

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 月 11 日)

円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？

金融市場は引き続き米製薬大手のワクチン治験結果に沸いている。もはや米国大統領の交代という最大級の材料も霞んでいる印象。米大統領選挙の解釈が定まらないところに、待望のワクチン完成報道が重なったことで「主要資産市場の値動きをどのように解釈すべきか」という論点が散らかった状態にある。この視界不良を如何に切り抜けるべきかが現状の課題。結論から言えば、今のところ、米大統領選挙およびワクチン報道を勘案したとしても、選挙前からの「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の予想は当面機能すると予想。「低金利状態が極まったゆえの株買い、今後 3 年は動かないゼロ金利、巨額の財政赤字を背景とする『ドルの過剰感』」というエッセンスは不動。こうしたエッセンスに従えば、ドル全面安の下での円高という予想を修正する必要はないと考える。だが、円の基礎的需給環境は例年に比べて大きな円売り超過に傾斜しており、これをユーロとの差異として注目すべき。結果、円高の震度は抑制されたものになる。

～エッセンスを整理する～

金融市場は引き続き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たリスク許容度の改善が進んでおり、米国については株高・金利高・ドル高の組み合わせが続いている。もはや米国大統領の交代という最大級の材料ですら霞んでいる印象も抱かれ、「史上最大のグレートローテーション」と囁き立てる向きもある。昨日の本欄でも議論したが、米大統領選挙の解釈が定まらないところに、待望のワクチン完成報道が重なったことで、「主要資産市場の値動きをどのように解釈すべきか」という論点が散らかった状態にある。この視界不良を如何に切り抜けるべきか。

結論から言えば、今のところ、米大統領選挙およびワクチン報道を勘案したとしても、選挙前から見られている「株高・債券高(金利低下)・ドル安」の予想は当面機能すると考える。相場を見通す上での本質的な論点(エッセンス)は過去数か月で大して変わっていない(図)。もちろん、ワクチン開発が本当に奏功すればゲームチェンジャーになることは間違いないが、まだよく分からないものを

2021年に向けた主要3市場のエッセンス

株高

- 定期的にインカムを生むアセットが株しかない
- 政権にかかわらず拡張財政路線は不可避。

債券高 (金利低下)

- 23年末までゼロ金利でFRBは意見集約済み
- しかも目標は「平均+2%」を掲げている。

ドル安

- 当面のテーマは「ドルの過剰感」で不動。
- 財務長官人事に注目。ブレインードリスク。

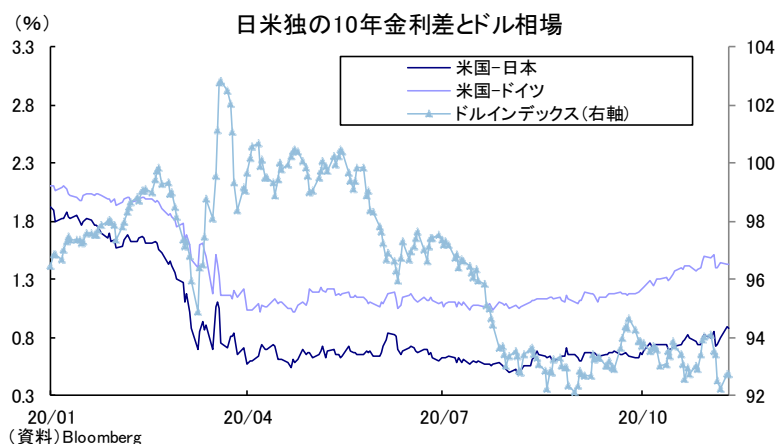
(資料) 筆者作成

織り込むわけにはいかないので当面は勘案しない。大統領交代もそれほど相場の流れを変えるような材料にはならないと考える。敢えて言えば財務長官人事は政治的なドル安材料として重要そうだが、「低金利状態が極まったゆえの株買い、今後 3 年は動かないゼロ金利、巨額の財政赤字を

背景とする『ドルの過剰感』というエッセンスはかねてから不動の論点として健在である。見通しの起点としてこれらの論点から目をそらすことはできない時間帯がまだまだ続くだろう。

