bps したばかりのカナダ (1.25%)

とは大きく差が開き、NZドル(0.75%)や豪ドル(0.50%)と並ぶ。しつこいようだが、もう「高金利通貨だからドルを買う」という大義は立たなくなる(前頁図)。というよりも、金利水準での比較が本格的に無意味になる世界が近づいていると言った方が正確かもしれない。

とはいえ、これからの金利の下げ余地が大きいドルはやはり不利な立ち位置にある。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた市場の動揺に利下げという手段を割り当てた以上、感染が終息するまで市場は延々と同様の対応を求めるだろう。先週の本欄でも議論したが、臨時 FOMC を開催してまで▲50bps の利下げに踏み切ったことで市場不安が却って増幅され、その増幅された不安を見て FRB がさらに利下げに踏み切るというループに入っているように見受けられる。臨時会合自体、サプライズなのだから▲25bps で良かったはずだ。文字通り、ブラインダー元 FRB 副議長が述べた「自分の尾を追う犬」の状態である。政策当局としては完全に主導権を奪われた状態と言える。

～企業債務の「質」の悪さも政策判断に影響か～

これほど迅速かつ大胆に利下げする背景には歴史的な高水準に達している企業債務への配慮があるのではないかと指摘もある。図示されるように、米国経済における債務の積み上げ状況を見ると、家計部門は未だにバランスシート調整の途上にあるが、企業部門は順当に債務を積み上げてきた。とりわけ、その債務の「質」が良くないものであることは頻りに指摘されてきた。2月7日にFRBが公表した金融

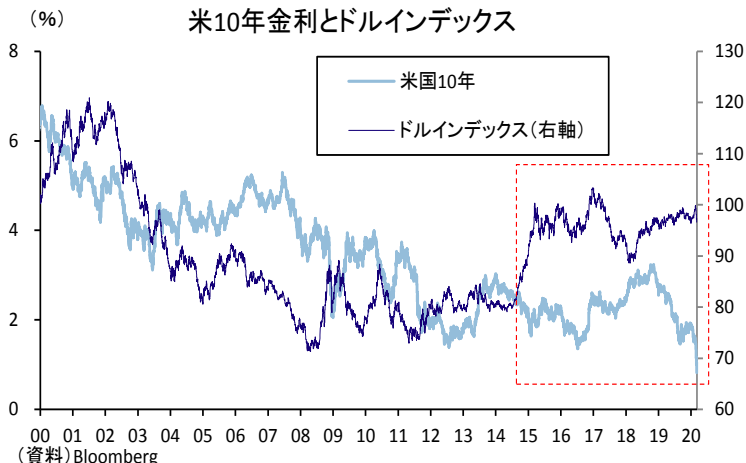
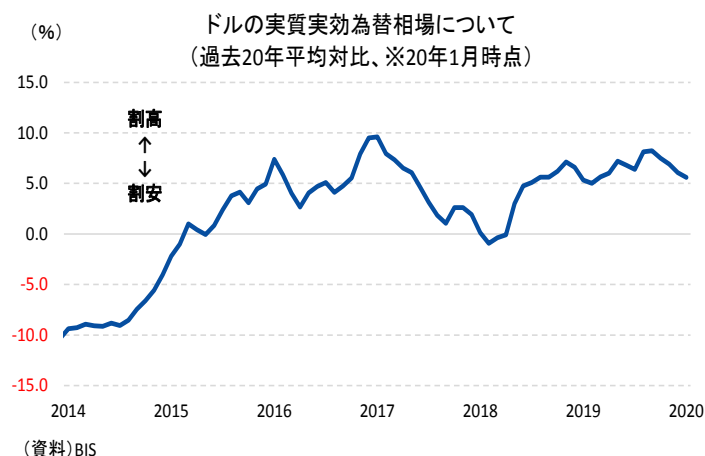


政策報告書でも資金調達環境におけるリスクとして投資適格級で発行された債務の約半分以上が BBB で発行されているという事実言及があった。これは、仮に経済環境が悪化した場合、一気に投機的等級(BB 以下)に格下げされる企業が相次ぎ、社債市場で大量の売りが発生する可能性を懸念したものであった。経済・金融情勢の悪化が五月雨式に社債市場の底割れに繋がり、企業部門の消費・投資意欲を毀損する経路を FRB は懸念していたのであり、こうした事実を思い返せば、今回の電撃的な利下げも理解できる。

