

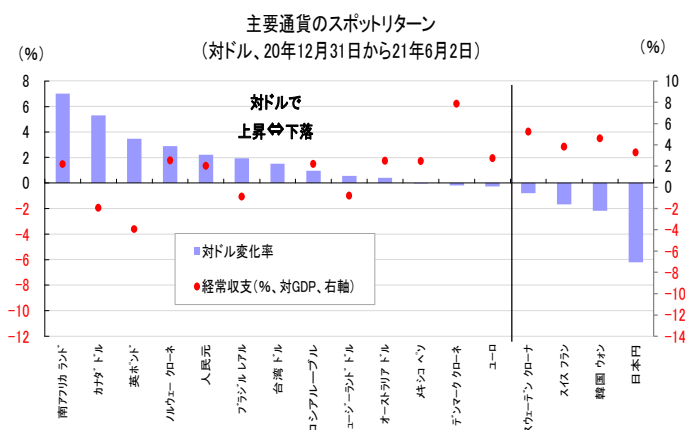
みずほマーケット・トピック(2020年6月3日)

「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～

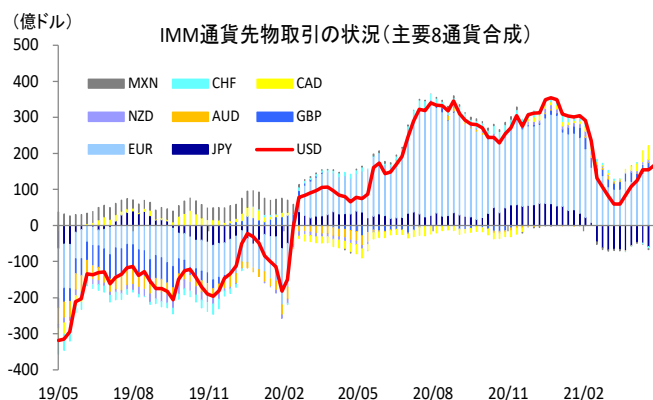
為替市場ではドル相場の軟化が目立つ状況が続くが、ドル/円相場が下落する兆候はなく、円独歩安の機運。IMM 通貨先物取引における対ドルポジションを見ても、対ドルで大幅に売り持ちされているのは円だけ。ワクチン接種の遅延が景気格差にリンクしており、日本の遅れがそのまま為替に反映されているという理解が概ね正しい。ここにきて日本でもワクチン接種率が高まり始めているものの、日本が今の欧米並みのワクチン接種率に辿り着く頃には、それはもう市場のテーマではなくなっているはず。市場参加者からすれば今後の景気格差拡大が見えている以上、わざわざ話題性に乏しい円を取引する理由はない。この際、買う理由だけではなく売る理由にも乏しいという点がポイント。「世界最大の対外純資産国」であり、足許では貿易黒字も常態化しているため、円が一方的に売られる状況にもなりづらい。1-5月のドル/円市場のスポット取引高は史上最低である。円にまつわる「蚊帳の外」感は強まっている状況。

～円独歩安の状況～

為替市場はドル相場の軟化が目立つ状況が続いている。とはいえ、本欄では繰り返し論じているように、このような状況にあってもドル/円相場が下落する兆候はなく、円独歩安の機運が強まっている。年初来の対ドル変化率に関し、主要通貨の現状を見たものが右図である。現状、対ドルで下落している通貨の方が珍しい状況だが、その中でも円の下落幅は突出している。また、下落している通貨の全てが GDP+2%以上の経常黒字国であり、「需給が評価されにくい相場環境」ということも分かる。片や、カナダドルや英ポンドのような経常赤字国でも大きめの上昇幅を実現しているのは、やはりワクチン接種率と経済正常化への期待値が高いということの表れなのだろう。英国はインド変異株の感染拡大が懸念され、6月21日の完全な行動制限解除が延期される可能性が高まっているものの、6月1日には昨年7月以来の「死者ゼロ」を実現している。ワクチンにより日常が



