

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

みずほマーケット・トピック(2016年1月4日)

2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～

2016年の重要テーマを挙げるとすれば「①FRBの利上げが継続できるか」、「②日銀は追加緩和するか」、「③中国は軟着陸できるか」、「④商品価格は反転するか」などが考えられる。これらに対する筆者のスタンスに関しては過去の本欄でも述べた通りだが、最も重要な①については「米国の利上げ路線はドル高に挫かれる格好で頓挫する」と考えている。既に各種米経済指標が軟化しているのを見る限り、これはさほど無理な前提ではないだろう。③や④に関しては、「昨年以上のクラッシュは無い」程度の見通しである。問題は②であり、これに関しては最も自信が持てない。基本的には政府の通貨政策が現状以上の円安を忌避する以上、追加緩和のハードルは高いというのが筆者の見立てだが、12月14日の補完措置を経た今、「次の一手」はいつ奇襲的に打ち込まれても不思議ではないのも事実。現状、4年連続の円安局面が進行中だが、投機筋の動向などを踏まえると、円安局面は既に2015年6月に終了したという印象も抱かれる。

～今年の見通しポイント～

2015年のドル/円相場は120.30円で越年しており、史上最長となる4年連続の円安・ドル高局面が成立した。また、年初来の値幅もちょうど10.00円で史上最小レンジをブレイクすることなく越年しており、2015年は地味ながら2つの大記録を実現したことになる。ちょうど1年前の2015年初頭において最大のテーマは「FRBが利上げできるか」であり、これに対する市場のコンセンサスは「年内利上げは確実。したがってドル高の年になる」というものだった。現実はその通りになっており、紆余曲折を経ながらも、2015年は想定範囲内の年だったと総括できるだろう。

2016年最大のテーマも引き続き米国の金融政策運営になりそうである。より正確には「①FRBの利上げが継続できるか」が最も重要なテーマになるだろう。それ以外にテーマを挙げるとすれば「②日銀は追加緩和するか」、「③中国は軟着陸できるか」、「④商品価格は反転するか」などが

2016年の予想の前提は・・・

	2016年の重要テーマ	予想の前提
①	FRBの利上げが継続できるか	できない
②	日銀は追加緩和するか	しない
③	中国は軟着陸できるか	する
④	商品価格は反転するか	する

(資料)筆者作成

が考えられそうである。これらに対する筆者のスタンスに関しては既に本欄2015年12月24日号『【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～』でも述べた通りだが、最も重要な①については「米国の利上げ路線はドル高に挫かれる格好で頓挫する」と考えている。既に各種米経済指標が軟化しているのを見る限り、これはさほど無理な前提ではないと思われる。③や④に関しては、「昨年以上のクラッシュは無い」程度の見通しであり、大幅悪化こそ見込まないものの、中国経済や商品価格が著しく反転して相場の雰囲気を変えるようなこともまた、可能性としては非常に低いものだろう。昨日からはサウジアラビアとイランの国交断絶報道を受けて時間外取引における原油価格が

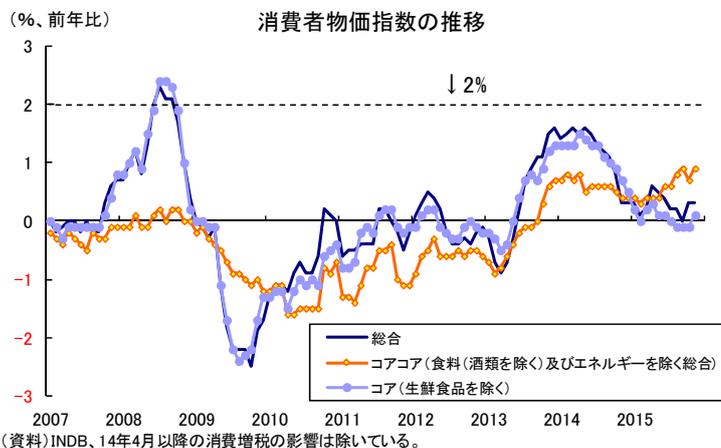
急騰しているが、為替相場がこれを材料視するには至っていない。

～最大のリスクは日銀の追加緩和～

①～④の前提で言えば、②に関しては最も自信が持てない。基本的には政府の通貨政策が現状以上の円安を忌避する以上、追加緩和のハードルは高いというのが筆者の見立てである。そして、①～④を総合すると、過去4年間、ドル/円相場をけん引してきた「日米金融政策格差の拡大」という一大テーマの持続性が危ぶまれるというのが2016年最大のポイントになる。為替相場で言えば、円高・ドル安を予想することに繋がる。

