

みずほマーケット・トピック(2015 年 8 月 26 日)

混乱を受けたドル/円相場の見通し改定について【暫定】

正式なハウスビュー改定は来週 31 日発行予定の『中期為替相場見通し』を参照頂きたいが、暫定的に筆者の基本認識を示しておきたい。現在のメインシナリオは「2015 年が円安の最後の年であり、2016 年には円高へ折り返す」というものだが、このシナリオは活かしたい意向。もちろん、「8・24 ショック」を受けて予想レンジの水準を円高方向に修正することは不可避であり、年内 130 円到達は厳しくなり、下値の目線も 115 円程度まで下げる必要が出てきた。だが、「年内円安・来年円高」とのパス(方向感)まで修正することは考えず。筆者が参照にする基礎的需給は「円買い傾斜(円売り<円買い)」となっているわけではなく、目先で一方的な円高が続くのかは疑問。但し、FRB 利上げが「1 回もできない」という事態に陥った場合、これまで 16 年 1～3 月期と想定していた円高反転のタイミングが 15 年 10～12 月期に前倒しとなるリスクが出てきていることには注意。今のところリスクシナリオの位置付けだが、いつメインシナリオに転じても不思議ではない。

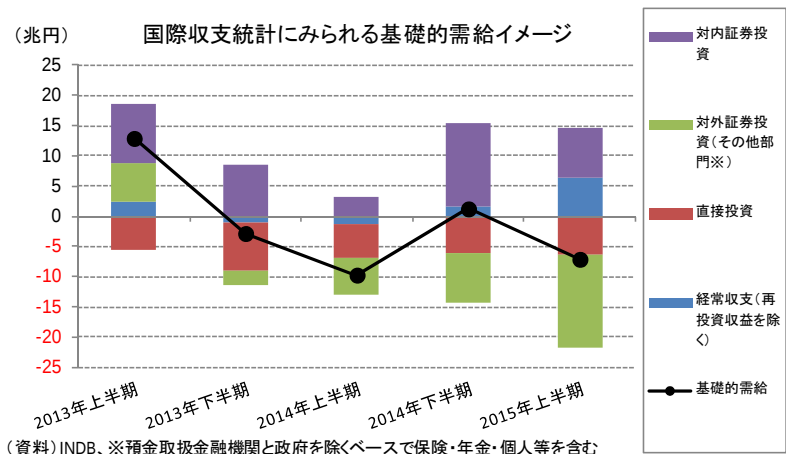
～短期調整の望みは薄い～

昨日の金融市場も国内外共に大荒れとなっている。中国人民銀行による各種政策金利の引き下げを受けて市場心理が改善し、NYダウ平均も一時前日比+300ドル超の上げ幅で始まったものの、終盤(引け前の 1 時間)にかけて 440 ドル超の急落となり、結局同▲204.91 ドルで取引を終えた。混乱の震源が中国経済減速にある以上、残念ながら短期間の調整で終わることはないと考えるべきなのだろう。サマーズ元米財務長官の「非常に深刻な状況の初期段階に入った可能性がある」とのコメントが報じられているが、同様の予感を覚えている参加者は多いと思われる。こうした状況下、ドル/円も解釈の難しい乱高下を繰り返しており、昨日も 118～120 円を行き来している。

～円高反転のタイミングが「16 年 Q1→15 年 Q4」となる可能性～

混乱を受けて「ドル/円相場の見通しを変更するか」との照会を頂く。詳細な予想レンジ公表は来週 8 月 31 日発行予定の『中期為替相場見通し』をお待ち頂きたいが、暫定的に筆者の基本認識を示しておきたい。繰り返し述べてきているように、現在のメインシナリオは、「2015 年が円安の最後の年であり、2016 年には円高へ折り返す」というもの

