

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 9 日)

年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」

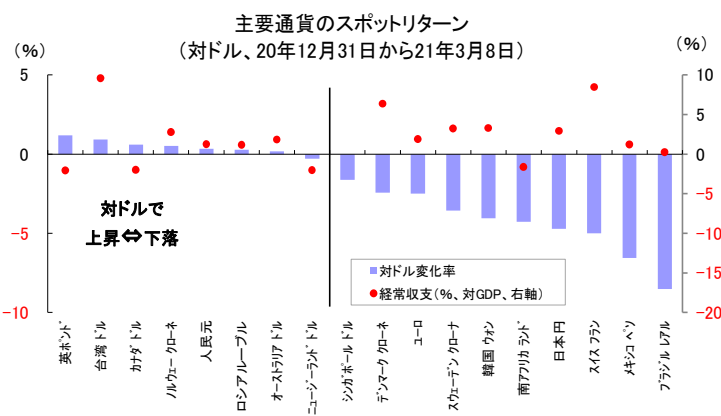
足許の為替市場のテーマは「金利」と「コロナの抑制状況」。昨年は経常黒字や貿易黒字もしくは対外債権といった「需給」が重要テーマだった。しかし、そのテーマはもはや終わっている。米国を中心として「金利のある世界」が復活する中、取引材料としての主役は明らかに交代しており、もはや経常黒字は年初来で下落している通貨の 1 つの特徴になっている。年初来上昇している通貨の特徴は一樣ではないが、やはり英ポンドを筆頭にワクチン接種ペースを含め感染拡大防止策が奏功している国の通貨が目立つ。英ポンドは G7 の中で図抜けたワクチン接種回数を誇り、効果が鮮明に出始めている。オーストラリアやニュージーランドは徹底した水際対策で知られる国だ。感染抑制策が奏功している事実自体、当該国の景況感の改善と金利上昇を意味するため、そのような通貨が対ドルで大崩れせずに、むしろ上昇していることに大きな不思議はない。「需給」ではなく「金利」や「コロナの抑制状況」がテーマになる以上、円やユーロが評価されることはない。とりわけ日本はワクチン接種回数という最重要テーマで遅れが顕著。

～設備・住宅投資などへの影響も気になる米金利～

ドル/円相場は 109 円台に到達、年初来高値を更新している。元よりワクチン接種の効果を背景として行動制限の緩和が進み景況感が改善しているところへ、約 1.9 兆ドルの追加経済対策(しかも現金給付込み)が可決濃厚となっており、米 10 年金利は再び前回株の暴落を引き起こした 1.60% 付近に到達している。ワクチン接種ペースも、経済対策規模も米国に劣後し、結果として成長率見通しも劣後する円やユーロが対ドルで売られる展開は違和感はない。問題は S&P500 指数の配当利回り(1.50%前後)を超えつつある米 10 年金利が果たして株価を壊さずにこのまま走れるのかという点だろう。また、株価は景気回復への「期待」で支えられるとしても、ここまで上がってくれば金利感応度の高い設備投資や住宅投資といった実体経済の需要項目に影響が出てくる懸念もある。現状が続くようであれば、それが米経済を見る上での次のテーマになる可能性がある。

～テーマ「金利」と「コロナの抑制状況」～

足許の為替市場のテーマは「金利」と「コロナの抑制状況」である。過去の本欄でも繰り返し議論してきたように、昨年は経常黒字や貿易黒字もしくは対外債権といった「需給」の厚みが通貨買いに繋がっていた。それは主要通貨の多くについて「金利の無い世界」が成立する中、必然の展開だった。また、昨年は経常黒字があった



としても原油価格急落の煽りによって産油国通貨(ロシアルーブルやメキシコペソ、ノルウェークローネなど)は軟調な展開を強いられてきた。これも原油先物価格がマイナスに転じるという異常な状況だったことを踏まえれば、また必然だった。しかし、「需給の厚みが通貨買いを支えるという2020年に見られた1つのトレンドはもはや崩れている。米国を中心として「金利のある世界」が復活する中(もちろん、歴史的には無いに等しい金利ではあるが)、取引材料としての主役は明らかに交代している。昨年、実効ベースでドル相場を押し上げた人民元・ユーロ・円(この3つは世界3大経常黒字通貨)のうち、人民元はかろうじて対ドルの上昇をまだ維持しているが、ユーロと円はまとまった幅で下落している(前頁図)。むしろ、年初来の為替市場を見る限り、経常黒字は年初来で下落している通貨の1つの特徴になっているようにすら見受けられる。2020年の反動がはっきり出ている。

