

みずほマーケット・トピック(2015 年 12 月 28 日)

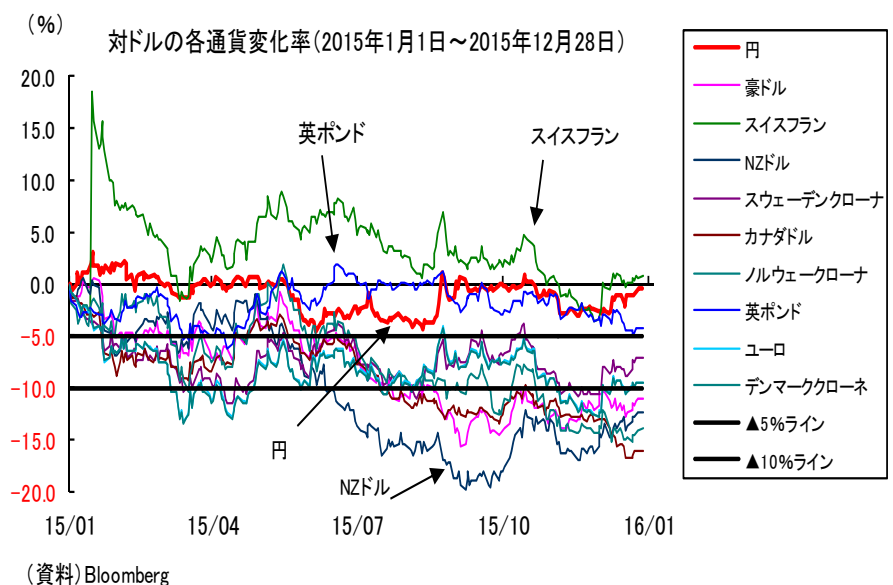
本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で
最終号となります。本年もご愛読有難うございました。
来年も何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

2015 年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～

2015 年の為替相場を総括する。為替相場の 2015 年を一言で言えば「ドル高の年」。主要通貨の対ドル変化率の推移を見れば、スイスフラン、英ポンド、円を除けば、多くの通貨は対ドルで年初来の上昇を一度も経験することなく越年しそうである。これらの 3 通貨(スイスフラン、英ポンド、円)以外は殆ど年初来で▲10%以上の下落を記録しており、やはり資源国通貨を中心として大崩れが目立った。こうした状況下、殆ど対ドルで横這いを維持した円相場は健闘した通貨という位置付けになる。この背景として日銀の金融政策運営が約 10 年ぶりに現状維持を貫いたことが寄与した面も確かにある。だが、最大の理由としては「既に過去 2 年で大幅に下がったから」という論点が必要に思われる。2013 年初頭を起点とすれば円は明らかに「負け組」であり、円の▲28%より下落している通貨はノルウェークローネや豪ドルなど、商品価格の影響を強く受ける通貨しかない。2016 年の日米欧三極の金融政策は引き続き為替従属の色合いが強くなりそうなことに注意。

～2015 年振り返り。「ドル高の年」～

いよいよ今年の為替相場も締め括りを迎えるため、本日の本欄では簡単に相場の振り返りを行っておきたい。一言で言えば 2015 年は「ドル高の年」だった。図は年初来に関し、主要通貨の対ドル変化率の推移を見たものである。殆どの通貨がゼロより下で推移している期間が長く、ドル全面高で始まりそのまま終わった、という印象が強い。後述するスイスフラン、英ポンド、円そしてノルウェークローネを



除けば、多くの通貨は対ドルで年初来の上昇を一度も経験することなく越年しそうである。年初に対ユーロ相場の上限を撤廃し急騰に見舞われたスイスフランは年前半こそ、対ドルで大幅な年初来上昇の構図を保ったが、年末時点ではほぼイーブンまで下落している。利上げ局面に入った通貨とマイナス金利を採用する通貨の地力が最後の最後に表れたと考えるべきだろう。次に英ポンドに関しても断続的に年初来の上昇幅を確保する時間帯が見られたが、結局は(今年も)利上げ示唆を行いつつ利上げできないという状況に陥っており、9 月以降は失速し、やはり対ドルで下落し

たまま引けそうである。次に年初来殆ど横ばいを保った円の相対的な堅調さが目立つが、後述するように、これは「過去 2 年で大幅に下落済みだから」ということに尽きるだろう。

なお、これらの 3 通貨(スイスフラン、英ポンド、円)以外は殆ど年初来で▲10%以上の下落を記録しており、やはり資源国通貨を中心として大崩れしたことが目立つ。2016 年にかけて商品価格が顕著に値を戻すと予想する向きは多くなく、今年ほどの下落はないにしても、こうした下落分を全て取り返すのはかなり厳しいと見るべきだろう。恐らく、商品価格が上昇し、資源国通貨が反騰を見せるためには、皮肉ではあるが米経済失速に伴って FRB の正常化プロセスが挫折し、緩和路線への回帰(QE4 など)が必要になるだろう。筆者は正常化プロセスの挫折までは見込むものの、緩和路線へ明示的に回帰する展開までは見ていない。やはり商品価格低迷と共に資源国通貨の動きは冴えないと見ておくのが無難に思われる。

