

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 7 日)

「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～

過去 2 か月間、金融市場は激しい相場を経験しているが、為替市場の動きは比較的穏当である。やはり各国間の政策金利差が殆ど消滅した世界では、為替は動意を失うというのが 1 つの答えだろうか。とはいえ金利だけが為替の変動要因ではなく、需給や物価なども無視できない影響力を持つ。本欄では今一度、これからの要因に沿って現状の立ち位置を整理したい。もちろん、「金利差なき世界」だからといって、米国がマイナス金利を採用する可能性まで視野に入れば、金利が完全に説明力を失ったとまでは言えない。FRB マイナス金利を導入し、深掘りしていけば、どこかで転換点(tipping point)に差し掛かりドル売りが始まるという可能性も。片や、需給や物価は相変わらず円高圧力を示唆している。目先の混沌とした状況から目を離し、大きな絵(big picture)を把握してから、中長期の予想を立てることが最終的に報われると考えたい。後に「何故そうならなかったのか」を考える上でも基本に立ち返ることは非常に重要である。

～お世辞にも動意があるとは言えない為替市場～

昨日の金融市場でもリスクオンムードが続き、NY ダウ平均株価は前週末対比+1627ドルの 2 万 2679ドルで終えた。NY において 1 日当たりの死者数が初めて減ったこと、死者数の増勢が落ち着き始めていることなどが新型コロナウイルスの感染拡大懸念を後退させている。こうした兆候はイタリアにも現れ始めており、欧米市場でのリスク許容度改善が相場動向をけん引している。かかる状況下、ドル/円相場も 109 円台と直近高値圏で推移しているが、お世辞も動意がある状況とは言えない。過去 2 か月間、金融市場は激しい相場を経験しており、為替市場もその例外ではないのだがドル/円相場は概ね 100～110 円という近年の大まかなレンジに収まっている。これはドル/円相場に限らず、ユーロ/ドル相場でも同じようなことが指摘できる。やはり各国間の政策金利差が殆ど消滅した世界において為替は動意を失うというのが 1 つのもっともらしい答えなのだろうか。

～「金利差なき世界」の道標～

もちろん、金利だけが為替の変動要因ではなく、他にも需給や物価、その他ニュースフローも無視できない影響力を持つ。また、米国がマイナス金利を採用する可能性まで視野に入れば、金利が完全に説明力を失ったとまでは言えないという意見もあろう。「金利差なき世界」においては、今まで以上に金利以外の要因を見つめる重要性が相対的に

為替市場の基本的な変動要因

①金利【短期】

- 政策金利、国債金利

②需給【短～中期】

- 貿易・経常収支、対外債権・債務

③物価【長期～超長期】

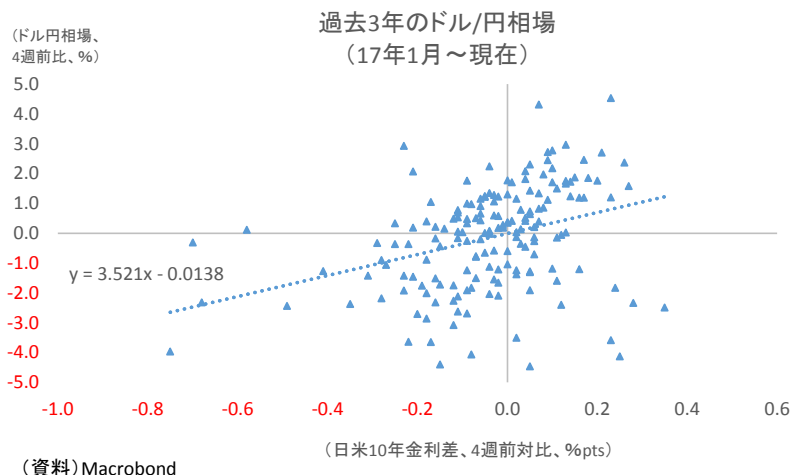
- CPI、PPIetc

④その他【短期】

- 各種ニュースフロー(地政学リスク含む)