現在、対ドルで年初来上昇している通貨の中にも経常黒字通貨はあるが、そのうちノルウェークローネやロシアルーブルは原油価格の復調に後押しされたものであって黒字が評価されているわけではないだろう。産油国通貨で経常黒字という意味ではメキシコペソも同一グループのはずだが、新型コロナ感染抑制のため行動規制が2月に強化された上、大統領の感染なども重なり敬遠されている。

100人あたりの接種回数と為替変化率

国	回数	通貨	変化率(%)
英国	33.71	英ポンド	1.2
米国	25.68	米ドル	-
EU	8.93	ユーロ	-2.5
ドイツ	8.74		
イタリア	8.54		
フランス	8.4		
カナダ	5.98	カナダドル	0.6
日本	0.04	円	-4.7

(資料) Our World in Data、ワクチン接種回数は3月5日時点、為替変化率は8日時点。

そのほか年初来上昇している通貨は英ポンドを筆頭にワクチン接種ペースを含め感染拡大防止策が奏功している国の通貨が目立つ。英ポンドはG7の中で図抜けたワクチン接種回数を誇り、効果が目に見えて出始めている。オーストラリアやニュージーランドは徹底した水際対策で知られる国だ。感染抑制策が奏功している事実自体、当該国の景況感の改善と金利上昇を意味するため、そのような通貨が対ドルで大崩れせずに、むしろ上昇していることに大きな不思議はない。

～円安・ユーロ安は止まるのか～

「需給」がテーマにならない限り、日本円が評価されることはないだろう。ユーロも同様である。「金利」に関しては、昨日、雨宮日銀副総裁が「緩和効果が損なわれない範囲内で金利はもっと上下に動いてもよい」との見解を示したことが話題だが、上下どちらの方向の話をしているのか定かではないし、上昇方向の話だとしてもあくまで「緩和効果が損なわれない範囲内で」は「イールドカーブコントロール(YCC)の範囲内で」という意味に留まるだろう。円金利上昇が円相場の支えになることは考えにくい。「コロナの抑制状況」というテーマに関しても、ワクチン接種回数という最重要事項で日本はG7の中で圧倒的に最低な立ち位置にあり(前掲図)、下手をすれば「日本売り」というテーマが一時的に浮上しそうな体たらくである(あくまで一時的、であろうが)。

片や、ユーロ圏はワクチン接種が相応に進んでおり、その点で円よりは買われる筋合いにあるが、域内の与信環境に不安を抱えている以上、米金利に連れた域内金利の上昇をECBが容認することはないだろう。結局、「金利」と「コロナの抑制状況」が為替市場で幅を利かせる以上、円やユーロが評価されるのは難しいというのが妥当な読みになってきそうである。

もちろん、米金利上昇に対して FRB がイールドカーブに今後介入してくれば、ある程度は円安・ユーロ安の動きが止まってくる可能性はある。しかし、一旦介入すれば(日銀のように)足抜けが難しくなる以上、市場で観測が浮上しているツイストオペ(短い期間の債券を売って、長い期間の債券を買うことでカーブの勾配を抑える)などは早々決定してくることは考えにくい。また、仮に、そのような政策調整があったとしても「対米金利差が大きい」という事実が解消されるわけではないだろう。筆者は年内のドル/円相場の高値を 111 円(到達は 10~12 月期)と予想し、恐らくそれもワンタッチで戻ってくる程度ではないかと考えてきた。しかし、ワクチン接種と感染者ピークアウトのペースが想定以上に早く、しかも為替市場がそれに目を付け始めている現状を踏まえると、110 円台定着というシナリオも検討に値するのかもしれない。そこまで考えなければならぬのか。まずは 3 月 16~17 日の FOMC の声明文、そしてパウエル FRB 議長の会見のトーンを見極めたい。

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
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫過剰」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
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？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタート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・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	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)