

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 3 日)

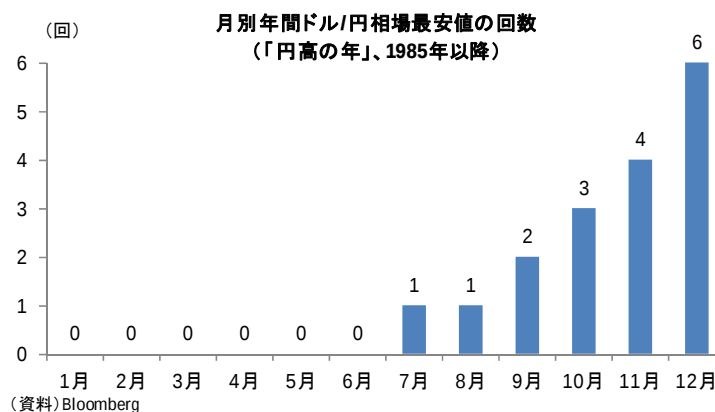
今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去 30 年の経験則～

通年のドル/円相場の方向感と年間最高値・最安値の関係について簡単に事実整理。そこから得られる 3 つの教訓としては①「円高の年」におけるドル/円相場の年初来安値はこれまで必ず下半期(7～12 月)に記録されていたこと、②「円高の年」であっても 4～6 月期までは円安ムードの燃える可能性があること、③「円安の年」ならば年初 2 か月間で年間最安値を記録するケースが多いことなどが挙げられる。特に、②の教訓などを踏まえると、最終的に歴史的な円高に振れる年でも、春先にかけては「偽りの夜明け」のごとく円安をつける相場展開が珍しくないということに。例えば、金融危機後では 2009 年のドル/円相場などがそうした相場つきだったことが思い返される。また、①の教訓を踏まえれば、今年が本当に「円高の年」となる場合、まだ底は深いということになる。

～「円高の年」ならまだ底は深い～

激動の年初 2 か月間が経過したところで金融市場は漸く落ち着きを取り戻しており、3 月の米利上げを見込む向きは依然少ないものの、6 月などに関しては再び期待が膨らみ始めているように見受けられる。これに応じてドル/円相場も徐々に下値を切り上げているが、引き続き筆者はこうした動きを持続的とは考えず、5 年ぶりの円高・ドル安への反転を想定している。本日の本欄では、通年のドル/円相場の方向感と年間最高値・最安値の関係について簡単に事実整理してみたい。

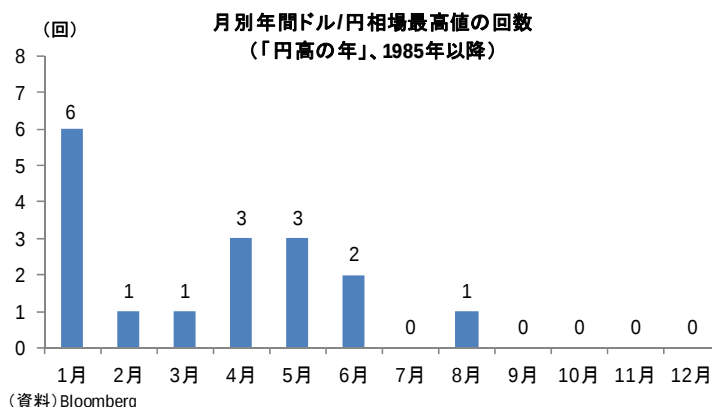
1985 年のプラザ合意以降の 30 年間に
関し、ドル/円相場の動きを年次で振り返ってみると、「円安の年」が 13 回、「円高の年」が 17 回あった(当該年の始値・終値の単純比較で判定)。筆者は今年を「円高の年」と予想しているため、まず後者のケースに注目してみたい。右図は 17 回の「円高の年」のうち、ドル/円相場が「年間最安値をつけた月」つまり「最も円高になった月」を数え、比較したものである。



のである。当然と言えば当然かもしれないが、年央・年後半・年末と進んでいくに従って回数が多くなる。裏を返せば、その年が「円高の年」になるのであれば、年の早い段階でドル/円相場が急落し、それがそのまま年間最安値になる展開は、少なくとも今まで経験が無い。こうした事実を踏まえれば、今年が「円高の年」になるとした場合、2 月 11 日につけた年初来安値「110.99 円」が年間最安値になる可能性は非常に低そうということになる。図を見る限り、特に「円高の年」は 10～12 月期の値動きによって決することが多そうだが、この点、「FRB の正常化プロセスが腰折れしてくる中で円高へ向かう」という本欄の基本的な想定からやはり目が離せそうにない。

