

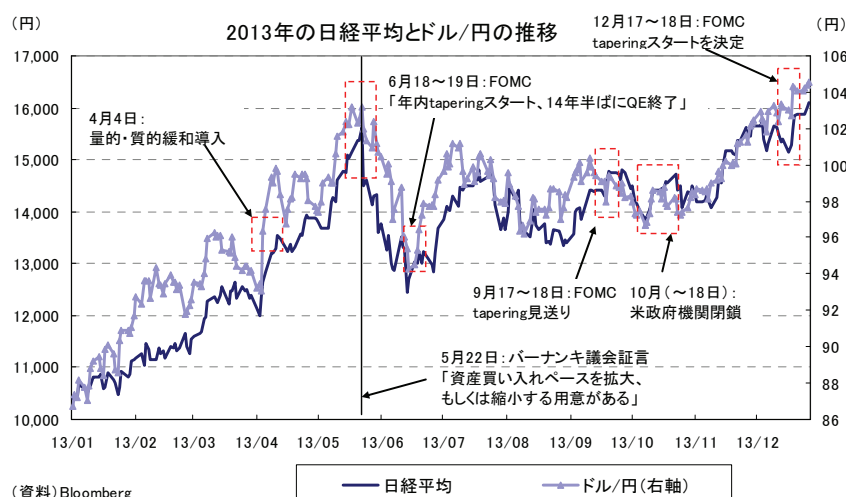
みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 26 日)

2013 年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む 2014 年～

今年 1 年をドル/円相場を中心に簡単に振り返り、2014 年にかけての節目を考察したい(14 年見通しの詳細は 12 月 25 日発行『中期為替相場見通し』をご参照下さい)。今年のドル/円のレンジ(最高値-最安値)は 18.11 円となり、史上最小レンジであった 11 年(10.18 円)や 12 年(10.76 円)から一転し、リーマンショックを経験した 08 年(25.07 円)以来、5 年ぶりの大相場となった。14 年を見通す上での鍵はやはり株価になりそうだが、13 年の年初来の日本株買い越し累積額をドル建てで測ると、05～06 年を圧倒的に凌駕する規模となっており、過熱感も禁じ得ないのも事実。ドル/円の具体的な上値目途としては 110 円。プラザ合意以降、1 度も破られたことの無い OECD 算出の民間消費ベース購買力平価(113.33 円)に挑戦する年に。

～2013年のドル/円相場は5年ぶりの大相場～

2013年の締め括りにドル/円相場を中心に簡単に振り返り、2014年の節目になりそうな水準を考察してみたい(2014年見通しの詳細は12月25日発行の『中期為替相場見通し』をご参照下さい)。右図は年初来から本日までのドル/円の推移である。一瞥しても分かるように、年初来で見て、円が対ドルで上昇する時間帯は一度も見られず、5年ぶりの



高値水準での越年が確実である。日経平均株価の年初来50%上昇に比べれば抑制された値動きと言えるが、今年のドル/円のレンジ(最高値-最安値)は18.11円(104.64円-86.53円、※ブルームバーグ数値を使用、以下同)となり、史上最小レンジであった2011年(10.18円:85.53円-75.35円)や2012年(10.76円:86.79円-76.03円)から一転し、リーマンショックを経験した2008年(25.07円:112.21円-87.14円)以来の大きなレンジとなった。ひとえに2012年11月の衆議院解散を境に「安倍政権でレジームチェンジ」、「異次元緩和でデフレ脱却」というやや直情的な発想がもたらした大相場だったと言える。

～株の年初来買い越し累積額(ドル建て)は2006年を凌駕～

だが、安倍政権関連の材料で相場が動かなくなっているのも事実である。今年のドル/円相場

のレンジが大きいといっても、その大半は1月から5月の5か月間の出来事である。前頁図に示しているように、今年のドル/円相場のハイライトは黒田総裁の誕生とこれに付随する量的・質的緩和(QQE)の導入であり、事実、この前後で株と為替は急騰した。

しかし、アベノミクスやQQEをドライバーとする円安・株高の流れは5月22日のバーナンキFRB議長による議会証言を受けて、翌23日に日経平均株価が大暴落(前日比▲1143.28円)したことで途切れることになる。バーナンキ議長が量的緩和の縮小(tapering)を匂わせて以来、下半期の相場は全てtapering観測の前進・後退で説明される状況が続き、この間に安倍政権絡みの材料で相場の方向感が決まるようなことは殆どなかった。

