

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 4 日)

3 度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅

「8・24 ショック」を挟む 8 月以降の丸 3 か月間、ドル/円相場はほぼ 118.50～121.50 円のレンジ取引が続いている。今年も残すところあと 2 か月弱となるが、現状の年間値幅はちょうど 10 円(115.86～125.86 円)で、これは値幅の絶対値で見れば変動為替相場制に移行した 1973 年以来、最小。実は 3 年前の 2012 年や 1 年前の 2014 年も年初来 10 か月間を終えた時点で過去最小値幅という状況にあったが、結局は最後の 2 か月で相場変動に見舞われたという経緯がある。この点、今年は過去 3 年で 2 度失敗した過去最小値幅へのチャレンジの最中という理解になる。歴史的に見れば、12 月及び 1 月が最も年初来高値を更新しやすいタイミングであり、予断を許さないが、既存の想定されている材料では上下ともにレンジをブレイクするには至らないだろう。今年こそ過去最小値幅となる公算が大きいのか。

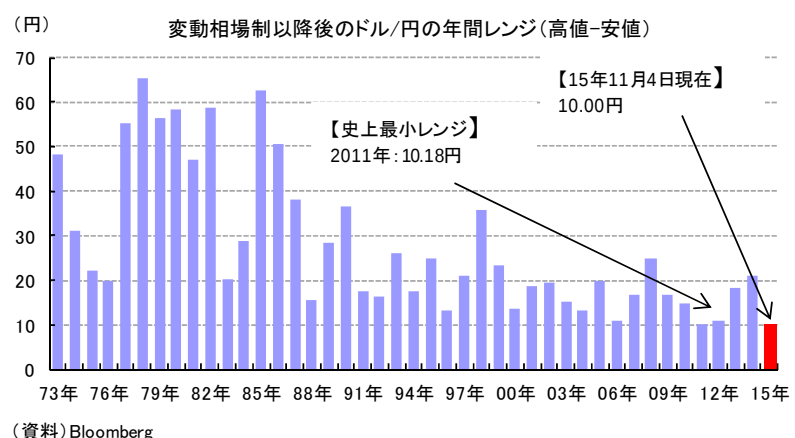
～今年も残すところ 2 か月弱～

昨日のドル/円相場も小動きの展開で、一時 121.23 円の高値をつけたものの上値追いつとはならず方向感に乏しい動きが続いている。これで「8・24 ショック」を挟む 8 月以降の丸 3 か月間、ほぼ 118.50～121.50 円のレンジ取引を続けていることになる。今年も残すところあと 2 か月弱、欧米勢のクリスマス休暇等を踏まえれば実質 1 か月半程度しか残っていないが、今年最大の論点である米利上げが 12 月中旬(FOMC は 12 月 15～16 日)まで残されることになり、最後の最後まで気の抜けない相場になりそうである。既に緩和予告が打たれている ECB 理事会(12 月 3 日)もあることから、今月下旬から来月上旬にかけてはユーロ相場を軸に為替相場は荒れることだろう。

～過去最小レンジ、3 度目の正直～

1 月 16 日のスイスフランショックに始まり、4～7 月はギリシャのチプラス政権とユーログループの激突、これに伴う同国の国民投票やユーロ離脱懸念、8 月以降は中国株式市場の暴落等々、過去 10 か月間を振り返れば既に今年は様々なことがあった。しかし、ドル/円相場は極めて狭い値幅に終始しており、具体的には

115.86～125.86 円、つまりちょうど 10 円しか動いていない。これは値幅の絶対値で見れば変動為替相場制に移行した 1973 年以来、最小となる(図、これまでの最小レンジは 2011 年の 10.18 円)。



FRB が利上げしようとしまいと、どちらにしても議論は尽くされているようにも感じられ、残り 2 か月弱でこの 10 円レンジをブレイクする(足許から上下 5 円以上動く)には迫力不足の材料と思われる。しかし、3 年前の 2012 年や 1 年前の 2014 年も年初来 10 か月間を終えた時点で過去最小値幅という状況にあり、当時の本欄では「今年は過去最小値幅で着地しそう」と注目していた。結果として 2012 年は野田・民主党政権による解散総選挙、その結果としての安倍政権誕生、より具体的にはアベノミクスの台頭もあり、最後の 1 か月半でドル/円相場及び日経平均株価は急加速し、過去最小値幅とはならなかった(2012 年は 10.76 円)。また、昨年に関しては言うまでもないだろう。10 月 31 日のハロウィン緩和によってドル/円相場及び日経平均株価は大きく押し上げられ、これにより過去最小値幅とはならなかった(2014 年は 21.09 円)。今年は過去 3 年で 2 度失敗した過去最小値幅へのチャレンジの最中という理解になる。

