

みずほマーケット・トピック(2020年10月26日)

解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～

米国大統領選挙まであと1週間となった。金融市場ではバイデン大統領誕生が既定路線の様相だが、巷で言われているバイデントレードには解せない部分もある。現在、金融市場は「①バイデン大統領誕生→②民主党政権ゆえの拡張財政路線→③米景気浮揚→④米株価上昇・金利上昇→⑤リスクオフで買われてきたドルは売り戻し」というロジックを展開しており、バイデン大統領への期待は「株高・債券安(金利高)・ドル安」として結実している。だが、②から④までの発想は正しいのか。元々、バイデン候補は左派色の強い人物という下馬評だった。各種増税の悪影響を株式市場がスルーしている現状には気持ち悪さを覚える。また、④と⑤が併存することも疑問。「リスクオフのドル買い」の裏返しだから「リスクオンのドル売り」なのだという解説は一見して正しそうだが、米金利上昇とドル安の併存が続くとは考えにくく、リスクオンの際にドルが円よりも弱いという状況も釈然としない。FRBの確固たる金利抑制への姿勢も踏まえれば、最終的にバイデントレードは「株高・債券高(金利低下)・ドル安」という結果の方が腑に落ちる。

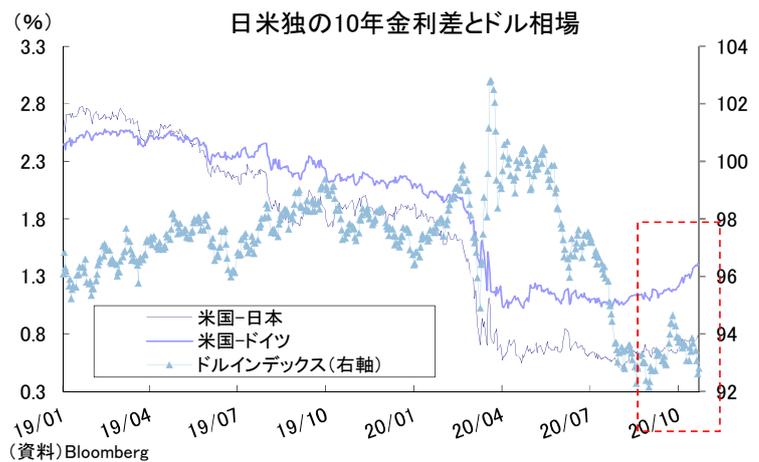
～解せないバイデントレード～

米国大統領選挙までいよいよあと1週間となった。金融市場ではバイデン大統領誕生を既定路線として資産価格が推移しているが、4年前に想定されていた値動き(トランプ大統領誕生で超リスクオフに見舞われ円高・株安・金利低下)がことごとく現実と反していた記憶は新しく、予断は許さない。とりわけ10月に入ってからの気配りな動きがある。それは金融市場が「①バイデン大統領誕生→②民主党政権ゆえの拡張財政路線→③米景気浮揚→④米株価上昇・金利上昇→⑤リスクオフで買われてきたドルは売り戻し」というロジックをバイデントレードとして進めていることだ。結果、バイデン大統領への期待は「株高・債券安(金利高)・ドル安」として結実しているのが現状である。

しかし、これは正しいのだろうか。確かに、①から②までの発想は分からなくはないが、②から④までの発想は疑義がある。そもそもバイデン候補は他の民主党候補に比較すれば穏健ないし中道と形容されてきたが、基本的には左派色の強い人物という下馬評だった。所得税、法人税そして株式売却に係るキャピタルゲイン課税などは軒並み引き上げというのが同氏の主張であり、それゆえに金融界にとってはトランプ大統領再任の方が望ましいシナリオだと言われてきた。例えば超富裕層の長期保有(1年超)に係るキャピタルゲインの税率は20%から39.6%と倍になると言われている。合理的な投資家であれば、これが施行される前に株を手放すことを検討するだろう。この点の懸念は今のところ払しょくされていないと思うが、それでも拡張財政があるから株高なのだろうか。

