

## みずほマーケット・トピック(2020年4月14日)

## 「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～

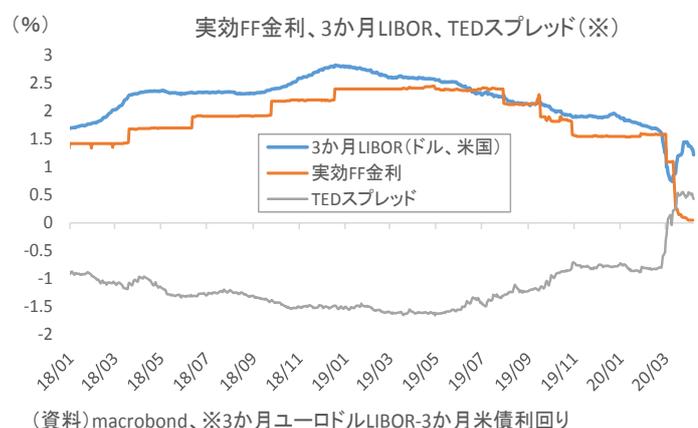
3月中旬～下旬にかけて高止まりが注目されてきたロンドン銀行間取引金利(LIBOR)によりやくピークアウトの兆しが見られ始めている。3月に直面した苛烈な悲観相場はひとえにLIBORの上昇や高止まりなどに象徴される金融機関同士の相互不信の中で起きたことであり、FRBの大幅利下げでも殆ど改善されることがなかった。また、この際、ベースコスト上昇などに現れる「ドル調達難」も発生していた。ドルが調達できなければ多くの経済主体が混乱に陥る。米国債や日本国債、ドイツ国債といった安全資産の代表格まで一時的に売られたのは「ドル調達難」と無関係ではない。FRBの一連の策を受けてベースコストは大幅な改善を果たしたが、ここに来てLIBORにも低下の兆しが出始めている。金融市場が相互不信やドル調達難に根差した「超リスクオフ」とも言える状況から「普通のリスクオフ」と言える状況に変遷していくのか注目する段階だろう。為替市場においては米金利低下に応じたドル売りに構えたいところ。

## ～「諦めの1年半」が始まっているのか～

金融市場はもはや定例の基礎的経済指標ではなく主要国の感染者数や死亡者数、その傾向的な推移が経済指標を代替するような状況にある。「感染なかりせば経済は直ぐに戻る」がコンセンサスであるため、これは自然だろう。12日、CBSの番組においてカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が「ワクチンが開発されない限り、米経済は18か月にわたって活動の閉鎖と再開が繰り返される可能性」に言及したが、現時点ではこれが現実的な見方に近いように感じられる。端的には「諦めの1年半に備えよ」というメッセージであるが、同総裁がハト派筆頭格のメンバーであることを差し引いても、さほどの外れな見方ではあるまい。その意味で現在の米国を中心とする株式市場の騰勢が果たして悲観の第二波に備える必要が果たしてないのかは非常に気がかりである。

## ～「超リスクオフ」から「普通のリスクオフ」へ～

ところで3月中旬～下旬にかけて高止まりが注目されてきたロンドン銀行間取引金利(LIBOR)によりやくピークアウトの兆しが見られ始めている。3月に直面した苛烈な悲観相場はひとえにLIBORやTEDスプレッド(3か月ユーロドルLIBOR-3か月米債利回り)の上昇などに象徴される金融機関同士の相互不信の中で起きたことであり、FF金利を大幅に下げても改善されなかった(図)。また、



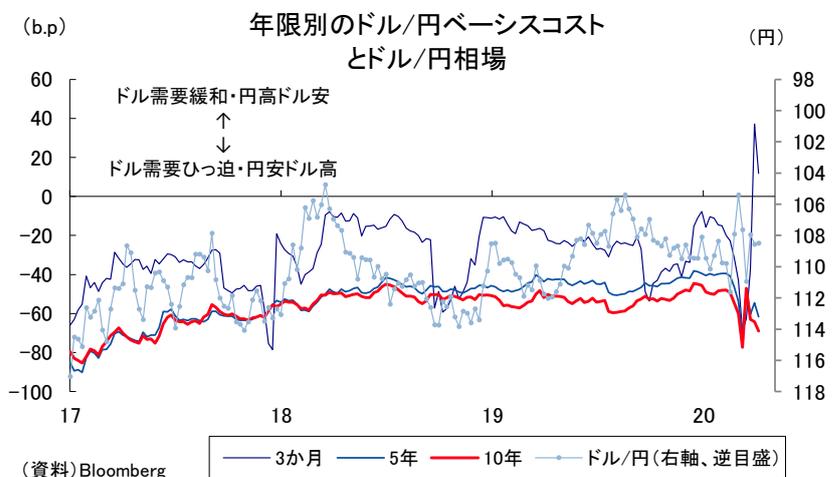
この際、ベースコスト上昇などに現れる「ドル調達難」も発生していた。ドルが調達できなければ金融機関は様々な決済ができず、破綻に追い込まれる取引主体も出てくる可能性がある。企業部門でも外貨不足から輸入に対応できず、貿易取引ひいては実体経済の停滞を招く展開が懸念される。3 月半ばに見られた資産価格の暴落や結果としての相互不信の高まりはドル欲しさに手元資産を売却するという市場行動の結果でもあったと考えられる。安全通貨と言われていた円が売られたばかりか、米国債や日本国債、ドイツ国債といった安全資産の代表格のような金融資産まで手放されたのは「ドル調達難」と無関係ではない(よって「円は安全資産ではなくなった」は極めて枝葉末節の議論であり全体が見えていないものである)。ちなみに金融機関が実態としてドル不足に陥っていたというよりも、「これからそうなるのではないか」との恐怖感が自己実現的にドル調達難とその結果としての相互不信を招いたという意味で、現在世の中で起きている医療物資や食料などの買い溜めに走る動きと酷似している。