～ここから 3 か月間が最も危険?～

今年も駄目(最小値幅ではない)かもしれない、と思わせる材料はある。例えば IMM 通貨先物ポジションを見れば、10 月末に円ショート積み上げが再び始まっている。投機筋の円売り余力はまだ出尽くしていない印象を受け¹、今年最後の一勝負を仕掛けるタイミングを窺っている可能性もある。また、気がかりなアノマリーもある。プラザ合意後の過去 30 年間を振り返ってみると、ドル/円相場が年初来高値をつけるのが最も多かったのが 12 月であり、その次に多いのが 1 月であった。数えてみれば 30 年のうち 14 年がこの 2 か月(12 月と 1 月)で高値更新に至っている(表)。確固たる理由はわかりかねるが、流動性が落ちやすく値が飛びやすいなどの背景があるのかもしれない。いずれにせよ、歴史的に見れば、これからの 3 か月間がドル/円相場が最も上振れしやすい期間の 1 つだったことは事実である。そしてその 3 か月間に今年最大の論点である米利上げが待ち受けていること、ECB が緩和予告を行っていることなどは相応に重くとらえる必要があるかもしれない。

年間高値を達成した月
(85 年以降の過去 30 年を対象)

	高値の回数
1 月	6
2 月	1
3 月	1
4 月	4
5 月	3
6 月	3
7 月	0
8 月	2
9 月	1
10 月	1
11 月	0
12 月	8

(資料) Bloomberg

～過去 3 年とは政治的前提が異なる～

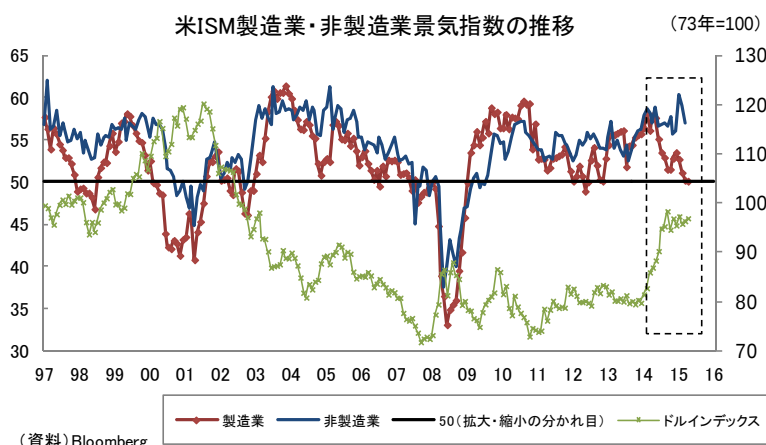
とはいえ、米利上げや ECB 緩和といったような既に相場で言及されている材料だけで新高値をつけに行くのはやはり難しいように思える。過去 3 年と今年の最大の違いは円安・ドル高にまつわるコストが日米両国において政治・経済上の論点となっていることであり、恐らくこの傾向は来年にかけて一段と強まりそうである。本欄 2015 年 10 月 21 日号『米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～』でも議論したように、米財務省は表立ってドル高を批判することは避けているものの、少なくとも通貨高への許容度は過去 1 年で明らかに減退しており、特に対円での上昇を快くは思っていないさそうである。アベノミクスが始まって以降、ドル/円相場は「走り出したら止まらない」という側面が強かったが、それは「走り出しても(日米の)政治が止めるつもりがなかった」という重要な政策

¹ 詳しくは 2015 年 11 月 2 日号『IMM 通貨先物のポジション動向 (2015 年 10 月 27 日時点)』をご参照下さい。

環境があったことを軽視してはならない。

ドル高は米国の実体経済の重石となっている疑いが強く、少なくとも米製造業のマインド悪化とドル高が無関係であったとはとても思えない(図、点線四角で囲った部分)。また、過去 1 年の日本を見れば、円安經由の輸入物価上昇及びその結果としての実質所得悪化が実体経済の足を引っ張ってきた。為替相場見通しを作成する上では、もう過去 3 年とは決定的に日米通貨政策の政治的

前提が異なるのだという事実は念頭に置く必要があるだろう。仮に、12 月に FRB が利上げしたり、ECB の緩和によってユーロ/ドルが急落したりしたとしても、125.86 円を突破するほどの勢いは望めないというのが『中期為替相場見通し』で提示している予想レンジの意図である(裏を返せば 125 円付近までなら有り得るとは考えている)。



～底抜けはないのか？～

なお、以上はアップサイドに関わるリスクを注視したものだが、想定外の円高リスク、要するにドル/円相場が年内に 115.86 円を底抜けする可能性がないわけではない。しかし、この点に関しては依然円売り超過に傾斜する需給環境や市場で燻り続ける日銀追加緩和への思惑も手伝って、決して大きなリスクではないと『中期為替相場見通し』² では考えている。また、先週 30 日の日銀金融政策決定会合における現状維持を経て、大して円高が進まなかったのは暗に「どうせ円高が進めば日銀は動くはず」という黒田プットへの期待が残っていたからに他ならない。さらに言えば、公的年金改革の余波を受けた対外証券投資も依然、(GPIF 以外の主体において)余力が残されているとの見方も多い。経済・金融政策等の意図に照らせば、過度な円安は望まれていないものの、過度な円高はもっと望まれていないのが実情と見受けられ、それゆえ、ドル/円相場が年内に下抜けする可能性は決して高いものではないと考えられる。

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。

² 2015 年 11 月 2 日発行の『中期為替相場見通し』をご参照下さい。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
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ドルの現状と展望について～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～