言い換えれば、5月22日以降は「FRBの顔色を窺いながら為替相場が動く」という「普通の世界」が戻ってきただけとも言える。あくまで2012年11月から今年5月までの円安・株高相場が異様なものであり、当時の高値水準を維持している現状はやや出来すぎの印象もある。この出来すぎ状態は株価の先行き次第ということになるが、ドル建て日経平均株価が2000年以降の節目である「150ドル」を超え、海外勢にとって高値警戒が生じているという可能性は本欄でも執拗に指摘している。

また、類似の論点として、2013年の海外から日本への株式買い越し累積額にも若干危うさを感じる。「円安で割安になった日本株を買っている」という主張には一理あるが、既に年初来の買い越し累積額は、ドル建てで見ると、金融バブル絶頂だった2005年や2006年を凌駕しており(表)、過熱感を覚える部分もある。今年は円安と株高の因果関係が交互に入れ替わるような局面が断続的に見られたが、基本的には円の先安感を当て込んで日本株を買っている向きは少なくないものと推測する。裏を返せば、円安相場が少しでも躓けば、日経平均株価には一気に割高感が生じ、調整を迫られる可能性がある。

年初来49週の株式への対内証券投資累計

	円建て(兆円)	ドル建て(億ドル)
2005年	19.4	1,070
2006年	17.4	595
2007年	21.4	381
2008年	-4.3	-673
2009年	-6.2	-65
2010年	9.9	177
2011年	20.4	30
2012年	10.0	89
2013年	14.4	1,411

(資料)財務省、Bloomberg。※各年、年初来49週での買い越し累計額。各週データのドル換算には金曜日の終値(Bloomberg)を使用。

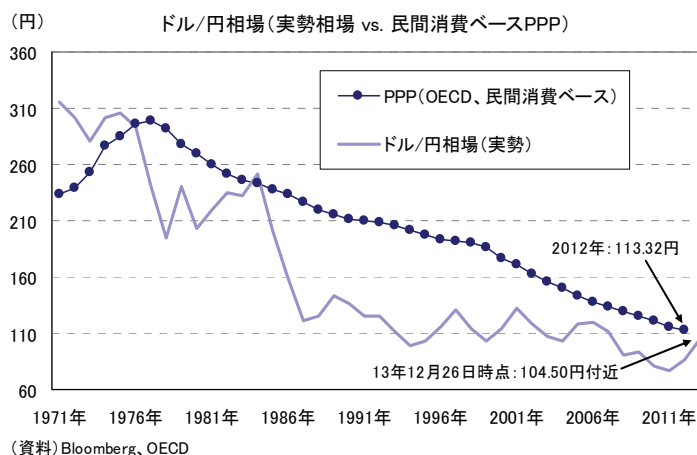
もちろん、機関投資家において、新興国や欧州への投資に期待が持てない中、ポートフォリオ上で日本株に割り当てられたシェアが相対的に拡大された(アンダーウェイト→ニュートラル、ニュートラル→オーバーウェイト)という考え方はある。安倍政権下でのリフレ政策を無条件に誉めそやす海外投資家のムードを踏まえれば、これも有り得るだろう。但し、簡単に掛けられた梯子は簡単に外される可能性もある。円安効果剥落を背景とする消費者物価指数(CPI)のピークアウトや消費増税後の成長率鈍化が明らかになる4～6月期以降を目にしても、海外投資家が同じようなモメンタムを保ちつつ、日本株買いを継続するかどうか注目したい。

～14年はプラザ合意以来の動きを狙うか～

『中期為替相場見通し』でも示したように、2014年を見通すに当たっては、110円を一つの上値目途と考えたい。これは本欄でOECD算出のGDPベース購買力平価(PPP、2012年)が105円付近を示唆していること、1990年代後半から実勢相場の天井となってきた企業物価ベースPPP(1973年

基準)が98円であり、そこから10%のオーバーシュートを見込んでも108円程度にしかならないこと、そして110円以上では物価測度から有力な手掛かりがないこと、などを理由としている。

なお、『中期為替相場見通し』でも言及したように、OECD算出の民間消費ベースPPPが2012年時点で113.3円を示しているが、図に示されるように、実勢相場が同基準を超えて円安になったことはプラザ合意以降、1度もない(2013年の民間消費ベースPPPがあれば、より有用な手掛かりとなるが、残念ながらまだ未公表)。「経験の無い貿易赤字や金融緩和を踏まえれば、この壁すら突破できるはず」という考え方もあるが、消費者が享受する全ての財・サービス(極端に言えば床屋の値段まで)を日米で等価にするような為替レートがフェアなものかどうかは定かではない。ただ、そのようなレートですら、113円程度の円安しか示唆していない、という考え方も有り得るだろう。いずれにせよ、2014年は、ある意味で、プラザ合意以来の動きを狙う年という見方も出来るかもしれない。



以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

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/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～