

みずほマーケット・トピック(2020 年 9 月 23 日)

## 越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～

金融市場では数々の不安材料が多発していることを受けてリスクオフムードが支配的となりつつある。東京連休明けの市場はやや持ち直しているが、政治・経済・外交その他全てが新型コロナウイルスに関して「無事に冬を乗り越えられるか」という越冬リスクを恐れながら動いていることが感じられた。今回、安全資産の代表格のように囃し立てられてきた金もその越冬リスクの前には存在感は示せなかった。株価下落などを補填する「換金売り」で含み益の実現が企図されているとの解説が目立つが、そもそも本当に危なくなった時に換金される資産は安全資産として「位(くらい)」がそれほど高くないように思われる。一方、買われたのはドルと円だった。結局、「有事のドル買い」と「世界最大の債権国通貨の円買い」は最も深刻なリスクオフ局面、今回で言えば越冬リスクを前にしても耐性を発揮できるということが分かった。「金は果たして絶対的な安全資産と言える存在なのか」という問題意識が今回、改めて提示された印象。

### ～不安材料が満載～

金融市場では数々の不安材料が多発していることを受けてリスクオフムードが支配的となりつつある。英国でロックダウンが再開されるとの一報を皮切りに欧州における新型コロナウイルスの感染拡大第二波懸念が悲観ムードを駆動している。ジョンソン英首相は 3 月導入のロックダウンよりも緩和された措置を言明しており、大半の経済活動は継続される模様である。支持率低迷に喘ぐジョンソン政権が感染拡大を政治利用しているのではないかと声もあるが、新規感染者数が欧州で増えているのは事実であり、フランスでもロックダウンの再導入検討がなされているという。このままいけば恐らくは英国の EU 離脱交渉スケジュールにも影響してくるだろう。実情としては新規感染者が増えても死者数は殆ど増えていないという点で春とは状況が大きく異なるはずだが、元々あった秋冬の感染拡大に対する潜在的な懸念が顕在化しているということなのだろう。

また、新型コロナウイルス関連だけではなく、米議会で依然まとまる気配が見られない追加経済対策(厳密には第四弾)への懸念も重荷になっていそうである。元より大統領選挙直前という繊細な時期ということもあり、追加経済対策の議論は着地点が見えない状況が続いていたが、ルース・ギンズバーグ米連邦最高裁判事の死去を受けてさらに政治的駆け引きの収束が難しくなっている。トランプ米大統領は今週 25 日にも後任候補の指名をする意向だが、終身制の最高裁判事を大統領選挙直前に現職大統領が指名することに関しては野党・民主党の反対が根強い。最高裁判事の指名には上院の同意が必要だが、共和党で上院トップのマコネル院内総務はあくまで(野党・民主党が快く思わない)保守系判事の指名に執着しているという。元々共和・民主両党は追加経済対策の規模で合意点を見出せずにいたが、ここに政争の具が追加投入されてしまった状態にある。

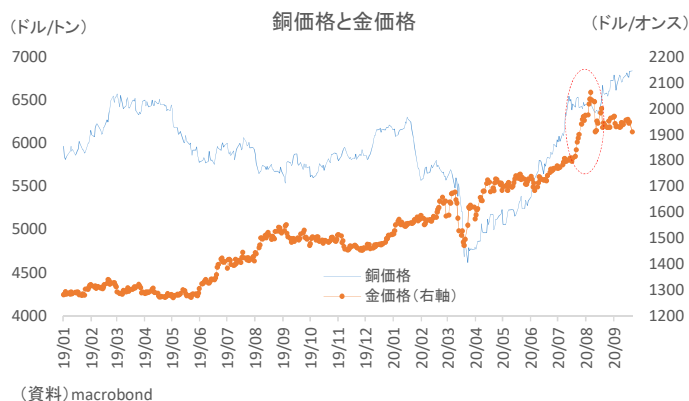
さらに、IT 関連企業を巡る規制に関して米中対立が激しさを増しており、また欧米大手銀のマネーロンダリング疑惑まで浮上している。にわかに不安材料がそこかしこに台頭してきている状況であ

り、リスクオフムードの高まりは必然の帰結と言える。東京連休明けの市場はやや持ち直しているが、「結局はコロナ次第」という根深いリスクを目の当たりにした状況と言わざるを得ない。