また、④と⑤が併存することに対する疑問も小さくない。「リスクオフのドル買い」の裏返しだから「リスクオンのドル売り」なのだという解説は一見して正しそうだが、これだけはっきり米金利が上昇している中で、どこまでドル売りが持続するのだろうか。経験則に倣えば、「リスクオンのドル売り」という局面はもちろんあったが、それは「リスクオンの円売り」よりは勢いが弱く、ドル/円相場は上昇する

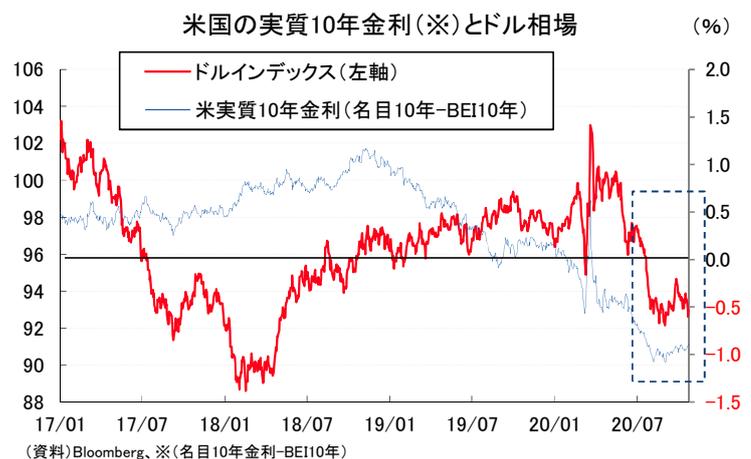
ことが多かった。「リスクオンでの最弱通貨が円、リスクオフでの最強通貨が円」が為替市場で定番の値動きだろ
う。特に「リスクオンでの最弱通貨が円」という背景にはゼロ金利が自明の前提となっているという如何ともしがたい事実があった。ドルもゼロ金利となる中で状況が変わったと言えなくもないが、それでも円はマイナス金利でドルはプラス金利であることを思えば、腑に落ちない部分もある。現状では米金利と米株も上がる中でドル全面安が進み、対円でもドルは売られている。直感的には解せない地合いだと言わざるを得ない。円も、ユーロも、対米金利差が緩やかに拡大しているがドルはそれら通貨に対して弱いままだ(図中、点線四角部分)。



現状が「金利差なき世界」の真っ只中であることも踏まえれば、こうした米金利上昇とドル安の併存はそう長くは持たないというのが筆者の基本認識である。このまま米金利が上昇を続ければ、ドルが反転上昇するのは時間の問題だろうが、ほかならぬFRBが「利上げは2024年以降」という情報発信に腐心していることを思えば、米金利が上がり続けるとは考えにくい。確かに民主党政権は拡張財政路線を想起させるものだが、既にGDP比で20%近くの財政赤字を出している現状からそれほど大差のある話ではないようにも思える。

～実質金利マイナスを使った方便～

巷では米金利上昇とドル安の併存を説明する理屈として米実質金利の低下がドル安をもたらしているという解説も目にする。確かに、2020年に入ってから、実質金利の動きがドル相場を規定しているように見える。とりわけ7月以降、実質金利が一段と深いマイナス圏に沈み込み、これに合わせてドル安が深まったようにも見受けられる(図中、点線四角部分)。だが、「名目の世界の出来事(ドル安)」を「実質の世界の出来事(実質マイナス金利)」で



でどれほど説明できるのか。確かに、相関関係は認められても、因果関係を理論的に説明することはできないだろう(もっとも、金融市場、特に為替市場の参加者は直情的に相関関係を盲信し、自己実現的にドル安が進んでいる可能性はある)。

