

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 29 日)

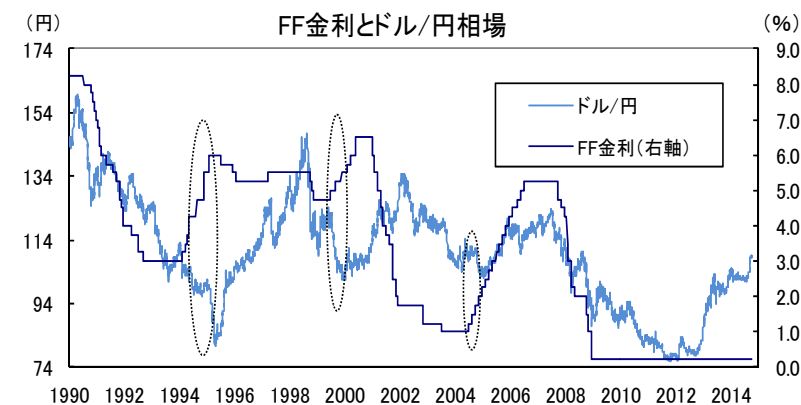
ドル高を阻むもの

当面の為替相場に関しては、FRB の金融政策運営などを踏まえ、「ドル高、向かうところ敵なし」のような展開が想像される。しかし、得てして市場参加者のコンセンサスが一点に集中するストーリーが実現する方が稀であり、ドル高を阻むものが何なのか、想定を立てて置くことには一定の意味がある。例えば、過去 20 年で見えた場合、FRB が利上げをスタートするタイミングでドル/円相場ないしドル相場全体が下落することは多かった印象はある。また、「ドル全面高について米国がどのような思いを抱くのか」という論点も重要だろう。また、8 月下旬以降のドル高相場がさらに加速した場合、コア PCE デフレーターが下押しされる展開も考えられる。また、ドル高に伴い輸出がもたらす成長への寄与が落ち込むことも不安視されることから、10 月の米為替政策報告書がドル高をどのように評価するかも注目。ドル高継続がベースながらも、押し目も想定しておきたい。

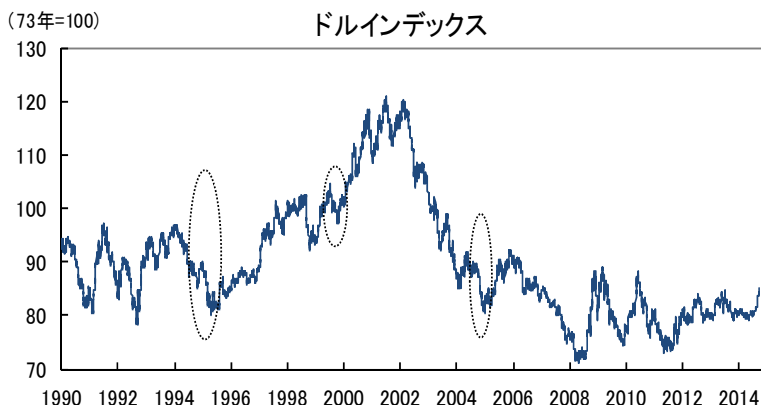
～ドル高を阻むもの①:利上げ後にドル売りの歴史?～

先週のドル相場も続伸で越週した。FRB の金融政策運営に関しては、紆余曲折はあっても早ければ来年末、遅くとも来年後半には金利の引き上げがスタートするとの見通しが支配的であり、真っ当に考えると「ドル高、向かうところ敵なし」のような展開が想像される。しかし、そのようなイージーなストーリーが本当に実現し得るのか、一抹の不安は覚える。得てして市場参加者のコンセンサスが一点に集中するストーリーが実現する方が稀であり、ドル高を阻むものが何なのか、想定を立てて置くことには一定の意味があるだろう。

例えば、「FRB の利上げスタート→ドル全面高の始まり」という一見して正しそうな想定には注意が必要である。図に示されるように、過去 20 年で見えた場合、FRB が利上げをスタートするタイミングでドル/円相場ないしドル相場全体が下落するこ



