

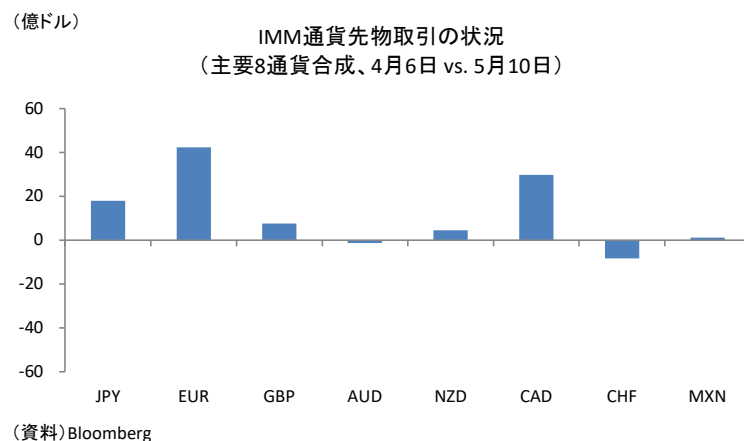
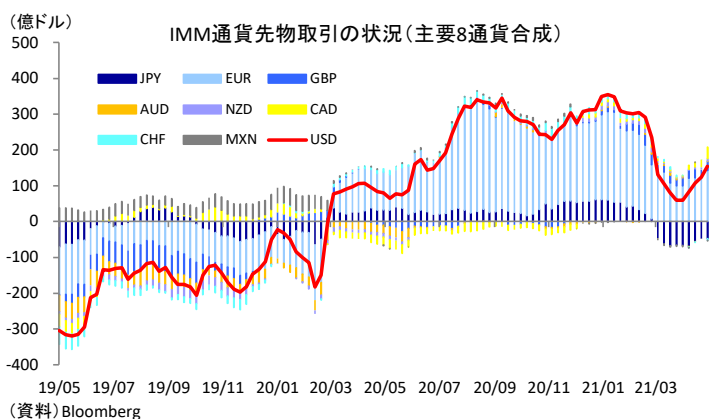
みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 18 日)

鮮明になる円に対する低い関心

4 月以降、米国では実質金利低下が顕著であり、それがドル安相場を形成している。個別通貨に目をやると、例えばユーロは買い戻しが顕著。これは EU のワクチン調達戦略への期待、4 月に入ってから行動制限解除、これに伴う成長率のプラス復帰などが期待されているのだろう。カナダドルも欧州以上のワクチン接種率とこれに伴う金融政策正常化がカナダドル買いを招いていると察する。片や、そうしたドル売り優勢の最中にあっても、円を買い戻す流れは強まらなかった。為替市場はあくまで変化幅や方向感を評価する世界であり、「犠牲者は少ないが漫然とした行動規制の下、低成長が続く」という円はどうしても触り難い存在なのだろう。ドル/円相場に対する関心の低さは取引量にも表れている。1~4 月合計のドル/円のスポット取引高は 874 億ドルだが、これは過去 5 年平均(1654 億ドル)、過去 10 年平均(1845 億ドル)、過去 20 年平均(1940 億ドル)のいずれと比べても著しく小さい。正常化ムードにも乗り遅れ、テーマ性を失った円に対して関心を寄せる市場参加者は少ない。リスクは円を手放す(円安)方向に拡がる。

～ドル高調整にも乗れなかった円～

為替市場全体ではドル相場の軟化が目立つ地合いだが、対円相場では大きな動きが見られていない。右図は IMM 通貨先物取引における対ドルでの主要 8 通貨の合成ポジションである。5 月 11 日時点のドル売り持ち高は 154 億ドルと 3 月 9 日以来、9 週間ぶりの高水準となっている。同データでは 4 月 6 日以降、ドル売りが徐々に増えている。過去 1 か月、米国では実質金利低下が顕著であり、それがドル売りをけん引するテーマとなっている。しかし、ドル売りの勢いは通貨ごとに異なる。例えば、過去 1 か月間、対ドルで最も買いが膨らんだのがユーロであり、ネットで+42.4 億ドルの買い持ち増加が見られた。4 月に入ってから行動制限解除やこれに伴う今期(4~6 月期)の成長率のプラス復帰などが期待されているのではないかと察する。次に買いが膨らんだ通



貨はカナダドルであり、ネットで+29.8 億ドル、買い持ちが増えている(前頁図・下)。この間、順調なワクチン接種を背景としてカナダの経済・金融情勢に対して見通しが大きく改善し、カナダ銀行(BOC)が量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に踏み切るという大きな動きも見られた。そうした動きが素直に投機筋の取引状況にも反映されているということだろう。

一方、円もネットで見れば+18.0 億ドル、買い持ちが増えているが、依然として持ち高は▲48.0 億ドルとネット売り越しのままである。為替市場における円売り意欲は根強いものがあるように見受けられる。過去 1 か月の為替相場は米 10 年金利が年初来最高の 1.8% 付近まで上昇した 3 月末および 4 月初頭を挟んで米金利がピークアウトし、それに伴ってドル相場も上昇から下落に転じるという潮目があった。筆者はそれ自体、従前のドル高に対する調整局面であり、再びドル高基調に戻ると考えてはいるが、その「調整局面においても売られ続けた円」という認識は持っておきたい。