～ドル安は当然の帰結～

だとすれば、積み上がった企業債務を尻目に追加利下げが重ねられる可能性は低くない。これに付随するドル安もまだ想定すべきだろう。これまでも主張してきたが、筆者は現下のドル安は、そのスピードこそ異常であるものの、方向感自体は必然の帰結だと考えている。このように相場が急激に動いている時は実質実効為替相場(REER)のような長期的な価値尺度で現状を評価しておきたい。今次ドル高局面は2014年6月から始まっている。2015年以降、ドルのREERは常に長期平均を上回っており、とりわけ過去2年(2018～19年)に至っては+5%以上で推移している。2017年に1度、大きめの修正を経験しているが、その後長期平均を割り込むことはなく、再びドル全面高

の局面へ回帰した。REER が要求する修正の方向や幅が絶対だということはありませんが、過度な歪みが放置され続けるのも違和感がある(図・左)。足許のドル安の契機はコロナショックに違いないが、遅かれ早かれドル高の修正は不可避であったというのが筆者の従前からの基本認識である。米金利の動きに照らしたドル相場(日次ゆえドルインデックスを使用)の動きを見ても明らかに高止まりが放置されてきた(図・右)。繰り返しになるが、ドル安は必然の帰結と考えたい。



～ドル/円相場の水準感～

ドルの対円相場の水準に関しては様々な考え方があろうが、「100～105 円」のレンジが国際機関の算出する絶対的購買力平価(OECD の2019 年試算値は103 円、世銀の2018 年試算値は101 円)と近いことはよく知られている。また、最近定期的に取り上げられる日経センター試算の均衡レートは「107～108 円」と示されることが多く、やや円安気味である。しかし、それでも「110 円以上の円安は過剰」という考え方は残る。こうした節目に対する解釈は、見通し策定において基本的に有用だと筆者は考えてきた。『中期為替相場見通し』では今後1 年間(2021 年3 月末まで)の下値を100 円、着地を103 円と想定してきたが、混乱の発端となる疫病リスクの着地が全く見えない中で、これを割り込む可能性も視野に入り始めている。FRB による利下げ幅が月間で100bps に及ぶ展開などは想定しようもなく、下方修正は不可抗力であろう。これは本

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
54.7	購買力平価(輸出物価、73年基準、2020年1月)
70.6	購買力平価(輸出物価、80年基準、2020年1月)
71.4	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2020年1月)
75.0	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2018年11月)
89.4	購買力平価(企業物価、80年基準、2020年1月)
95.3	購買力平価(企業物価、73年基準、2020年1月)
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
99.2	購買力平価(消費者物価、80年基準、2020年1月)
99.8	19年3月時点の採算レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
101.4	購買力平価(世界銀行、2018年)
102.5	2020年3月9日時点のレート
103.0	購買力平価(OECD、2019年、GDPベース)
107.0	日本経済研究センター試算の均衡レート(19年6月)
108.7	想定為替レート(日銀短観、2020年1月調査、通年)
111.2	19年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
121.7	購買力平価(消費者物価、73年基準、2020年1月)
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
159.0	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2016年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

欄がリスクシナリオ¹で提示してきた「疫病リスク」が実現する局面と整理すべきである。

重要なことは、思索をめぐらせても分からない疫病の先行きよりも、「元々存在した米金利とドル相場の歪みがようやく解消され始めた」という目線で現状と展望を描くことだろう。過去 1 年半余りで長期金利が 4 分の 1 (18 年 10 月:3.2%→20 年 3 月:0.8%) になったにもかかわらず、その通貨の価値が高止まりするということは基本的にあり得ないはずである。過去 6 年弱、ドル高相場が続いてきたことが異例だったのであり、新型コロナウイルスは契機を与えたに過ぎないと考えたい。

ちなみにドルインデックスがドル高局面の出発点である 2014 年 6 月付近まで回帰するとした場合、ドル相場はあと▲10%程度下落が必要になる(3 月 9 日現在で約 95、2014 年 6 月平均で約 80 である)。これはドル/円相場で言えば 95 円割れを展望する話である。もちろん、全てを対円で調整する必要はなく、何より本邦の対外債権構造の変化もあるため、かつてより円相場は上昇しない可能性もある。だが、今月にも 2014 年 6 月当時の FF 金利(0.00～0.25%)に戻る可能性が囁やかれている中、ドル/円相場が再び 100 円割れの世界を見るシナリオは視野に収めるべきである。

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、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。

¹ 本欄 2020 年 2 月 28 日号『メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～』をご参照下さい。

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3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初末変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
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
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～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	ボンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレグジット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)