だが、現状、このシナリオは活かしたい意向である。もちろん、「8・24 ショック」を受けて予想レンジ



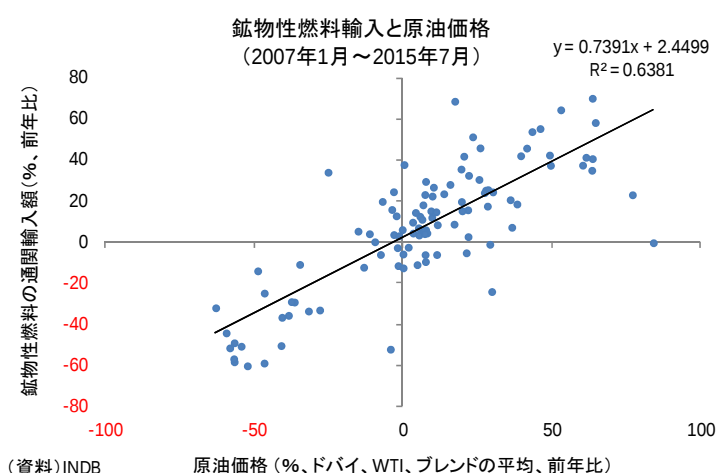
の水準を円高方向に修正することは不可避だろう。本欄では年内に関し、120 円割れはなく、上値目途は 130 円と考えていたが、ショックを受けてその目線は各々 126 円・115 円程度まで下げることになりそうである(※あくまで 8 月 26 日午前の想定)。だが同時に、少なくとも現時点では、「年内円安・来年円高」というパス(方向感)まで修正する必要はないとも考える。

見通し作成に際しては、基礎的需給バランス¹(以下単に基礎的需給)を指針として方向感を見定めるという従前のスタンスが基本である。些細な材料でも動いてしまう為替相場だが、結局、過去 40 年のドル/円の歴史は「円高の歴史」であり、それは「経常黒字の歴史」ないし「貿易黒字の歴史」だった。筆者が“中期”の為替見通しを作る上で、国際収支統計の計数を起点とすることが一番無難と考える理由である。この点、本欄 2015 年 8 月 11 日号『2015 年上半期における円相場の基礎的需給環境』でも述べたように、現段階では基礎的需給が大きく円買い傾斜(円売り<円買い)となる状況は確認されていない(前頁図)。確かに、原油価格が 1 バレル 40 ドルを割り込む展開は想定外であり、今後輸入減少を通じて貿易収支ひいては経常収支が上振れする可能性はある。だが、それだけで貿易収支が黒字転化するわけではない(試算は後述)。ということは、少なくとも年内は貿易収支に関し、「円を売りたい人」が「円を買いたい人」よりも多いという事実は変わりがない。

また、足許の国内金利環境を踏まえれば、国内投資家による対外証券投資(円売り)が加速するという想定も引き続き合理的なものである。事実、統計を見る限り、歴史的な高水準が続いている。だが、円売り傾斜を牽引する対外証券投資の継続は、あくまで FRB が「正常化を諦めないこと」を大前提としたものである。一昨日のロックハート・アトランタ連銀総裁の講演に見られるように、従前のタカ派姿勢が明らかに失速してくるようだと、メインシナリオの修正は必至である。具体的には「円高へ折り返すタイミング」に関し、前倒し修正を検討する必要が生じるだろう。『中期為替相場見通し』では 2016 年 1～3 月期が折り返しのタイミングと見ていたが、2015 年 10～12 月期となる可能性が増し始めている。

～原油安の貿易収支への影響～

今次混乱の発端は中国経済の減速であり、同国の内需を当て込んできた商品価格にも多大なる影響を及ぼしている。過去の本欄でも試算を示したように、原油価格 1% の変化に対して鉱物性燃料の通関輸入額が持つ弾性値は 0.7 程度である。2014 年平均が 1 バレル 96 ドルであったのに対し、2015 年 1～7 月平均は 1 バレル 56 ドル²、このまま 1 バレル 40 ドルで走ると



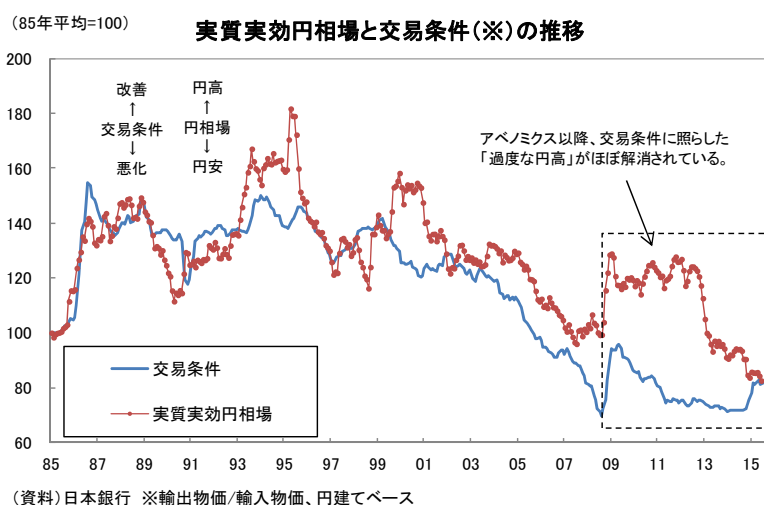
¹ 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したものから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数であり、要するに為替に影響を持ちそうな項目だけ積み上げ、需給のイメージを表現している。円安バブルと呼ばれ、円キャリー取引を筆頭とする投機的取引が隆盛を極めていた 2005～07 年を除けば基礎的需給の方向感は概ね、ドル/円相場の方向感と合致してきた。