～ドル高調整にも乗れなかった円～

根強い円売り意欲は他にも確認する方法がある。右表はドルの名目実効為替相場(ドル NEER、5 月 10 日時点まで)に関し、構成通貨別に寄与度を見たものだ。ドル NEER は 3 月末まで上昇していたものの、4 月末時点では▲0.9%と下落している。このうち▲0.6%ポイントが対カナダドル、▲0.4%ポイントが対人民元での下落に起因している。片や、対円では+0.4%ポイントを記録しており、全体の流れに逆らうように円の弱さがドル安相場を食い止めていた格好になる。ユーロも+0.1%ポイントとドル相場をやや支える存在ではあったが、昨年来でドルは対ユーロで最大▲15%も下落していることを思えば、むしろユーロ相場は堅調を保っているというのが公正な評価だろう。4 月以降のドル高相場の調整(ドル売り)に関し、円だけがその波に乗れていないという事実は興味深いものがある。

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	1.7	-0.4
ユーロ圏	17.0	-0.6	0.1
メキシコ	13.3	0.2	-0.0
カナダ	11.7	5.1	-0.6
日本	7.1	-5.3	0.4
韓国	3.8	-2.4	0.1
台湾	2.2	1.3	-0.0
スイス	1.7	-1.8	0.0
英国	3.2	3.3	-0.1
ロシア	0.6	1.3	-0.0
南アフリカ	0.4	4.5	-0.0
トルコ	0.5	-11.2	0.1
アルゼンチン	0.3	-11.7	0.0
その他(残差)	15.0		-0.4
21年1～4月の NEER	-	-0.9	-0.9

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。

通貨変化率は20年12月31日～20年5月10日

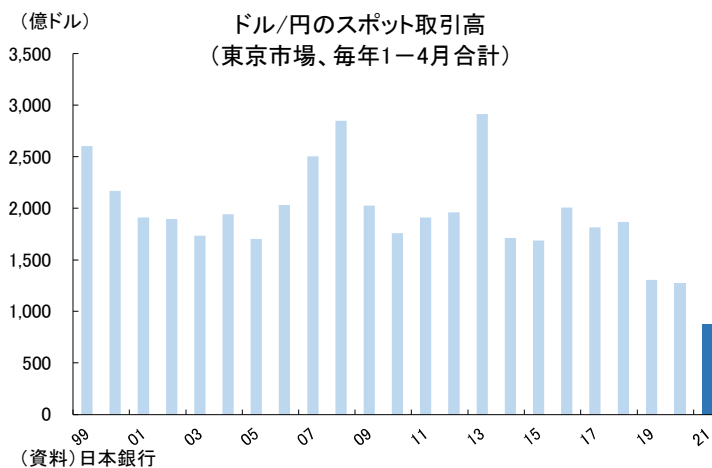
～著しく細るドル/円の取引量～

年初からの米金利急騰を踏まえれば、3 月以降の株安や金利低下、それに応じたドル安は健全な調整であり、次のステップに進むために必要な動きだと筆者は考えている。しかし、上述してきたように、そうした調整局面でも円に対する買い戻しは入らなかった。最近の本欄では繰り返し論じているように、ワクチン接種がアフリカ大陸並みにしか進まず、緊急事態宣言という掛け声の下で漫然と行動規制を継続している日本に対して(その防疫政策の是非はここで論じないが)、金融市場が関心を持っていないのは自然である。既に述べたように、年初来でカナダドルが評価されているのは短期間にワクチン接種が進捗し、大陸欧州を抜き去り、それに伴い金融政策の正常化にまで着手してきたからである。また、最近になってユーロが堅調を取り戻しているのも 4 月末以降、大陸欧州で行

動制限の解除が進み、EU 全体としてワクチン調達戦略が奏功し始めていることが評価されている側面がありそうである。為替市場はあくまで変化幅や方向感を評価する世界であり、「犠牲者は少ないが漫然とした行動規制の下、低成長が続く」という円はどうしても触り難い存在になる。

ドル/円相場に対する関心の低さは

取引量にも表れている。1～4 月合計のドル/円のスポット取引高は 874 億ドルだが、これは過去 5 年平均(1654 億ドル)、過去 10 年平均(1845 億ドル)、過去 20 年平均(1940 億ドル)のいずれと比べても著しく小さい(図)。もちろん、首都圏を中心として年明け以降の殆どで緊急事態宣言期間を強いられ、市場参加者の多くが在宅勤務になるなどの影響もあって取引が細まっているという面



もあるのだろう。しかし、それ以前に「テーマ性がない」と考える市場参加者は多いのではないだろうか。過去の本欄でも論じたが、為替取引の「花」はやはり中央銀行の「次の一手」を巡る思惑とそれに乗じた取引である。もはや 3 月に公表された政策点検を経て、黒田体制下の政策運営は現状維持が既定路線となってしまった感がある。元より円金利は動かず、欧米金利は動意があるのだから、売られた円を買い戻す必然性は大きくない。

今後、リスクオフムードが高まり、再び「世界最大の対外純資産国」のような需給がテーマ視されるようになれば、円に対する関心も高まるだろうが、アフターコロナを展望する現状からは距離のある話である。正常化ムードに乗り遅れた円をわざわざ触ろうとする理由は今のところ乏しいと言わざるを得ないだろう。ドル/円相場に動意を期待するとすれば、それは円を手放す流れであり、リスクは円安方向に広がっていると考えておきたい。

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5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクテン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクテン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクテン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来初の為替市場から見える「今年のテーマ」
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、ワクテン、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」「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～
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	前門のプレジデント、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「収穫減」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