

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 月 10 日)

アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理

金融市場はバイデントレードという名目での株買いに加え、コロナ終息という待望の材料に背中を押されている。米製薬大手によるワクチン開発報道がゲームチェンジャーになるかどうか注目される状況。ワクチン開発については吉報を待ち続けるとして、米大統領選挙からちょうど 1 週間が経過したところで、その金融市場への影響を整理しておきたい。バイデン候補の勝利確定が報じられて以降、主要 3 市場(株、為替、債券)のリアクションは「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の流れ(昨日はワクチン期待からトリプル高だが、これは脇に置く)。だが、この流れは「選挙結果にかかわらず、大局観に照らせばそうなる可能性が高い」と考えられていた組み合わせでもある。個々の資産価格の動きに関し、大統領選挙との因果関係が全く無いとは思わないが、その都度カスタマイズされた解説をいちいち真に受けるのではなく、中長期的な大局観に照らしたロジックを注目するように心がけたい。政治的な材料を気にかけるのであれば、今後の注目は財務長官人事。報道されている候補者は日本(円)にとっては円高リスクになりそうな雰囲気。金融市場はブレイナード FRB 理事を待望するも、円相場にとっては苦い思い出が甦る。

～見たいものしか見ない金融市場～

昨日の金融市場は米製薬大手が発表した新型コロナウイルスのワクチンの治験結果を受けて前営業日比+834.57 ドルの 29157.97 ドルと急騰し、史上最高値を視野に捉えている。金融市場はバイデントレードという名目での株買いに加え、コロナ終息という待望の材料に背中を押されており、このニュースがゲームチェンジャーになるかどうか注目される。現段階で報じられるところによれば、深刻な副作用もなく、後は米食品医薬品局(FDA)に緊急使用許可を得るだけと言われている。

ワクチンの開発状況について筆者はよくわからないので多くを語るつもりはない。引き続き吉報を待つとして、まずは米大統領選挙からちょうど 1 週間が経過したので、金融市場への影響を整理しておきたい。米大統領選挙から 3 日後となる 11 月 7 日、バイデン候補当確の一報がようやく流れ、4 日後の 8 日にはトランプ大統領が敗北を容認する体勢に入ったと報じられた。トランプ大統領が結果を受け入れず訴訟に踏み出す可能性はまだ払拭できないようだが、金融市場の気分はすっかりアフターランプである。バイデン候補が勝利するものの、これをトランプ大統領が認めず、結果確定が遅延するというのは「醜悪だが想定されたシナリオ」でもあり、金融市場として狼狽するほどの話とは言えない。そのため主要 3 市場(株、為替、債券)のリアクションからは悲観ムードは全く感じられず、総じて「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の流れが大勢となっている。もちろん、昨日はワクチン期待から金利急騰に伴いドル高となっており、トリプル高が実現しているが、これがトレンドになるかどうかは本日時点では断言できない。後述するように、コロナショックの爪痕は深く、これを癒やすための財政・金融政策の拡張路線は当面続くと思われる。だとすれば、「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の流れで問題はないように思える。

とはいえ、この流れは選挙前にバイデントレードと言われていたものとはやや異なる。事前に言われていた解釈はこうだ。バイデン候補が勝利した場合、民主党政権下での拡張財政路線から金利は上昇するが、公的需要がけん引する格好で実体経済は好調となるため株高となる。為替市場では「ドルの過剰感」が強まることからドル安が進む。結果、「株高・債券安(金利上昇)・ドル安」がバイデントレードの主たる組み合わせだと言われていた。しかし、既報の通り、上院議会選挙では共和党が過半数を占めたため、バイデン候補が勝利しても財政政策における民主党色は薄まるとの思惑から金利が低下しており、それが株高を呼び込んでいるとの解説が散見されている。だが、そもそも選挙前は金利上昇と株高が併存していたのだから、こうした上院選の結果を交えた株高の解説は後付けだろう。金融市場はその時々市場環境に応じてカスタマイズされた解釈を展開する。言い換えれば、「見たいものしか見ない」という本質が良く表れている。昨日からはワクチン開発が奏功し、コロナが早晩終息するという未来しか見えていない。