～「円高の年」でも春先までは円安の可能性～

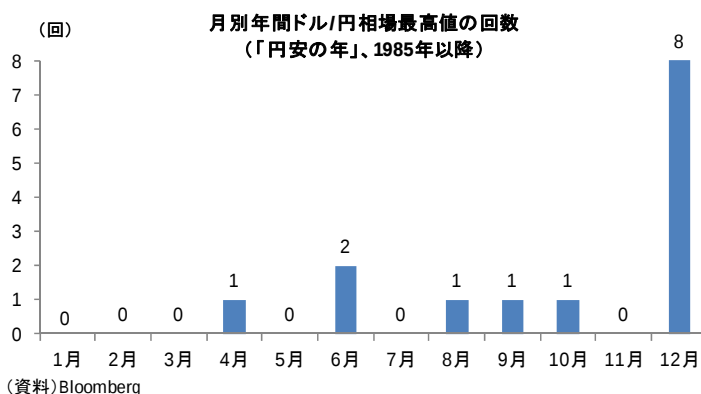
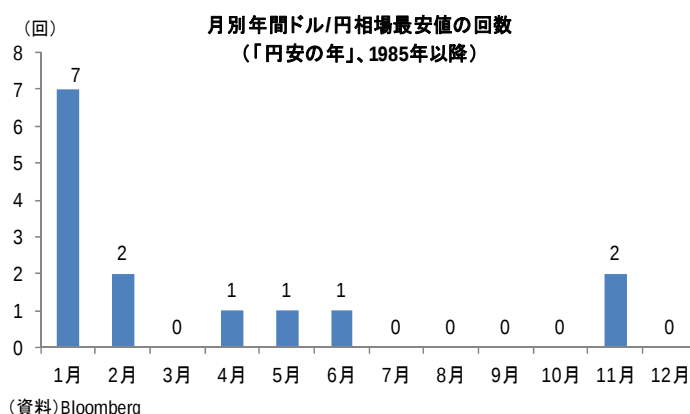
一方、17 回の「円高の年」のうち、ドル/円相場が「年間最高値をつけた月」つまり「最も円安になった月」を数え、比較したものが右図である。こちらも想像される通り、円安のピークは年頭に集中することが多かったが、17 回中 8 回が 4～6 月期に集中している事実も見逃せない。つまり、「円高の年」になるにしても 4～6 月期までははっきりとした方向感が見られず、むしろ円安に振れることも



も珍しくないということになる。この点を踏まえれば、足許で盛り上がり始めている円安機運に流され「円高の年」に関する予想を安易に修正しない方が良いように思われる。むしろ、過去の経験則を踏まえれば、今年が「円高の年」である場合、今後 3～4 か月は円安に盛り返す展開が警戒される。

～「円安の年」ならもう底打ち済みか～

なお、筆者の予想とは反するが、仮に今年が「円安の年」になると考えた場合についても同様の比較を行ってみたい。右図は 13 回の「円安の年」のうち、ドル/円相場が「年間最安値をつけた月」つまり「最も円高になった月」を数え、比較したものである。これは 13 回中 9 回が年初 2 か月間に集中するという結果になっている。つまり今年が「円安の年」になるのであれば、ドル/円相場は既に 2 月 11 日の「110.99 円」を底としており、これから上昇軌道を描いていくはずという予想が無難になる。足許の国際経済・金融情勢を踏まえ、そこまで言い切るには FRB の正常化プロセスを相当信じていないと難しいが、市場の一部にはそのような予想も確かに存在する。片や、「円安の年」のうち、ドル/円相場が「年間最高値をつけた月」、つまり「最も円安になった月」を数え比較してみると、13 回中 8 回が 12 月に集中している、下半期という括りで見れば 11 回が集中している。「円高の年」同様、「円安の年」も年末にかけて方向感が出てくる傾向が強そうだが、特に 12 月に集中している辺りに「円高の年」との違いを感じる。



～3つの教訓と「偽りの夜明け」～

以上、通年のドル/円相場の方向感と年間最高値・最安値の関係について事実を整理した。「円高の年」にせよ、「円安の年」にせよ、総じて意外感の小さい、ある種当然の結果が確認されたと言える。だが、①「円高の年」におけるドル/円相場の年初来安値はこれまで必ず下半期(7～12月)に記録されていたこと、②「円高の年」であっても4～6月期までは円安ムードの燦る可能性があること、③「円安の年」ならば年初2か月間で年間最安値を記録するケースが多いことなどは見通し作成上、相応に参考材料となるのではないと思われる。

特に、②の教訓などを踏まえると、最終的に歴史的な円高に振れる年でも、春先にかけては「偽りの夜明け」のごとく円安をつける相場展開があるということになる。例えば、金融危機後では2009年のドル/円相場に関し、90円付近で始まり、4月にかけて101円付近まで上昇、円高局面の終焉が囁かれながら、結局は85円付近まで急落して越年するというケースがあった。2001年、2008年に連なる8年周期の危機説を指摘する向きも見られる中で、こうした経験則はあながち軽視できないものかもしれない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分))を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補充措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer! になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
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～
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～為替従属属まる日米欧中銀～
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」は軽ばぬ先の杖か～)
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))～棚代論への未練がましい執着～)