～スイスショックに始まり FRB 利上げで終わった 2015 年～

個別のイベントという観点から 2015 年を振り返ってみれば、1 月 16 日のスイスフランショックに始まり、12 月 16 日(日本時間 17 日早朝)の FRB 利上げに終わった年と言えそうである。まず、スイスフランショックに関しては相場にもたらした衝撃(ボラティリティ)という意味では「8・24 ショック」に次ぐ出来事だったと言える。直後には欧州系金融機関への経営不安も一時的ではあるが浮上するほどの衝撃をもたらした(実際に、一部の外為証拠金取引業者は破たんしている)。

しかし、スイスフランショックが話題となったのは意外にもそこから半月程度であった。1 月 26 日のギリシャ大統領選挙を経てチプラス首相率いる急進左派連合が政権を奪取してから、実に 7 月までの約 6 か月間に亘って金融市場は「ギリシャ vs. ユーログループ」の激烈な争いに振り回されることになった。振り返ってみれば毎日発行している本欄においても、2～7 月の間は殆ど欧州(というよりもギリシャ)関連のトピックに終始していた。筆者はギリシャのユーロ圏脱退やこれに付随する通貨圏の瓦解などは扇動的且つ直情的な議論と考え、それに与さない方だが、さすがに当時のバロファキス財務相の言動を見るにつけ、万が一の事態も有り得るのではないかとも感じた。少なくともユーロ発足以来、「加盟国が減少する」という展開が最も現実味を増したのが 2015 年 2～7 月の 6 か月間だったことは間違いない。

なお、過去に繰り返し議論しているため本日は詳しく議論しないが、この間、ユーロ/ドル相場は 3 月に一時 1.05 を割り込み年初来安値を付けたものの、そこから 5 月までの 2 か月間で+10%弱も急騰しており、お決まりの「パリティ観測」はまたも実現しなかった。これはギリシャ離脱という未曾有の事態が起きる可能性を前に、2014 年 6 月以降に積み上げられた投機的なユーロ売り持ち高が維持できなくなったからである(その後、8 月にかけてユーロ/ドル相場は 3 月の年初来安値対比で最大+12%弱まで上昇した)。この時に見られた「リスク回避のユーロ買い」ともいうべき動きは、今後のユーロ相場を語る上で非常に重要な思考になってくるだろう。

なお、7 月から 9 月にかけてはもっぱら中国ひいては新興・資源国経済の減速がテーマとなった。人民元の実質切り下げ(8 月 11 日)や上海株暴落に象徴される金融市場の混乱は NY ダウ平均が 1 日に▲1000ドル超の下げを記録する「8・24 ショック」へと繋がり、確実視されていた 9 月利上げの芽を完全に摘むに至ったことは記憶に新しい。だが、こうした不安は 10～12 月に持ち越すことはなく、米経済指標の改善に伴う利上げ期待の高まりやこれを扇動するようなイエレン FRB 議長以

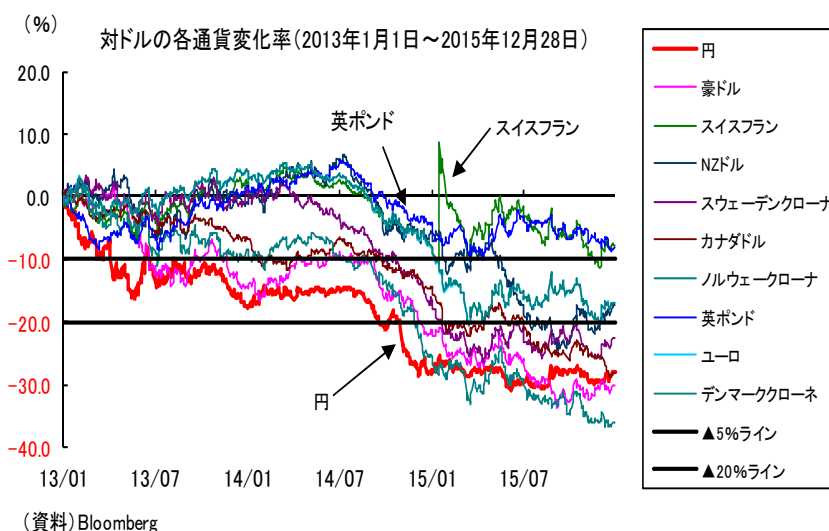
下 FOMC メンバーの言動もあって、市場の照準は徐々に 12 月利上げへシフトしていった。そして 12 月 16 日に利上げは実現し、FRB は 2 年半に亘る「市場との対話」に一応の決着をつけた。