しかし、12月14日の補完措置は明らかに「次の一手」を打ちやすくする環境整備である。既に購入対象国債のデュレーションを長期化させ、担保範囲も拡大し、不動産投資信託(REIT)のシェア上限も引き上げた以上、今後追加緩和を議論する際にはこれらに係る議論は不要ということになる。言い方を変えれば、12月14日の会合で議論の時間が予想外に長引いた分、次の追加緩和では予想外に議論が短縮化される可能性はある。声明文の発表時刻が早いか遅いかで市場の思惑が振らされる現状を見る限り、これは重要な環境変化だろう。黒田日銀の奇襲癖を踏まえれば、予期しないほど早いタイミングで会合が終了し、追加緩和が発表されるリスクは増していると言える。さらに邪推を進めれば、7月の衆参ダブル選挙の可能性が視野に入中、4月27～28日の『展望レポート』公表と共に追加緩和を決定し、株価を押し上げるという展開は確かに如何にもありそうではある。今後、『中期為替相場見通し』の予想レンジを大きく修正する必要があるとすれば②の前提に変化が生じた場合だろう。

だが、基本シナリオとしては、まだ日銀の現状維持を前提としたい。少なくとも為替・株式市場は政権にとって逆風とを感じる水準にはなく、また野党の勢いも政府・与党のそれには遠く及ばず、政権が焦燥感を覚えるような状況には見えない。家計部門の実質所得毀損というコストを払ってまで追加緩和を打つだけの状況があと3か月で生まれる蓋然性はそれほど高いものではないだろう。唯一の不安材料としては日銀版コア

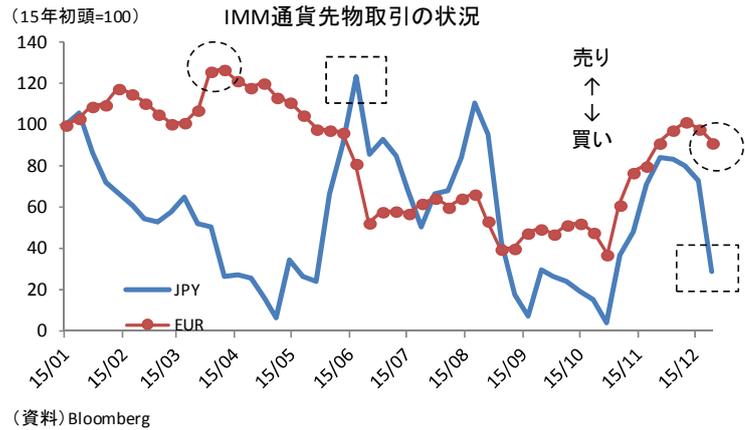


CPI(食料・エネルギー除く消費者物価指数、もしくは単にコアコア CPI)が春先にかけて腰折れしてくる展開があるが、4月27～28日の会合までに把握できる12月～2月の3回分の中に、例えば前年比+0.5%を安定的に割り込むような動きを確認するのは難しいように思われる(図)。

～もう円安局面は終了済みなのか～

なお、冒頭で4年連続となる史上最長の円安を実現したと述べたが、それは暦年で言えばそうだという話であって、現実問題として「もう円安局面は終わっている」という見方もできる。具体的には125.86円をつけた2015年6月をもって3年半に亘る円安局面は終焉しており、徐々にしかし緩や

かに相場の反転が始まっているという見方である。例えば、IMM 通貨先物に見る投機筋のショートポジションの動向を見ると、円売りに関しては昨年6月のピーク水準と比べ大分巻き戻された水準で推移している(図、点線四角部分が円ショートに関し、昨年のピーク時と現状)。片や、ユーロショートの積み上がりは引き続き昨年ピークに迫る水準が維持されている(点線丸部分がユーロショートに関し、昨年のピーク時と現状)。



これは結局のところ、対ドルでのキャリー取引を模索するにあたって円よりもユーロの方が妙味のある調達通貨だと考えられていることの証左かもしれない。追加緩和が望めない円と漸進的にマイナス預金金利幅の拡大が想定されるユーロという立ち位置を比較する限り、「優れた調達通貨」という観点からユーロに軍配が上がるのは当然と言えば当然ではある(しかし、中長期的に考えた場合、ユーロ売りは決して奏功するトレードではないと考えてはいる。ファンダメンタルズに即した急騰を警戒した上で売り進めるという姿勢が必要である)。FRBの9年半ぶりの利上げを受けてもドル/円相場が大して反応しておらず、むしろ12月下旬以降は円高気味の動きが目立つようになっているのは、日米金融政策格差、より端的には日米金利差という観点から円売り・ドル買いに妙味を覚える投機筋が減っているからではないか。一方、ユーロ/ドル相場については欧米金融政策格差というテーマが引き続きドライバーとなり得る環境が活きているのだろう。

その他、本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給を見ても、昨年を通じて経常黒字の積み上がり著しいものになっていることも円安を阻む要因と考えられる。足許では対外証券投資及び対外直接投資に伴う円売りが経常黒字に起因する円買いを凌駕しているものの、FRBのファイティングポーズが崩れてくれば、こうした力関係は逆転しかねない可能性を感じる。

いずれにせよ 2016年は「対米金融政策格差の拡大」を所与の物と考えることが出来ないという意味で過去2年とは大きく予想環境が異なるということを認識しておきたい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
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～後がない想定為替レート～
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～預金ファン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itbartFRB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」を選じたか～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	物価測定に照らしたドル/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～上値と下値の用途の考え方～)
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～分があるのほどちらの主張か～
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