(資料) Bloomberg, IMF、経常収支は2020年予想の数字



(資料) Bloomberg

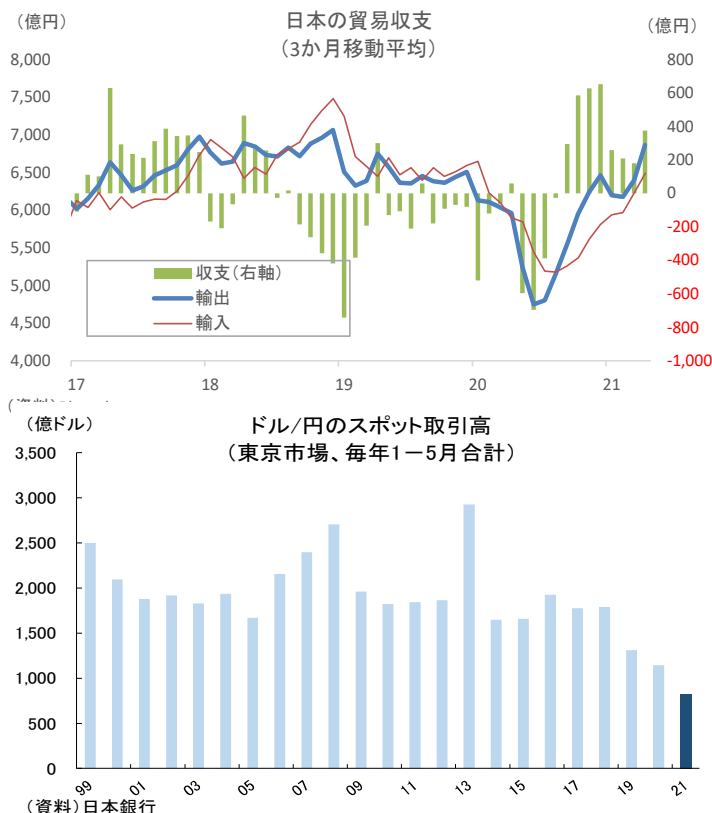
復活しつつあるのは間違いないだろう。為替市場はそこを素直に評価しているのだと言える。

IMM 通貨先物取引における対ドルポジションを見ても、対ドルで大幅に売り持ちされているのは円だけであり、円独歩安というフレーズがしっくり嵌まる。

～「史上最低の取引高」と強まる「蚊帳の外」感～

過去にも議論したが、そもそも4月以降のはっきりとしたドル安地合いでも買い戻されることがなかったという事実は「買い戻す価値がない」と整理されていることの裏返しだろう。3月の政策点検を経て日銀の「次の一手」は「黒田総裁退任まで現状維持」という目線すら出ている。元々動かない円金利はさらに動かなくなった。また、他の先進国では高いワクチン接種率を背景に行動制限解除が話題となるが、日本では緊急事態宣言が繰り返され、4～6月期全てが緊急事態という状況に陥ってしまった。今期のマイナスを受け、日本だけがテクニカルリセッションが確定と見られる。ここにきて日本でもワクチン接種率が高まり始めており、それ自体は朗報である。しかし、金融市場はあくまで相対的な評価が物を言う世界である。日本が今の欧米並みのワクチン接種率に迫り着く頃には、それはもう市場のテーマではなくなっており、資産価格には影響しないだろう。足許の接種ペースを前提にした場合、集団免疫獲得に必要とされる接種率(70%)に到達するのは英国で今年8月、米国やドイツで今年10月と言われている¹。その段階に至れば、ワクチン接種率への関心は薄れ、マスク着用義務の解除や大規模イベントの再開、ワクチンパスポートの稼働などにトピックが移るのではないかと。金融政策はテーパリングを筆頭に出口戦略の「可否」ではなく「時期」が話題になるはずだ。そうした状況を横目に日本では根拠薄弱な行動制限が繰り返されているのではないかと。

こうした彼我の差は年初から常にテーマ視されてきたが、年後半にかけてさらに可視的になり、社会全般で話題になることだろう。もちろん、ワクチンの開発・調達・接種を今嘆いても詮無きことではある。だが、市場参加者からすれば今後の経済格差拡大が高確率で見えている以上、わざわざ話題性に乏しい円を取引する理由はない。この際、買う理由だけではなく売る理由にも乏しいという点がポイントである。過去の本欄でも議論したように²、そうは言っても日本は30年連続で「世界最大の対外純資産国」であり、多額の経常黒字は元より過去1年では貿易黒字も常態化している。このような通貨を一方的に売り進めるのも憚られる面はあるだろう。結局、買い戻す理由もなければ、売り



¹ 日本経済新聞電子版『チャートで見るコロナワクチン世界の接種状況は』を参照。

² 本欄 2021 年 5 月 26 日『30 年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり』をご参照下さい。

を積み上げる理由もないというのが今の円の立ち位置ではないだろうか。これは取引高に現れている(前頁図・下)。ドル/円相場のスポット取引高は1～5月合計で827億ドルだった。過去5年平均で1371億ドル、過去10年平均で1687億ドル、過去20年平均で1850億ドルである。過去10年平均の半分以下にまで取引高が落ちている背景に、緊急事態宣言の常態化に伴い在宅勤務率の上昇などが寄与している可能性もあるが、取引する理由に乏しいという事情もあるのではないか。理由はどうあれ、為替市場全体で起きていることから円が「蚊帳の外」に置かれているという印象は否めず、今年も値幅の出ないレンジ相場に収束する公算が大きくなっているように見受けられる。

市場営業部兼金融市場部
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6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
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値と米消費者心理
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チ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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しを示す新興国の憂鬱
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チン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
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プレビュー～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政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆～
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」
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？～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」～