

みずほマーケット・トピック(2014 年 12 月 17 日)

2014 年の値幅と来年への含意～「97-98 年」との比較～

今年も残すところあと半月となったところで、2014 年の値幅を振り返り、来年への含意を考えてみたい。今年のドル/円相場の値幅は 21.09 円で、これは 6 年ぶりの大相場。だが、この値幅の殆どは 10 月 31 日のハロウィン緩和以降のもの。僅か 1 か月半における強烈的な円安は輸入企業を筆頭とする実需勢にとっては相当酷な相場つきだったと言える。なお、今年 10～12 月期の値幅(16.6 円)は円買い介入が行われた 98 年当時の円安ペースに匹敵するものであり、「水準ではなくスピードが問題」というロジックが検討される芽はある。だが、本当にそのような事態を想定するのであれば悲観ムード一色であった当時と類似する様な状況が必要であり、現状では尚早な想定。

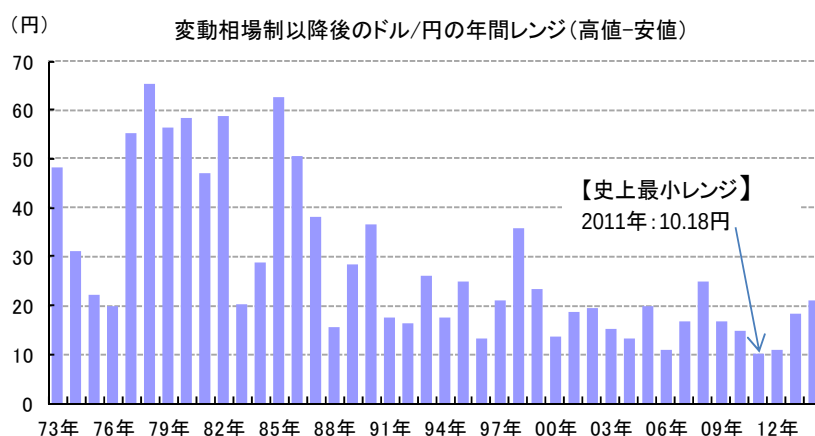
～ロシアがドル/円相場の方向感を規定する状況続く～

昨日は原油価格下落を背景とするロシア・ルーブル急落が嫌気される中で NY ダウ平均が大幅続落となり、ドル/円相場も一時 115.57 円まで下押しされている。その後、原油価格が落ち着きを取り戻したことで本日東京時間午前には 117 円台まで値を戻しているものの、依然として不安定な地合いが続いている。ロシア中銀のシベツォフ第 1 副総裁がルーブル急落について「危機的な状況」、「近日中に 2008 年に匹敵する状況が訪れる」などと切迫感を隠しておらず、ルーブル相場ひいてはロシアの経済・金融状況がドル/円相場の方向感を規定するような状況が続きそうである。

～2014 年のドル/円は 6 年ぶりの大相場。1 か月半で 12 円弱～

なお、今年も残すところあと半月となったところで、2014 年の値幅を振り返ってみたい。足許で円高が進行しているものの、さすがに年初来安値(100.76 円)に影響する様な事態は想定されず、以下の議論には影響しないだろう(高値が伸びる余地はあるが)。

今年のドル/円相場の値幅は 21.09 円(121.85 円-100.76



(資料)Bloomberg

円、※Bloomberg 参照値)で、これは 6 年ぶりの大相場ということになる(図)。だが、この値幅の殆どは 10 月 31 日のハロウィン緩和以降のものであり、10 月 30 日までは 9.33 円(110.09 円-100.76 円)と、この時点では変動相場移行後の年間最小値幅であった(なお、これまでの年間最小値幅は

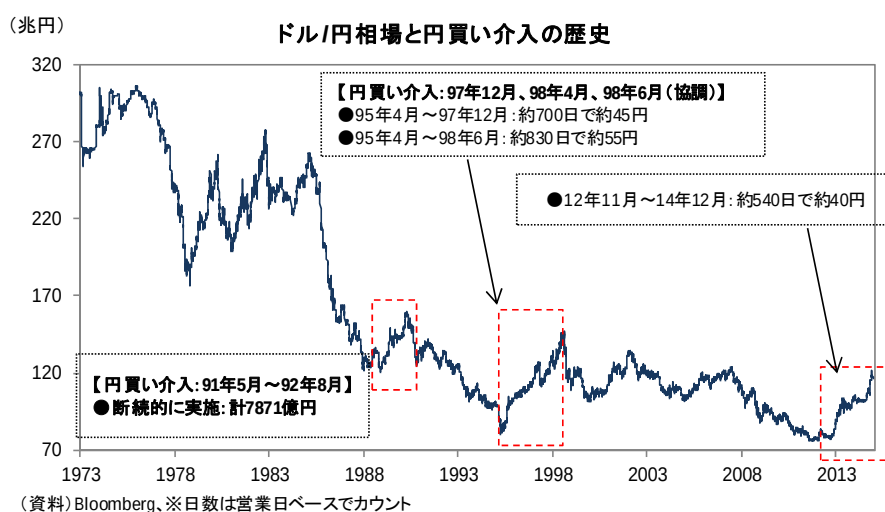
2011 年の 10.18 円)。つまり、僅か 1 か月半の間に 12 円弱、円安が進行したことになる。一方向にこのスピードで加速したことは輸入企業を筆頭としてドルを手当てしなくてはならない向きにとっては相当酷な相場つきだったと言える。こうした経緯もあり、「安ドル」への実需は根強い状況が続いていると考えられ、必然的にドル/円相場の下値を堅いものとしている。