### ～安全資産「金」の「位(くらい)」～

こうした状況下、金融市場ではドルおよび米国債が買われる一方、株を筆頭とするリスク資産が手放されているが、その中で「不安の逃避先」として囃し立てられてきた金もしっかり売られていることにも注目したい。株価下落などを補填する「換金売り」で含み益の実現が企図されているとの解説が目立つが、そもそも本当に危なくなった時に換金される資産は安全資産として「位(くらい)」がそれほど高くないとも考えられる。この状況で買われているのはドルそして円だ。具体的に数字を見ると、先週初(9月14日)を基点とした場合、対ドルで上昇している G10 通貨が円だけであり(+0.66%)、それ以外の通貨は全て対ドルで下落している。為替市場では伝統的な反応である。結局、「有事のドル買い」と「世界最大の債権国通貨の円買い」は最も深刻なリスクオフ局面では威力を発揮するのである。なお、世界最大の経常黒字国(貿易黒字国)であるドイツを擁するユーロも本来、この状況で買われる筋合いにあるが、リスクオフの震源が「欧州の第二波懸念」であり、また過去3か月で猛烈に買われてきたという経緯も踏まえれば、ユーロがある程度売られるのは致し方ないとも言える。むしろ、1.17 付近で踏み止まれるのであれば、「よく耐えている」という印象もある。

本欄<sup>1</sup>や外部コラムでは繰り返し議論してきた事実だが、所詮、金の上昇は過剰流動性相場の副産物であり本当の不安が台頭した時には手放されるのが必然である。例えば、9月に入ってから展開を見ると、金価格は失速する一方、銅価格が盛り返していた(図)。より長い目線に立ち、過去6か月の展開を見ると、確かに金価格の勢いは強かったが銅価格との比較で言えば、「銅より強い金」だったのは7月中旬からの約1か月間であり、それ以外の期間はそれほど金が独走していたわけではない(図、点線赤丸部分)。



「感染拡大に対する不安感から金を買われている」と言われていた裏側では世界経済の先行指標である銅も買われていたし、株も買われていた。もっと言えば、債券も買われていた。リスク資産も安全資産も無差別に買われていたのである。金が最高値をつける過程で感染症拡大への不安が全く意識されていなかったとまでは言わないが、基本的に金価格の上昇は金融・財政政策の大盤振る舞いを前提とした金融相場の一環と考えられる。とりわけ米政府の追加経済対策なければ、企業収益がリーマンショックを超える悲惨な状況にあるのだから、株価の調整は必然の帰結である。

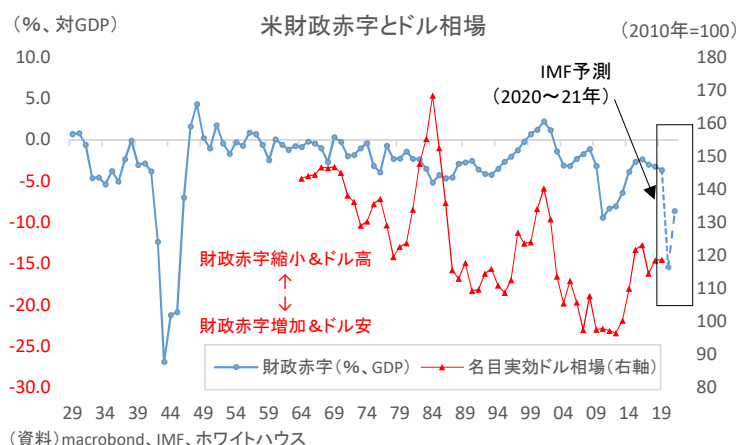
### ～為替への考え方:あくまで骨子は「ドルの過剰感」～

ドル/円相場に関して言えば、年内100円までは『中期為替相場見通し』の想定内である。米国の追加経済対策の規模は結論が見えないが、今会計年度の米政府の財政赤字が名目GDP比で

<sup>1</sup> 本欄 2020年7月2日『金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～』をご参照下さい。

### ▲15%まで拡がることは確定してい

る。図示されるように、これでも単年度としては戦時中を除けば最高水準でありドル安を予想するには十分な材料である。ここからさらに財政赤字の上積みを検討される以上、「ドルの過剰感」をテーマにした中期的なドル安見通しを大きく修正する必要はないというのが筆者の基本認識だ。問題は現行シナリオに対してダウンサイドを検討する必要があるかという論点だが、今回の



欧州発リスクオフが示唆するように、新型コロナウイルスの感染状況によって相場の風向きは一変する。そのため、ダウンサイドリスクの検討は「必要がある」と言わざるを得ない。過去に議論したように、最近数か月のユーロ買いの背景には「2021年にかけて見込まれるユーロ圏の成長率が米国のそれより高いこと」という至極真っ当なファンダメンタルズへの期待も織り込まれていたと筆者は考えている。だが、欧州の感染拡大を前にその期待は雲散霧消した格好になってしまっている。