増すだろうが、万が一、FRB マイナス金利を導入し、深掘りしていけば、どこかで転換点 (tipping point) に差し掛かりドル売りが始まるという可能性もある。その意味で金利も重要ではある。

とはいえ、図示されるように、現時点では日米金利差とドル/円相場に安定した関係は無い。マイナス金利深掘りでドルが売られるとしても、「1bps で〇円程度」という線形関係を前提にした思考回路ではなく、マイナス金利導入というイベントが堰を切ったようにドル売りを誘発するかどうかというトリガーとして注目することになる。金利「差」という観点から水準を推測する

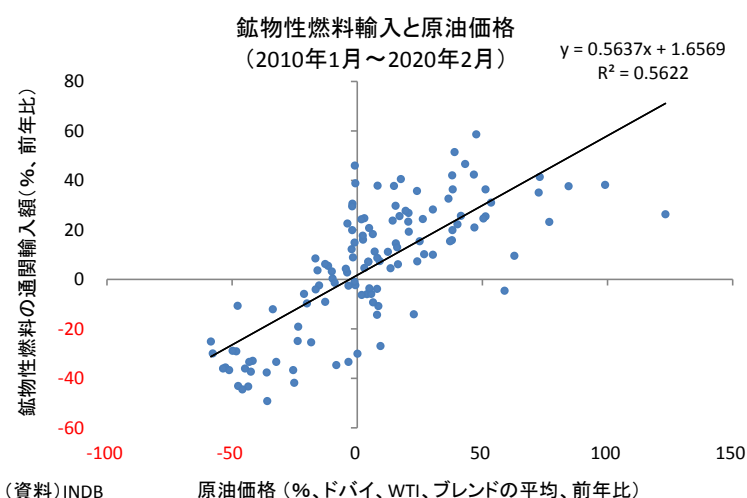


ような状況ではなく、限界的な変化幅が小さくなる中で価格形成に与える影響も当然小さくなる。

例えばマイナス金利となったドルをリザーブプレーヤー (外貨準備の運用主体) がこれまで通り持ち続けるだろうか。過去の本欄でも繰り返し議論したが、世界の外貨準備におけるユーロ比率が際立って低下したのは欧州債務危機を通じた単一通貨圏瓦解への懸念もさることながら、2014 年 6 月に ECB がマイナス金利を導入したことがトリガーになったという見方もある。ECB が四半期に一度公表する「ユーロ圏投資ファンド調査」で域内投資ファンドの域内資産・域外資産保有比率 (域内資産残高 ÷ 域外資産残高) が顕著に低下し始めたのはやはりその頃からであった。それでもこの非常時にドルを手放す主体はそうそう出てこないという考え方はあるが、金利という観点から為替市場を展望するにあたっては「マイナス金利導入がトリガーを引くドル離れ」という極端な展開は頭の片隅には置いておきたい。その上で金利差というシンプルで分かりやすい理屈で相場を説明する局面は当分戻って来ないと考えをベースに持っておくのが良いのではないと思われる。

～需給は円高方向を示唆、原油急落の影響も～

金利に並んで重要な為替の変動要因は需給と物価である。この点については過去の本欄でも繰り返し議論を重ねてきた。まず、需給は円高・ドル安を示唆している。ストック面では「世界最大の対外債権国」というステータスが変わらず、これをもたらすフロー面での「経常収支黒字国」というステータスも当面は第一次所得収支を基軸として盤石である。こうした事実はこれまで



