みずほマーケット・トピック（2016 年 1 月 5 日）

119 円台前半の意味～想定為替レートとの対比～

年初早々に 120 円を割り込んだことは今後の株価や政策運営を考える上で小さくない意味を持つ。過去の本欄でも議論したように、アベノミクスが取り沙汰された 2012 年 10～12 月期以降、実勢のドル/円相場が想定為替レートを上回る円高になったことは一度もない。足許の実勢相場は日銀短観12月調査における2015年度通期の想定為替レート（119.40円）とほぼ同一だが、今後、119 円割れが定着した場合、それはアベノミクス始まって以来の企業決算ひいては株式相場への逆風ということになりそう。また、昨日の動きを受けて早速、1 月 28～29 日の日銀金融政策決定会合における追加緩和の可能性に関し照会を受けるが、結論から言えば、そのような予想は時期尚早。現状の日銀が追加緩和に踏み切るためには株価ないし為替の水準が相応の窮地に陥っていることが求められる。筆者はそのトリガーとして、株価であれば 17000 円割れ、ドル/円であれば 110 円割れをイメージ。引き続き最大の円高リスクは米実体経済がドル高で自滅する可能性。

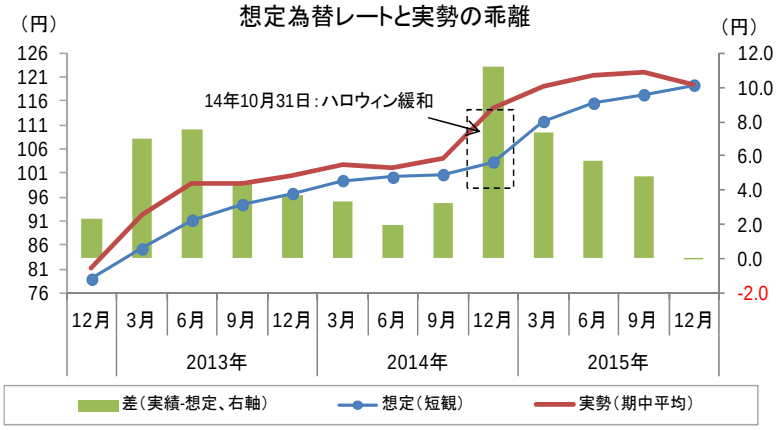
～ドル/円は 2 か月半ぶりの安値に～

昨日の金融市場は日米共に大荒れの展開となった。財新/マークイット公表の中国 12 月製造業購買担当者景気指数（PMI）が市場予想を下回ったことを受けて上海総合指数が前営業日対比▲7%の急落となり、急変動を抑止すべくサーキットブレーカーが発動される事態に至っている。これに応じて日経平均株価は同▲3.1%の同▲582 円安、NY ダウ平均も同▲1.6%の 276 ドル安となるなど、世界同時株安の様相を呈している。こうした状況下、為替相場では従前の円ショートポジションを巻き戻す展開が優勢となっており、ドル/円相場は一時 118.71 円まで急落した。

その後、118 円台の時間帯は長く続かず、本日東京時間午前では 119.20～119.50 円付近で推移しているものの、120 円割れ自体が約 2 か月半ぶりの動きであり、元より勢いづいている円高予想を後押しするような格好での 2016 年の幕開けとなった。

～早速危ぶまれる想定為替レート～

年初早々に120円を割り込んだことは今後の株価や政策運営を考える上で小さくない意味を持つ。本欄 2015 年 12 月 14 日号『日銀短観 12 月調査～後がない想定為替レート～』で議論したように、アベノミクスが取り沙汰された 2012 年 10～12 月期以降、実勢のドル/円相場が想定為替レートを上回る円高になったことは一度もない。本



（資料）日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。
※15年12月調査の実勢は16年1月5日時点の119.30円を使用。

日朝方からドル/円相場は 119.20～119.50 円のレンジで推移しているが、これは日銀短観 12 月調査における 2015 年度通期の想定為替レート(119.40 円)とほぼ同一である。今後、119 円を明確に割り込んでくるような局面が定着した場合、それはアベノミクス始まって以来の企業決算ひいては株式相場への逆風ということになるだろう。

また、それは金融政策の先行きを読む上でも重要な材料になり得る。前頁図に示すように、2014 年 1～9 月にかけては想定為替レートと実勢レートの乖離が目立って縮小していたところ、10 月にハロウィン緩和が行われ、再び「実勢レート＞想定為替レート」という構図に引き戻された。金融政策運営上、こうした論点が特段重視されているとまでは思えないが、円高・株安を通じて追加緩和への誘因が大きくなるという展開は日本では「定番中の定番」でもある。今後の金融政策運営を見通す上で、両者(想定為替レートと実勢レート)の乖離幅に注視する価値はあろう。