² IMF-IFS における「ドバイ、WTI、ブレンドの平均」で算出される原油価格を使用している。

仮定した場合、2015 年平均は 1 バレル 49 ドルとなる。これは 2014～2015 年で約▲49%の下落になる。そして2014年の通関輸入総額約 86 兆円のうち、鉱物性燃料は約 28 兆円と3割超を占める。この数字を元に、原油価格の貿易収支への影響を試算すると、約 9.6 兆円³の貿易赤字縮小が見込まれることになる。だが、2014 年の貿易収支は▲12.8 兆円の赤字であり、原油価格の下落だけで黒字転化を想定するのは無理筋である。しかも、現在の外需環境では、もはや輸出の回復に大きな期待を寄せるのは難しい。上述したように、円売り超過を示す貿易赤字という事実がここに来て変化を迫られているわけではない。

～円安に必要な「孤高の正常化」～

但し、理論的に円安の限界を示す兆候はある。理論上、実質実効為替相場の均衡水準と読み替えられる交易条件指数は明らかに金融危機後の「過度な円高」が解消されたことを示唆しているし(図)、企業物価ベース購買力平価(企業物価 PPP、1973 年基準)から 20%以上も上方乖離した状態は歴史的に見ても異常である(同様の状況はカーター政権のドル防衛時代まで遡る)。それでも筆者が「少なくとも年内は



円安」と想定してきたのは、ひとえに FRB が「孤高の正常化」に走ることによって為替市場でドル全面高が進み、その一環としてドル/円も上昇するから、と考えてきたからである。事実、昨年来の対外証券投資は現行統計開始以来のハイペースであり、円の歴史を振り返っても、こうした「日本人の円売り」が勢いづいている間は円安基調が続くことが多かった。

だが、FRB が正常化プロセスから降りるのであれば、対外証券投資は退潮となり、需給面でも円売りは弱まるだろう。その時は交易条件指数や PPP に応じた円高が進みやすい環境になる。

～確度が高まった「2016 年は円高方向」との予想～

今後注目されるのは、ひとえに FRB の利上げ路線の行方に尽きる。FRB の利上げに対するファイティングポーズが解けない限り、困難な運用環境に直面する国内投資家の対外証券投資への志向が弱まることはないだろう。ゆえに、基礎的需給に従った円安シナリオは継続する。反対に、利上げに対し逃げ腰になれば、本邦からの対外証券投資も鈍化し、「需給は円安」と言いづらくなる。

もちろん、現状での利上げは正気の沙汰とは思えず、普通に考えれば全面撤回を要する局面である。だが、「正常化の虜」となった FRB は過去 2 年間の対話の成果に固執しているようにも見受けられ、9 月利上げが見送られたとしても、イエレン FRB 議長は記者会見で年内利上げに含みを残すだろう(一昨日のロックハート総裁のように)。結果、年内ドル高シナリオが辛うじて延命すると思

³ 49%×0.7×28 兆円≒9.6 兆円で試算している。

われる。但し、利上げがただでさえ苦境にある新興・資源国からの資金流出を加速させることを踏まえれば、もはや利上げは「出来ても 1 回」という線が濃厚である。『中期為替相場見通し』では「FRB 利上げがワンショットで終了するリスク」に言及してきたが、どうやらそのシナリオが現実化しつつあるのではないかと。具体的な水準に関しては、今回のショックを受けてドル/円相場の水準が大きく切り下がったことを踏まえ、全体的に円高方向への修正が必要になることは否めず、結果として年内 130 円の実現が難しい情勢になったと言わざるを得ない。同時に下値目途は 115 円程度まで視野を拡げるべきだろう。だが、反転のタイミングが今年 10～12 月期に食い込む(前倒しされる)可能性が芽生えつつあるものの、今回の市場混乱をもって「2016 年は円高方向」という予想の確度はより高まったとも考えられる。では円高反転のタイミングが 10～12 月期に前倒しされるとすれば、それは何が起きた時か。恐らくそれは FRB の利上げが「1 回もできない」というシナリオに入った時であろう。それは今のところリスクシナリオだが、いつメインシナリオに転じても不思議ではない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分))について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費 & 在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分))～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～」
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)