(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

とは多かった印象を受ける。これは利上げに合わせて米国債からの資金引き揚げが発生している可能性やそもそも米国が利上げできるようなタイミングでは新興・資源国通貨も複数回の利上げに踏み切っており、ドルは調達通貨としての立ち位置の下、むしろ軟化しやすいという事情が推測される。後者の見方については、現状そして当面の世界経済が米国一強となりそうなことを踏まえると、今次局面がそうした事例に当て嵌まる可能性は低そうである。だが、前者については米長期金利が依然として低位安定している状況を考慮すれば、同様の展開が繰り返される可能性も否定できない。そもそも「噂で買って、事実で売る」は相場の常套パターンであり、利上げ後のドル反落はさほど不思議な展開でもない。

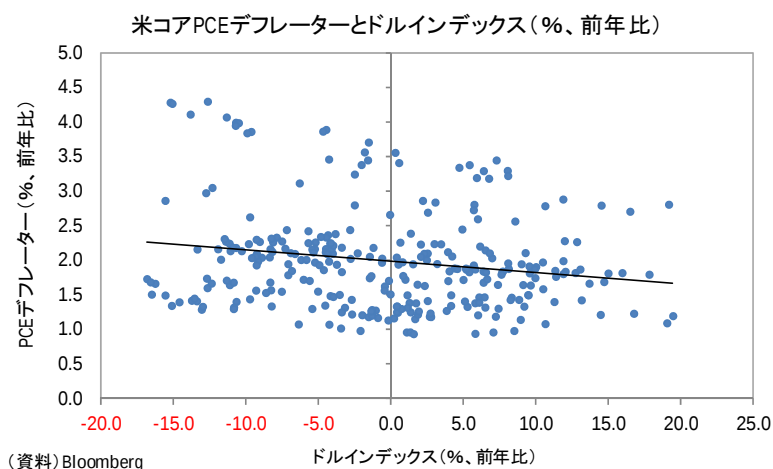
～ドル高と輸出及び物価～

また、「ドル全面高について米国がどのような思いを抱くのか」という論点も重要である。先週 24 日(水)にはイエレン FRB 議長と共にハト派の筆頭と目されるダドリー・ニューヨーク連銀総裁から以下のような言動が発せられたことが話題になった(24 日、ブルームバーグ)：

- ドルが大幅に上昇すれば、経済成長への影響を伴うことになる。
- 通商面の実績が悪化し、輸出が減り輸入が増える。
- ドルの大幅上昇はインフレを抑える傾向がある。従って2%の目標達成は一層難しくなる。このことを考慮するのは当然だろう。

最初 2 点はドル高に伴い輸出が減速する可能性を指摘したものである。確かに昨年 4～6 月期以降、過去 1 年間の実質 GDP を振り返ると、天候要因が大きく影響した今年 1～3 月期を除けば、基本的に輸出は平均 1 ポイント以上のプラス寄与であり、これが失速することは成長率に対して相応に大きな影響を与えそうである。この点、自動車を中心とする米産業界からドル高を牽制する様な声が報じられ始めたら黄信号であり、まずは 10 月公表の為替政策報告書の出方に注目したい(恐らく同報告書では特にユーロ圏への厳しい表現が見られるように思われる)。

3 点目はやや解せない。足許のドル高はあくまで FRB が正常化プロセスに着手したことを受けての動きである。これを捉えて、デュアルマンドートの一角である「物価の安定」が脅かされるからやはり正常化の手綱を緩めるべき、という主張はどこか堂々巡りの印象を受ける。ただ 1 つ言えることは、現状程度のドル高で腰折れを懸念するような景気であれば、そもそも正常化は時期尚早だったということだろう(ダドリー総裁もそのような点を述べたかったのかもしれない)。なお、ドルインデックスとFRBの注視する米コア個人消費支出(PCE)デフレーターの間にはさほど強い相関



があるとはいづらいが(前頁図)、8 月下旬以来のように前年比 3%程度のドル相場の上昇が続いた場合、図から得られるラフなイメージに従えば、確かにコア PCE デフレーターは 2%以内の伸びに抑制されそうであり、さらならドル高となれば、2%からの距離はより大きくなる可能性もある。

～押し目が全くないわけではない～

真っ当に考えれば当面の為替相場予想はドル高シナリオを主軸に置かざるを得ない(特に対円では)。しかし、市場が当然視しているシナリオがすんなり現実になることが稀有であるとの経験則も踏まえれば、ドル高を阻むものとして何が考えられそうかに思索を巡らせることも見通しにとって同程度に重要である。極力安値でドルを拾いたい向きからすれば、押し目が全くないわけではないとの思いで、市場を見ていくことが推奨される。

以 上

国際為替部
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。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～積み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始まったユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)