～「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の実情～

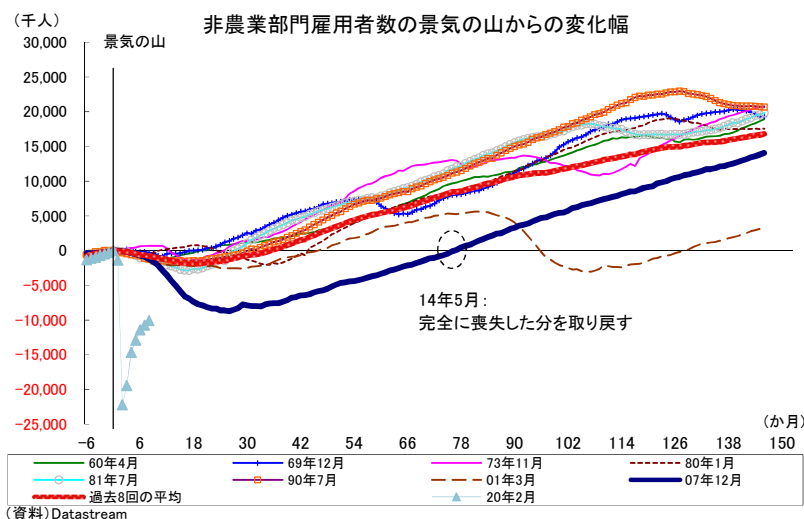
足許で進んでいる「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の実情を整理しておこう。まず、株高をどう考えるべきか。近年、株が買われ続けていることについて政治情勢は大して関係が無い。過剰流動性の下、「定期的にインカムを生むアセットが株しかないから買われている」というのが筆者の基本認識である。「株の債券化」はコロナショック以前から取り沙汰されてきたフレーズだ。では、金利低下をどう考えるか。この点は多くの解説を要さないだろう。FRBは2023年末までゼロ金利維持で意見集約しており、利上げはインフレ率が「平均+2%」になるのを確認してからだ。最速でも2024年後半の利上げを展望する状況下、大統領が誰であろうと金利の上離れを懸念する必要はない。民主党としてコロナ禍を乗り越えるべく財政政策を緩和したいならば、意図せざる金利上昇で実体経済を痛めつけないためにも金融政策で金利を抑制する必要がある。この時点で株高・金利低下は既定路線にも思える。為替市場の読みは常に難しいが、「ドルの過剰感」をテーマにしたドル全面安は7月以降、かなり堅い読み筋として機能している。コロナ禍が収まっていない以上、バイデン政権が景気減速を恐れることなく公約通りに増税を敢行することはできまい。結局、拡張財政路線が前面に押し出され、「ドルの過剰感」は放置されるはずだ。ドル安予想は引き続き有効と考えたい。

こうして考えると、大統領選後から見られている「株高・債券高(金利低下)・ドル安」は「選挙結果にかかわらず、大局観に照らせばそうなる可能性が高い」と考えられていたものだ。もちろん、個々の資産価格の動きに関し、大統領選挙との因果関係が全く無いとは思わないが、その都度カスタマイズされた解説をいちいち真に受けるのではなく、より中長期的な大局観に照らしたロジックを注目するように心がけたい。なお、筆者は政治の専門家ではないので、選挙結果について詳細なコメントは避けるが、敗れながらも根強いトランプ人気を確認したのは確かなのだろう。方々で論評されるように米国という超大国が分断化されていることが確認された以上、BLM(ブラック・ライブズ・マター)のような暴動に配慮しなければならない時間帯は金融市場からも気がかりである。

～雇用の爪痕深く、政策正常化はまだ大分先の話～

ワクチン開発期待を差し引いたとしても株価はかなり高い。ここで多くの人が意識している事実を改めて確認するが、「株が高いことと実体経済が良好なことは別の話」である。本欄では繰り返し論

じているが、いくら米国経済が他国経済よりも資産効果の恩恵を受けやすい体質だとは言っても、雇用・賃金情勢が深手を負ったままでは成長率を持続するのは難しい。先週6日に発表された米10月雇用統計は失業率が前月比▲1.0%ポイントと大幅に改善し、非農業部門雇用者数(NFP)変化は同+63.8万人と増勢が維持された。しかし、それでも景気の山(2020年2月)から起算した雇用