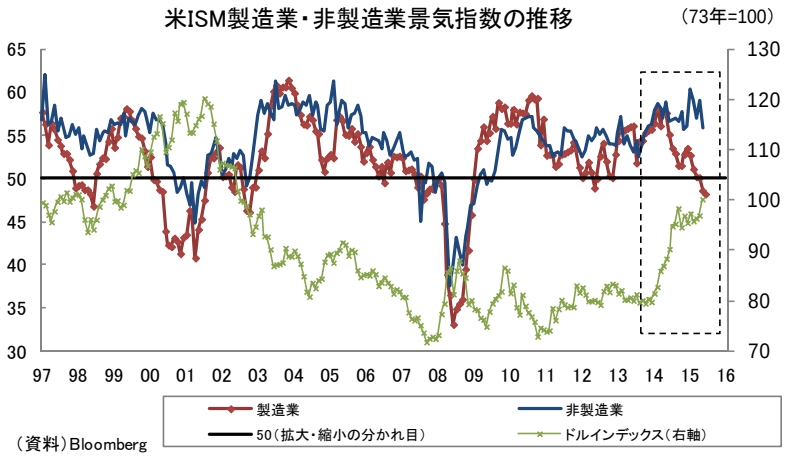
～追加緩和の可能性について～

金融政策に絡めて言えば、昨日の動きを受けて早速、1 月 28～29 日の日銀金融政策決定会合における追加緩和の可能性に関し照会を受けている。結論から言えば、(補完措置で増やしたとは言え)残りカードが少ないこと、円安のもたらす政治的コストが大きいこと(≒家計部門の実質所得環境が悪化すること)、物価の基調がまだ強いことなどを踏まえれば、そのような予想は時期尚早だろう。株価水準が重要と考えるにしても現状の 18000 円台で焦燥感を覚える理由は特段ないはずであり、せめて昨年安値となる 17000 円割れを試す展開が必要になるのではないか。2014 年ないし 2014 年度の成長率が実質所得環境の悪化を背景としてゼロないしマイナスだったことを踏まえれば、景気刺激策としての追加緩和の効力は、そろそろ信じるに足らないものと考えるべきだろう。

それでも追加緩和に踏み切るというのであれば、株価ないし為替の水準が相応の窮地に陥っていることが求められるはずだ。筆者はそのトリガーとして、株価であれば 17000 円割れ、ドル/円であれば 110 円割れをイメージしている。17000 円は昨年安値、110 円はハロウィン緩和以降、一度も割ってない円高水準である。

～米製造業マインドが示す円高リスク～

なお、円高進行を更に進める要因という意味では、中東情勢や中国経済といった話題もさることながら、やはり米経済動向に注視すべきである。昨日の円高・株安ムードを後押しした一因として米 12 月 ISM 製造業景気指数が 48.6 と 2009 年 6 月以来の低水準をつけたことも見逃せない。本欄では繰り返し論じていることだが、ドル高は明らかに米実体経済の重石であり、最終的にはこれが FRB の正常化プロセスを頓挫させる恐れが強い。筆者が為替見通しを作成するにあたっても、



(資料)Bloomberg

そうした展開がメインシナリオの大前提である[1]。既に米製造業のマインドが不況の最中にあった2009 年半ばと同水準まで悪化している以上、今のところ、この前提は正しいものと言えそうである。なお、個別項目を見れば、雇用指数が前月の 51.3 から 48.1 へと 2 か月ぶりに 50 を割り込んでおり、これが全体を押し下げた格好となっている。現状の FRB の正常化プロセスは非農業部門雇用者数変化に関し、「前月比+20 万人」を所与のものとして検討された経緯があるが、企業マインドにおける雇用に対する評価が弱気化したということは、景気に遅行する雇用統計もそろそろ失速してくる可能性を示しているのではないか。2016 年が 5 年ぶりに円高・ドル安の年になるのだとすれば、それはやはり米経済の足場が崩れることに起因するものになりそうである。それは「正常化への固執」がもたらした米経済の自滅とも言うべき展開でもある。

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に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。

[1] 詳しくは本欄 2016 年 1 月 4 日号『2016 年の為替見通しポイント～過去 2 年との違い～』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
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～
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～株価か実質賃金か～
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/円相場の見通し改定について【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