迅速かつ大規模で使い勝手の良いドル調達スキームの提供は非常時に最も求められる中銀政策の 1 つとして市場では周知されている。ここにきて後述するベースコストの大幅改善に加え、LIBOR の低下も見られ始めているのは、金融市場がドル調達難に根差した「超リスクオフ」とも言える状況から「普通のリスクオフ」と言える状況に変遷していく過程として注目したい。

### ～決死のドル供給～

念のため、ドル調達難に対して FRB が迅速に動いてきたことを簡単に整理しておく。3 月 3 日、FRB は臨時 FOMC を開催して 50bps の利下げに踏み切り、同 16 日にも 2 度目の臨時 FOMC を開催してゼロ金利政策への回帰を量的緩和政策 (QE) の再稼働を決定した (23 日には 3 度目の臨時 FOMC が開催され QE は無制限になった)。また、同日には主要 6 中銀による、ドル資金供給策の拡充が決定され、市場の緊張緩和という観点からはこれが最も好感されるものだった。この決定でドルスワップ協定の適用金利が「OIS + 0.50%」から「OIS + 0.25%」へ引き下げられ、流動性の供給期間も既存の 1 週間物に加え 3 か月物 (84 日物) が加わった。さらに、1 週間物は週 1 回だったものが毎日の実施に切り替わっている。ちなみに 19 日にはこうした措置はブラジル、デンマーク、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデンなど 9 か国に拡げられている。

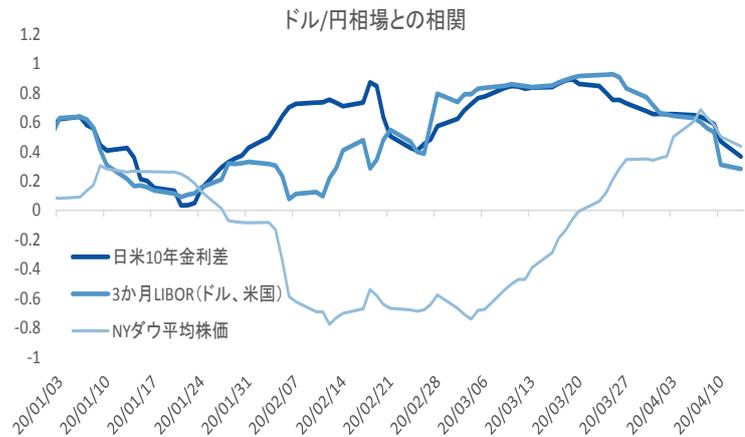
こうしたドルスワップ協定の強化を通じて FRB 以外の中銀はより好条件でドルを獲得し、これを所管の国内銀行部門に供給することができるようになった。今やユーロも円も対ドルでプレミアム(すなわちドルが余っている)という状況まで改善している(図)。この意味で「海外におけるドル調達難」は大幅に解消されている。こうした状況に遅れて LIBOR が下がり始めて



いることで、ようやく「普通のリスクオフ」に近づいているのが現状であるように思われる。

～「普通のリスクオフ」では円買い優勢に～

ドル調達難や相互不信の解消という論点は為替市場を展望する上でも重要である。「超リスクオフ」の局面ではドル調達が難しくなることから為替市場でも自国通貨を手放してドルを買いに行こうとする動きが出やすかったと考えられる。事実、安全通貨と言われ円やスイスフランも下落し、例えば円は3月24日に対ドルで111.70円をつける展開が見られた。これはLIBORが騰勢を強めていた時期と重なる(最も高かった



(資料) macrobond、前週差について相関を計算

のが3月24日を含む23日週だった)。図はドル/円相場と日米10年金利差、3か月LIBOR、NYダウ平均株価の相関を見たものだ。3月を境にしてドル/円相場とLIBORの相関が高まっているが、これは短期金融市場における相互不信の高まりとその背後にあるドル調達難が相まってドル需給がひっ迫し、円安・ドル高が進んでいた局面と整合的である。日米10年金利差との相関はそれ以前から相応にあったが、3月に入ってから相関の度を強めたという意味ではLIBORが目につく。景気が良好でFRBも順当な利上げサイクルに入っている時もドル/円相場とLIBORの相関は高まるが、今回はLIBORの上昇と高止まりが「超リスクオフのドル買い」と併存している状況である。4月入り後、LIBORが落ち着き始めてから相関は大きく低下しており、その一方でNYダウ平均株価との正の相関が戻りつつある。これはドル/円相場にとって「平時の姿」に近づいているということではあないか(LIBORとの相関が最も高かった頃、株価との相関はゼロ付近だった)。あくまで足許のラフなイメージに過ぎないが、相場の雰囲気の変遷をたどる参考になる。

上述したように米国外のドル調達難は解消しており、今後はLIBORの継続的な低下が金融機関同士の相互不信解消を示すことになるかどうかが当面の注目点であろう。この段階に及べば「超リスクオフのドル買い」は完全に鳴りを潜め、「普通のリスクオフ」の下で米金利低下に応じたドル/円相場の水準調整(円高・ドル安)が進むのではないかと。実際、足許では円のじり高が進んでいる。

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](mailto: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](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10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情~このペースではあと半年が限度~)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ~移行期間は延長不可避の情勢~
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座~big picture~
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~「不要不急で自滅」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政策理事会プレビュー~実質的なデビュ戦~
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	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~
	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」の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版