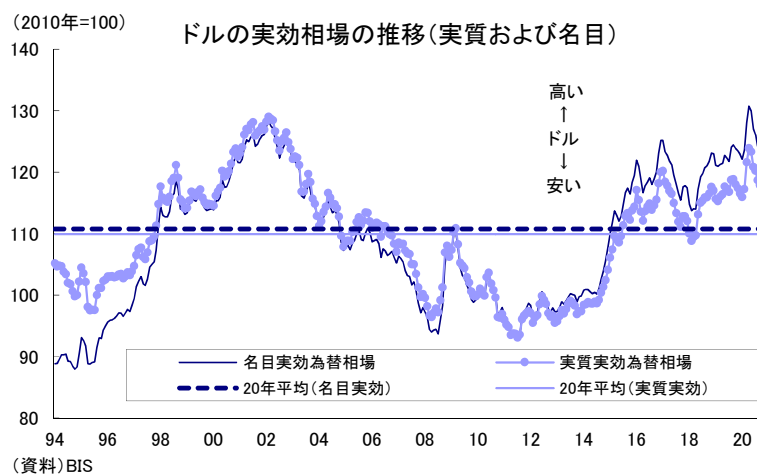


喪失は未だに1000万人を超えており、これはリーマンショック後の最悪期(2010年2月、869万人)よりも多い(図)。かかる状況下、金融市場が株高で沸いても消費者心理がこれに連れて改善する筋合いはなく、実際、コンファレンスボード信頼感指数などに表れる消費者心理は腰折れたままである。こうした株価と消費者心理の乖離は資産効果の大きな米国経済としては珍しいことであり、傷痕の深さを物語っている。今後、ワクチン開発期待が断続的に高まるにせよ、財政・金融政策の正常化が議論されるには、こうした乖離が埋められる必要があるだろう。見通せる将来においてそのような議論への期待が高まり、米金利とドルが相互連関的に上昇する展開は難しいように思える。

～為替市場の注目は財務長官人事～

今後、金融市場から注目したい論点は複数あるが、閣僚人事とりわけ財務長官人事に注目することになる。大統領交代のタイミングで財務長官人事に注目するのは普通の事だが、今回はとりわけ注目度が高い。事前報道ではブレイナードFRB理事もしくはバイデン候補と民主党大統領候補を争ったウォーレン上院議員の名前が挙げられており、どちらが就任しても女性初の財務長官となる。リベラル色を主張したい民主党としては格好の人事であり、金融市場の外でも注目を集めるだろう。だが、結論から言えば、どちらの候補も日本にとってはそれほど嬉しくない未来が予見される。

まず、ブレイナード理事は多くの市場参加者が認識する通り、現在のFOMCではカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁と並んでハト派筆頭格である。そうした志向と整合的に、同理事は前職の米財務次官(国際担当)時代はドル安志向が強い人物としても耳目を集めてきた過去がある。この点は過去の本欄でも繰り返し論じてきた事実だ。例えば、アベノミクスの下で円安・ドル高が最も勢いづい



ていた 2013 年 1 月、ブレイナード財務次官(当時)は「ゲームのルールが今後も守られると信じる」と言明し、ドル売り・円買いを招いた。為替市場では 2014 年 6 月以降、長らくドル高が続いてきたが、こうした動きが米経済にもたらす引き締め効果についてブレイナード理事が講演で残した有名なフレーズがある。2016 年 9 月 12 日、『The “New Normal” and What It Means for Monetary Policy』と題した講演でブレイナード理事は「FRB/US モデルの推計に従えば、2014 年 6 月から今年(2016 年)1 月までのドル相場上昇は米経済活動にとって、おおむねフェデラルファンド(FF)金利にして 200 ベーシスポイント(bps)の利上げに相当した」と述べた。講演時点の話だが、「ここまでのドル高は利上げ 8 回分(25bps×8)に相当する」と述べ、ドル高に対する警戒感を露わにした。7 月以降、明確にドル安が進んでいるのでこの手の発言を警戒すべきではないとも言えるが、当該講演が行われた 2016 年 9 月と比較すれば名目・実質実効ベースのいずれにせよ今のドル相場は高い(前頁図)。インフレ率も振るわない現状も踏まえれば、遠慮なくドル安に関心を示してくるかもしれない。

片や、ウォーレン議員が反ウォール街の旗手という立ち位置にあることは周知の通りである。ブレイナード理事は為替相場に関連して日本にとっては警戒すべき人選になるが、ウォーレン議員は金融規制強化などをもたらす「金融市場全体にとって最悪の人選」という解釈が大勢である。株安をもたらす人選になるとすれば、やはり円高を招来する材料になるだろう。

現状、どちらの就任の可能性が高いのか判断がつかないが、トランプ政権の株価至上主義を批判してきた経緯から、バイデン次期大統領は民主党左派へ配慮せざるを得ず、ウォーレン上院議員指名の可能性は低いと言われている。この場合、金融規制に限らず、経済政策全体が左傾化するリスクがあるため、財政赤字は膨張、「ドルの過剰感」は強まる話になる。その点からも円高リスクであろう。なお、勝利演説で分断ではなく団結を強調した以上、あからさまに挑発的な人選も控えられるとの期待もある。ブレイナード理事は日本にとっては嬉しくない人選でもウォール街に象徴される金融市場にとっては歓迎されるとの下馬評であり、財務次官出身(でかつ女性)という経験も勘案すればベストな人選にも思われる。日本にとっては手強い相手となりそうだが、国際金融市場にとってはそちらの方が無難な選択肢になるのだろう。

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11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
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～
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・プレグジット 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えるリスクシナリオ
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	プレグジット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～ 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17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15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12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11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9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8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5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4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6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)