なお、四半期の値幅で見ると今年 10～12 月期は 16.6 円(121.85 円-105.23 円)であり、これは 2008 年 10～12 月期の 19.4 円(106.53 円-87.14 円)以来の大きなものであるが、当時は円高方向への動きであった点が異なる。円安方向の動きで今年 10～12 月期よりも振れ幅が大きい局面となると、大手金融機関の連続破綻など金融危機を受けて「日本売り」などがテーマ視されていた 1998 年 4～6 月期の 19.4 円(146.78 円-127.38 円)や同年 7～9 月期(147.66 円-129.19 円)などまで遡る必要がある。後述するように、当時は円買い・ドル売り為替介入が行われていた。

なお、年間平均レンジについて言えば、過去 5 年で 14.1 円、過去 10 年で 15.6 円、過去 20 年で 18.2 円となっている。2014 年 11 月 28 日発行の『中期為替相場見通し』では 2015 年の上値目途を 130 円に設定しているが、各々のレンジで推移したとしてもラフに「116 円～130 円」、「114 円～130 円」、「112 円～130 円」となり、少なくとも 110 円を下回る相場は難しいというイメージになる。ドル/円相場の水準感は今年 11 月以降、正確にはハロウィン緩和以降でシフトアップされたと考えられるだろう。また、こうして見ると、円安予想が市場に蔓延する中であって「110 円を割れると思うか否か」が 1 つの注目点となりそうである(『中期為替相場見通し』ではそこまで想定していない)。

～「97-98 年」との比較～

上述したように本邦金融危機などを背景として 1997 年から 1998 年にかけては「日本売り」の色合いを帯びた円安が進行していた。この際、1997 年 10～12 月期や 1998 年 4～6 月期には円買い・ドル売り介入が行われており、当時と現在を重ね見る向きもある。上述したように、値幅で見た場合、今年 10～12 月



期(16.6 円)は当時の円安局面と匹敵するため、「水準ではなくスピードが問題」という観点に立ち、政策的な対応が検討されても一応の道理は立ちそうな状況ではある。

また、アベノミクス相場という大きな括りで見した場合、野田首相(当時)が衆議院解散の意思表示をした 2012 年 11 月 14 日から足許(2014 年 12 月 17 日)に至るまで、約 540 日間(以下 Bloomberg データを元に営業日ベース)で約 40 円(116 円-79 円)の円安が進んでいる。こうした状況は、1995 年 4 月 19 日に 79.75 円をつけてから約 700 日間で約 45 円の円安・ドル高が進行し、1997 年 12 月 17～19 日に 1 兆 591 億円の円買い・ドル売り介入へ踏み切った局面を確かに彷彿とさせる。なお、この後、1998 年 4 月 9～10 日及び 6 月 17 日にも 3 兆 470 億円の円買い・ドル売り介入を行っ

ている。特に 6 月の介入時のドル/円相場は 140 円付近で推移しており、日米協調介入が大いに影響力を発揮したことで知られる。この 6 月の円買い介入は約 830 日間で約 55 円の円安・ドル高が進行した末のアクションだが、今からあと約 15 か月間(約 300 日間、※1 か月 20 日営業日と仮定)で 135 円程度までの円安が進むのだとすれば、当時と同様のイメージに帰着する(そうなるとアベノミクス開始から約 840 日間で 56 円程度の円安となる)。こう考えると、やはり「130 円」は来年にかけて警戒される節目となろう。ちなみに、円買い介入は 1998 年 6 月を最後に行われていないが、この時、榊原英資・財務官と共に介入にあたったのが現日銀総裁の黒田東彦・国際金融局長である。

～あくまでリスクシナリオの 1 つ～

しかし、これらは値幅だけに論点を絞った議論であり、それをもって円買い介入の正当性を検討するのは難しい。そもそも貿易赤字の国で通貨安が進むのは当然であり、これを政策的に反転させることが先進 7 か国財務大臣・中央銀行総裁会議(G7)声明における「為替レートは市場において決定されるべきこと」に照らして許容され得るのかという問題はあろう。

恐らく、本当にそのような事態を想定するのであれば悲観ムード一色であった 1997～98 年と類似する様な状況が必要になる。国内において株、債券、為替のトリプル安が慢性化した場合、「危機的状況に対抗するための円買い介入」というロジックは当然検討されてしかるべきである(この点、量的・質的金融緩和の下で債券市場のアラーム機能が切られてしまっていることは悩ましい)。G7 声明でも「為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得る」として、秩序維持を企図する為替介入まで排除されているわけではない。目先で言えば、GDP が数四半期連続でマイナスになったり、円安倒産が社会問題として注目を浴びる環境になったりする事態に至れば、こうした論点がより耳目を浴びてくる可能性はある。また、政府・与党からすれば、来年 4 月に予定される統一地方選挙などにおいて芳しくない結果が出てしまった場合、やはり円安との向き合い方を考える契機になるかもしれない。

なお、対外的には、通貨高方向の介入であれば、反発が限定されるという面はあり、少なくとも露骨に通貨安誘導を図るユーロ圏は静観するかもしれない。また、米国においても、ここもとの原油安やドル高がデフインフレ懸念を高める展開になってくれば、やはり円買い介入を止める理由はない。特に、日本が円安を懸念し、米国がドル高を懸念するとすれば、歴史的には非常に稀だが、日米通貨政策の利害が一致することになり、ドル/円相場も強めの調整を余儀なくされよう(しかし、正常化を慎重に進めたい FRB からすれば、米国債売却に繋がり得る円買い介入は無用な金利のボラティリティを生むとして快く思わない可能性はある)。もちろん、現時点でそこまで踏み込んだ想定が必要だとは考えていないが、ロシアを巡る危機に着地点が見えてくれば、再び円安が走り出す可能性高いため、2015 年におけるリスクシナリオの 1 つとしては留意しておきたい。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
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～伸び悩む実質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～曇り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	格差が出始め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～)