### ～越冬リスクの前に金も存在感無し～

結局、どのようなシナリオを検討するにしても、「新型コロナウイルス次第」という留保条件は外せない。そうした未来に対してエコノミストができることは、OECDが史上初めて2つのメインシナリオ(dual scenario)を検討したように、複数のパターンを提示することだけである。冬に向けて米国が再度ロックダウンに陥るといふ展開まで想定するのであれば経済対策の規模はより膨らみ「ドルの過剰感」はよりテーマとして勢いを持つだろう。反対に、ワクチン開発とその流通に期待が盛り上がれば、アフターコロナを意識した米金利の上昇とドル相場の反転が期待できる。だが、早期のワクチン開発や流通を前提にしたアップサイドリスクに構える市場参加者は多くないであろうし、そうするだけの根拠にも乏しい。政治・経済・外交その他全てが「無事に冬を乗り越えられるか」という越冬リスクを恐れながら動いていることが先週末の金融市場からひしひしと感じられた。その際、安全資産の代表格のように囃し立てられてきた金もその越冬リスクの前には存在感を示せなかったことが「金は果たして絶対的な安全資産と言える存在なのか」という問題意識を投げかけているように思えた。

市場営業部・金融市場部  
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9月18日 | 週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)                       |
| 2020年9月17日 | FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信                               |
| 2020年9月15日 | アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～                     |
| 2020年9月14日 | マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～                       |
| 2020年9月11日 | 週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)          |
| 2020年9月9日  | 過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～                           |
| 2020年9月8日  | ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～                         |
| 2020年9月7日  | 米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～                         |
| 2020年9月4日  | 週末版                                                |
| 2020年9月3日  | アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～                       |
| 2020年9月2日  | 「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～                      |
| 2020年9月1日  | アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～                     |
| 2020年8月28日 | 週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)     |
| 2020年8月26日 | 腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～                        |
| 2020年8月24日 | ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～                      |
| 2020年8月21日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)                |
| 2020年8月20日 | 米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について                            |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)                        |
| 2020年8月18日 | 「ドル化した世界」におけるドル相場の限界                               |
| 2020年8月17日 | ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～                        |
| 2020年8月14日 | 週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)   |
| 2020年8月12日 | 2020年上半期の円の基礎的需給環境について                             |
| 2020年8月11日 | 全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？                           |
| 2020年8月7日  | 週末版                                                |
| 2020年8月4日  | 米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド                             |
| 2020年8月3日  | 「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～                         |
| 2020年7月31日 | 週末版                                                |
| 2020年7月28日 | 「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～                          |
| 2020年7月27日 | ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～                             |
| 2020年7月22日 | 週末版                                                |
| 2020年7月21日 | 欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～                             |
| 2020年7月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)                        |
|            | 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」                             |
| 2020年7月17日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)           |
| 2020年7月16日 | ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～                               |
| 2020年7月15日 | 臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～                              |
| 2020年7月14日 | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望                                  |
| 2020年7月13日 | ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～                       |
| 2020年7月10日 | 週末版                                                |
| 2020年7月9日  | カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～                           |
| 2020年7月8日  | 増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)                    |
| 2020年7月7日  | 対外直接投資はこれからも増えるのか？                                 |
| 2020年7月3日  | 週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)               |
| 2020年7月2日  | 金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～                           |
| 2020年7月1日  | 円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～                             |
| 2020年6月26日 | 週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)               |
| 2020年6月25日 | ユーロ相場はなぜ堅調なのか？                                     |
| 2020年6月23日 | メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き                              |
| 2020年6月22日 | ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」                              |
| 2020年6月19日 | 週末版                                                |
| 2020年6月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)                        |
|            | 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～                       |
| 2020年6月17日 | 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか                             |
| 2020年6月15日 | 29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方                           |
| 2020年6月12日 | 週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)                     |
| 2020年6月11日 | FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～                     |
| 2020年6月9日  | 米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～                         |
| 2020年6月8日  | 金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC                              |
| 2020年6月5日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)          |
| 2020年6月4日  | 明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌                          |
| 2020年6月3日  | 米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動                          |
| 2020年5月29日 | 週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)                   |
| 2020年5月27日 | 最近の元安・ドル高相場の読み方                                    |
| 2020年5月26日 | IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの                           |
| 2020年5月22日 | 週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)              |
| 2020年5月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)                        |
|            | コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？                           |
| 2020年5月19日 | アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」                           |
| 2020年5月15日 | 週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)    |
| 2020年5月14日 | 不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音                            |
| 2020年5月12日 | 独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について                            |
| 2020年5月8日  | アフターコロナはインフレか？デフレか？                                |
| 2020年5月7日  | アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候                            |
| 2020年5月1日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)                |
| 2020年4月28日 | 日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～                           |
| 2020年4月24日 | 週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)             |
| 2020年4月22日 | 拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～                           |
| 2020年4月21日 | 資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～                        |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)                        |
| 2020年4月17日 | 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～) |
| 2020年4月15日 | ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～                          |
| 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～                      |
| 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                              |