長年、為替市場の調査・分析をしていて感じることだが、実質金利の上下動で為替相場を解説しようという風潮は「ほかに言うことが無い」時に出てくる印象が強い。今のように名目金利の動きと

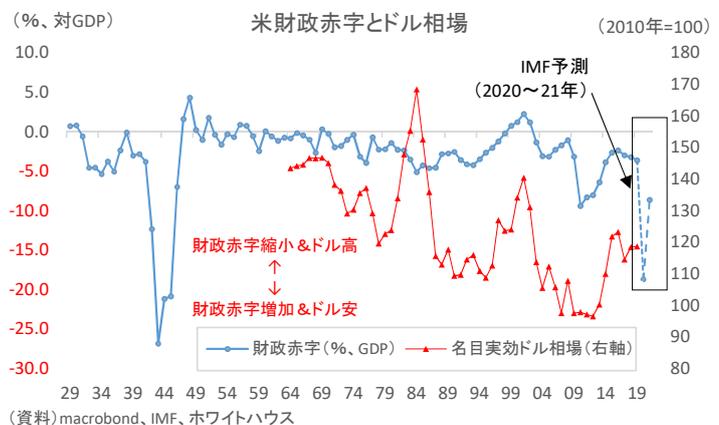
明らかに矛盾した動きが為替市場で出てくるとそれにあつた尺度を模索する。単に名目金利の実質化で説明が難しくなるとその差(実質金利差)を取ってみたり、年限を変えてみたりする動きも出てくる。それ自体は真摯な分析姿勢の一端とも言えなくもないので、全否定されるものではない(そういう照会が来るから対応している向きもあるだろう)。だが、そもそも実質金利を見て取引をする為替ディーラーは多くない。しかも、今、話題となっているのは厳密にはインフレ期待を使った実質化なので厳密には「予想実質金利」である。米国のインフレ連動債市場と日本のそれとでは厚みも違い、必然的にそれを使って出てくる実質金利の格差も不安定な代物である。そうした計数を使って、相場の近況をたまたま説明できることはあるかもしれないが、理論的な根拠は薄弱であり、長く使えるような理屈ではないと筆者は考えている。

～目先の実質金利よりも「ドルの過剰感」を見たいところ～

足許から半年先ないし1年先の為替の動きを検討する際には相応にソリッドな材料を使って分析を進めたいところである。繰り返しになるが、本欄では巨額の米財政赤字に由来する「ドルの過剰感」を道標として重用したいと考えている。市場が構えるように、バイデン政権が本当に現状以上に拡張財政路線をもたらす存在であるのならば、歴史的な視点に照らして、ドル安はさらに進むと考えられる。

米金利の上昇は实体经济を阻害する

「意図せざる引き締め」としてしっかりFRBが潰してくれるはずだ。前述した通り、バイデン候補があくまで「増税の人」であることを思えば、その人となりがかローズアップされる中で実態にそぐわない株高が大きく調整を強いられることはあるだろう。しかし、基本的には米政府・FRBの政策期待を前提として、株価も企業収益の実情とは乖離した騰勢を続ける公算が大きいだろう。必然的にバイデントレードは現状のような「株高・債券安(金利上昇)・ドル安」というよりも、「株高・債券高(金利低下)・ドル安」という時間帯が続くのではないかと構えたい。



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

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか? ~年初来の対ドル変化率を振り返って~)
2020年10月22日	続・プレジデント Q&A ~首脳会議で深まった「溝」~
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場~IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大~)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理~バイデントレードに加え金利と需給~
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8~9日開催分)~露骨なユーロ高けん制の実情~)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレジデントQ&A~現状と展望のための6つの論点~
2020年10月5日	バイデントレードとは何か? ~元買い、ペソ買い、株売り~
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて~業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資~)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点~安全資産「金」の薄さ~ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
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(明らかになる「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/円のポラリティ~
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全般
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~立ちはだかる「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?