何度も論じてきたので今回は詳述しない。重要なことは世界最大の対外債権と対外債務の「差」を

円高以外の何で説明するというのか、ということだ。この事実は今後数年、簡単に変わらないだろう。

また、これまでとは異なった視点として、原油価格急落の影響がどのように出てくるのかという視点も重要になる。というのも、日本の輸入において全体の 4 分の 1 が鉱物性燃料であり、鉱物性燃料は当然、原油価格に大いに左右されるという実情がある。ラフな試算だが、原油価格 1% の変化は鉱物性燃料の輸入額を 0.5% 程度変化させる(前頁図)。原油価格は年初から▲60% 以上下落していることを思えば、鉱物性燃料の輸入額は▲30% 以上落ち込むことになる。鉱物性燃料の構成比(25%)を踏まえると輸入額全体を▲7.5% 押し下げる効果がある。これに加え、国際貿易取引が途絶していることから鉱物性燃料だけではなくあらゆる財の輸入が減少すると思われる、輸入額は全体としてさらに減少するだろう。もっとも、同じ理屈で輸出も減少すると思われるため、貿易収支全体への影響は非常に読みづらい。しかし、多くの貿易財が数量要因で減少を余儀なくされるのは想定範囲内としても、鉱物性燃料は数量要因のみならず価格要因でも劇的な影響を受ける。当面の貿易収支動向として、輸入急減を通じた黒字方向への転換という可能性は念頭に置きたい。

～物価も円高方向～

最後に物価だが、これも円高圧力を感じさせるものだ。各国間の物価格差は明らかに前回の金融危機以降で縮小している(図)。この意味で金利格差に次いで物価格差も消滅する時代に入っていると見え、為替相場を考える上での重要な決定要因の 1 つがまたも失われつつあるという印象を抱く。とはいえ、日本が依然として「相対的にデフレ気味



の国」であることに変わりはない。為替は相手がある話であり、理論的には物価上昇率が劣る部分は将来的な通貨高で清算することになる。

もちろん、そうした考えから導かれる購買力平価(PPP)は物価の種類に応じて多様であり、スポット価格も PPP に居る時間が最も短いため、PPP に全幅の信頼を寄せるのは正しくない。しかし、次頁表に示されるように、あらゆる物価を用いて PPP を計算してみても、ドル/円相場の 110 円以上というのはさほど有力な節目が無い。国際機関や民間シンクタンクの算出する PPP、一般的な物価指標(消費者物価指数や生産者物価指数など)から導かれる PPP などやはり 110 円未満、とりわけ 105 円未満に多いという印象が相変わらず強い。日々の為替取引が物価尺度に応じて行われるわけではないが、過去 30 年余りを振り返ればドル/円の歴史は「円高の歴史」である「デフレの歴史」でもあったことは尊重したい。一抹の不安としては、昨日の本欄でも述べたように、コロナショック後の世界ではグローバル化が退潮気味になり、一物一価の法則が必ずしも徹底されない世界が到来するかもしれない。これはスポット価格が PPP に収斂する過程を阻害するものであろう。

突如、「金利差なき世界」が到来した上に「非常時のドル買い」も重なったこともあって為替市場はこの上なく読みが難しい状況に直面している。しかもその「非常時のドル買い」にしても、米国内で高止まりするLIBORを横目に、米国外では対ドルでのベースコストに関し、円やユーロがプレミアム(つまりドル余剰)に転じるなど、現状を正確に把握するにあたって複眼的な視座が要求される状況である。こうした混沌とした状況を前提にすると、まずは一旦目を離し、大きな絵(big picture)で足許を把握してから、中長期の予想を立てることが最終的に報われるのではないかと筆者は考えている。また、仮にその通りの展開とならなかったとしても、正確な現状把握に基づく予想は「何故そうならなかったのか」を後から反省するのにも大いに役立つはずである。日々の感染者数の推移や政府の動きは極めて重要であり、これが価格形成に影響力を有するのは致し方ないが、最も分かりやすい道標である金利差を失った今、「木を見て森を見ず」とならないように心掛けたい。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
55.5	購買力平価(輸出物価、73年基準、2020年2月)
71.4	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2020年2月)
71.6	購買力平価(輸出物価、80年基準、2020年2月)
75.6	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2018年11月)
89.7	購買力平価(企業物価、80年基準、2020年2月)
PPP の コ ア ン ソ ン	95.7 購買力平価(企業物価、73年基準、2020年2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)
	98.8 購買力平価(消費者物価、80年基準、2020年2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)
	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)
	108.0 想定為替レート(日銀短観、2020年3月調査、通年)
	109.8 2020年4月7日時点のレート
	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」)
	121.1 購買力平価(消費者物価、73年基準、2020年2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。

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4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
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～
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減した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～年初来変化率がプラスに～
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?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	「株価の廣」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」～