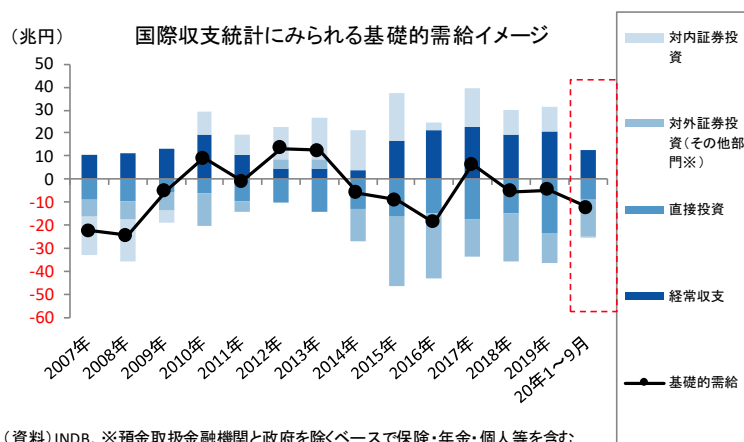
実際の値動きを見ても、そうしたエッセンスから解釈すると分かりやすいように感じる。例えばドル/円相場は今回のワクチン期待相場にあっても105.63 円までしか値を上げることができなかった。また、ユーロ/ドル相場に至っては1.19 付近から1.18 付近へ売られただけで、底値の堅さを確認した格好になった。ドルは大して買われなかったという印象を受ける。図示されるように、バイデン候補

優勢が伝えられて以降、米金利は一方的に上昇し、日欧金利との格差が緩やかに拡大しているが、これに応じてドルが買われてはいない。理由は様々だろうが、「所詮、米金利の継続的な上昇をFRB は容認しない」という事実は衆目の一致するところであり、「金利先高観もないのにわざわざドル買いでついていく必要はない」というのがドル低位安定の背景ではないか。

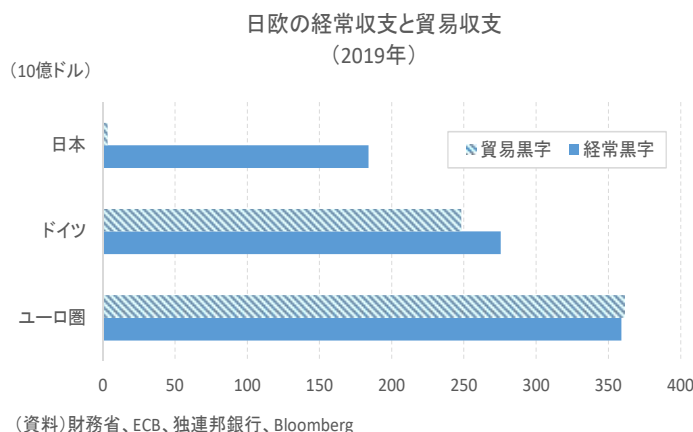


～需給面では円売り超過～

こうしたエッセンスを踏まえた上で、ドル/円相場というペアについては日本（円）の需給環境も勘案しておきたい。この点、今年に入ってから円の基礎的需給バランスは近年では比較的大きな円売り超過に傾斜している。今年1～9月期の基礎的需給バランスは約▲12.2 兆円の円売り超過であり、前年同期（▲4.7 兆円）、前々年同期（▲5.2 兆円）の倍以上の円売りとなる。貿易・サービス収支の赤字拡大と対内証券投資の減少がその主因である。米金利が急低下しても対ドルでの円高がユーロ高よりも控えめな背景にはこうした需給環境が寄与しているのではないかと察する。ユーロ圏と日本は互いに世界最大および第二位の経常黒字大国だが、ユーロ圏の経常黒字はアウトライートの自国通貨買いに繋がりやすい貿易黒字から構成され



（資料）INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む



（資料）財務省、ECB、独連邦銀行、Bloomberg

るのに対し、日本のそれは殆どが外貨のまま再投資が予想される第一次所得収支黒字である(前頁図・下)。上述したエッセンスを踏まえれば、米金利低下・ドル全面安の方向感で大きな間違いはないと思われるが、その震度は円売り需給の大きさも相まって抑制されたものになると考えたい。

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
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～求められる緩和仕草～
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・ブレグジット 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思惑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	ブレグジット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～
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～当分失われそうなるドル/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お全貌
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