しかし、本欄で懸念を示し続けている通り、「米経済指標の改善」といっても実質的にそれは雇用統計だけを指している印象は拭えず、来年にかけて不安は残る。例えば ISM 景気指数は製造業が 2009 年 6 月以来(つまり前回リセッション以来)の低水準、非製造業が 6 か月ぶりの低水準まで悪化している。非製造業の水準自体はまだ高めではあるが、製造業の悪化はどう考えても基調的なものであり、海外経済減速とドル高のダブルパンチが相当効いていると理解するのが自然だろう。なお、そうしたソフトエビデンスだけでなくハードエビデンスの代表格である鉱工業生産も 10 月分は前年比▲0.6%と 2012 年 3 月以来の大幅減少を記録している。鉱工業生産の悪化は利上げを決めた 12 月 16 日の FOMC 声明文と同日に公表されたこともあって殆ど見向きもされなかった。およそ企業の生産活動が衰える中での利上げが正当化されるとは筆者は思えないが、「製造業など経済全体の 10%程度なのだから問題ない」というのがタカ派の言い分の模様である。こうしたスタンスが正しいのかは 2016 年以降、徐々に明らかになるだろう。筆者にはそうした言い分は無理筋に思える。

なお、11 月以降は原油価格を筆頭に資源価格が一段安となったことも相場の攪乱材料となった。この点、インフレ期待は下振れリスクが強まるという状況にあり、やはり利上げは論外にも思われるが、FRB の見解としては「これは一時的なものであり基調に影響はない」という整理になっている。確かに 30 ドル台まで下落した原油価格には底入れ期待が抱かれるものの、上述したように、新興・資源国経済の状況を踏まえれば、資源価格が直ぐに 3 年前や 5 年前と同じ水準に戻ることは考え難い。とすれば、財・サービスを提供するコストも軟化してくると考えるのが自然であり、少なくとも物価環境に照らした場合、やはり利上げは正当化が難しいように思えてならない。

～日米欧中銀で強まる為替従属～

なお、上述したように、円に関しては対ドルで概ね横ばいという結果で終わりそうであり、今年の変動相場制移行後で最小値幅という記録を打ち立てそうである(4 年連続の円安は 119.85 円以上が必要なため、かなり微妙な情勢ではある)。上述したように、殆どの主要通貨が対ドルで大幅下落する中、少なくとも今年に限って言えば、円は相対的には健闘した通貨という位置付けになる。この背



景として黒田日銀になってからは初めて現状維持が貫かれた年だったという事実は確かに無視できない。ちなみに日銀の金融政策運営としても現状維持を貫いた年としては 2005 年以来 10 年ぶりであり、日本側から円相場を押し下げようようなアクションが特段なかったことが過去最小値幅に寄与

した側面はあろう(最後に現状の緩和路線に対する補完措置という微妙なアクションはあったが)。

しかし、今年の円相場が対ドルで大して下落しなかった背景としては、「既に過去 2 年で大幅に下がったから」というのがやはり大きな理由に思われる。前頁図に示されるように、2013 年初頭を起点とすれば円は明らかに「負け組」であり、円の▲28%より下落している通貨はノルウェークローネ(▲36%)と豪ドル(▲30%)しかない。この点、2015 年、円と揃って堅調を維持したスイスフランや英ポンドは共に▲8%程度の下落に止まっており、彼我の差を感じる。結局、今年の円相場の堅調は過去 2 年の急落と「コインの裏表」であるという理解がフェアだろう。

なお、過去 2 年間の強烈なドル高相場の中、資源国通貨でもない円が相対的に大きく下落している背景に 2013 年 4 月に導入した量的・質的金融緩和(QQE)及び 2014 年 10 月の追加緩和(QQE2)があることは言うまでもない。2015 年 12 月 24 日号『【暫定版】中期為替相場見通し〜ドル/円相場〜』でも述べたように、筆者は 2016 年の見通しを作るにあたって、日銀については現状維持、FRB については正常化プロセスの頓挫を前提としているため、円相場が対ドルで上昇する展開を想定している。だが、補完措置(さしずめ QQE2.5)を経て追加緩和への「環境整備」を済ませた黒田日銀が QQE3 を打ち込むのであればその限りではない。一段の円安・ドル高がほぼ間違いなく日経平均株価の押し上げに効くと分かっている以上、政治的に追加緩和が好まれる局面が到来する可能性はやはりある。

しかし、こう考えてみると、日銀にしても、最近の ECB にしても、そしてドル高を不安材料として抱える FRB にしても、日米欧三極の中央銀行の金融政策がことごとく為替従属の様相を強めていきそうな気配は感じる。特に、2016 年を展望するにあたっては、あらゆる金融資産の鍵を握る FRB の正常化プロセスの動静が重要になるが、ここでも「ドル高の影響を如何に評価するか」がポイントとなってくるだろう。また、ECB についてもユーロ/ドル相場が 1.15 を超えてくるようなことがあれば、再び緩和期待を煽ろうとするはずである。2016 年の日米欧三極の金融政策を読み解くにあたっては、「通貨政策の色合いを帯びた金融政策」として、その挙動をウォッチしていきたいところである。

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
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定が替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
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
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～待ちくたびれる雇用回復～
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年上半期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