

みずほマーケット・トピック(2016 年 7 月 4 日)

経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～

1985 年以降、過去 30 年間の円高・円安の「波」を振り返ってみれば、一旦始まった「波」は概ね 3～4 年単位で続いてきた。経験則に従えば、一旦始まった「波」が 1 年程度で収束することは稀なのである。現状の円高局面(と言って差し支えないだろう)は昨年 6 月 10 日に黒田日銀総裁が「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れることはありそうにない」述べてから始まっているのだとすると、まだ 1 年しか経っていない。なお、「波」は米国の景気循環と密接に関係があると思われる。既に米景気の「寿命」が近づいており、これに応じて FRB がハト派化することまで見据えるならば、「今秋以降、FRB が利上げ路線に復帰し、ドル/円相場は再浮上する」などと予想する気にはどうしてもなれない。ちなみに、1985 年以降、「円高の年」における年初来安値が上半期に記録されたことは 1 度もない。経験則通りならば、下半期の波乱は不可避の情勢か。

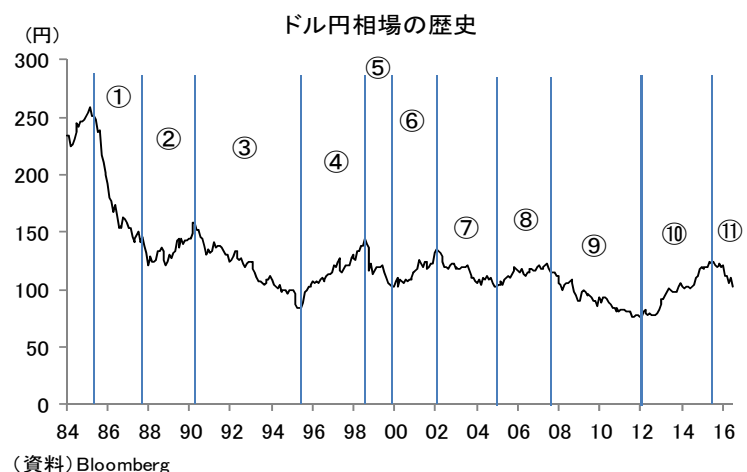
～枚挙に暇がないかく乱要因～

英国の EU 離脱(Brexit)を受けた市場の混乱は概ね落ち着き始めているものの、ドル/円相場への爪痕は深く、102～103 円の安値圏から抜け出すことができていない。こうした状況を踏まえたドル/円相場の見通しに関しては、先週 6 月 30 日発行の『中期為替相場見通し』でも示した通り、年内 95 円、今後 1 年で 90 円までの円高を見込むというのが筆者の基本認識となる。

今後 1 年間を見通した時、英国新首相による Brexit を巡る諸手続きはもちろんとし、これに触発されるだろうスコットランドや北アイルランドの動き、2017 年に相次いで行われるユーロ圏コア国の国政選挙など、引き続き欧州関連の不確定要因は多い。特に、2017 年 3 月 15 日までにはオランダで総選挙が行われるが、右派で EU 離脱を問う国民投票の実施を求める PVV(自由党)が第 1 党に躍進するとみられている。2017 年中に実施されることはないだろうが、国民投票が予定されること自体が市場心理を冷やす材料になるだろう。また、欧州以外では引き続き米大統領選、FRB や日銀の金融政策運営など、論点を掘り下げれば枚挙に暇がない。かく乱要因は無数にある。

～「波」は 3～4 年単位～

しかし、そのようなかく乱要因を逐一検討することも大事ながら、より大局的な視点も重視したい。過去の本欄でも言及した点ではあるが、少なくとも過去 1 年に関しては、水準を正確に予想するのは困難でも、方向感を予想すること自体には相応の蓋然性があった。2014 年後半以降の円相場を見れば、購買



力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)といった物価尺度は明らかに転換点を示していたはずであり、これを重視した為替予想が報われる局面であったと言える。

だが、そうした理論的な尺度以前の問題として、円はドルを基軸通貨とする変動相場制に生きているのだということを改めて認識したい。1985 年以降の円高・円安の「波」に関し、ラフな区切りを行ったものが前頁図であり、この各期間に起きたイベントを

プラザ合意以降の円高・円安のイメージ

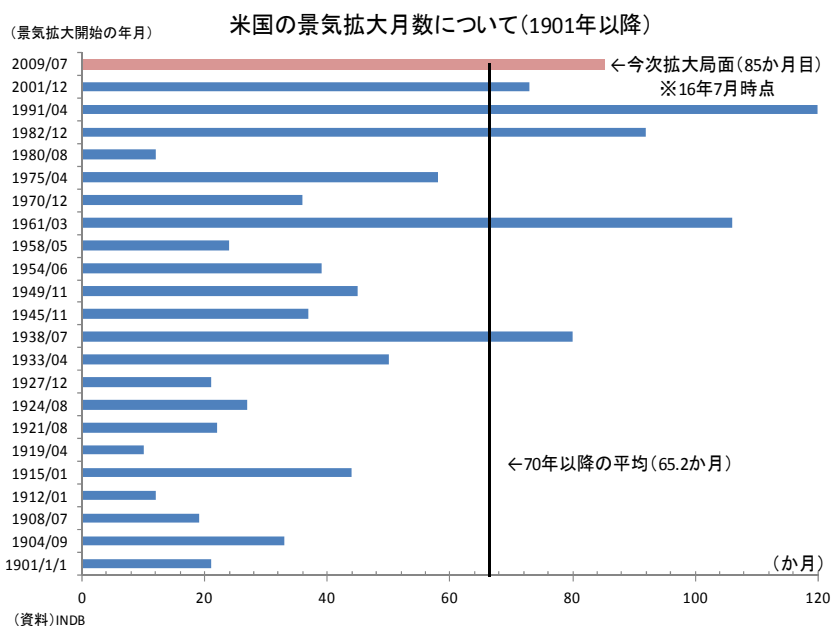
	開始	終了	方向感	日数	月	キーワード(代表例)
①	1985年3月	1987年12月	円高	1005	33.5	プラザ合意
②	1988年1月	1990年3月	円安	790	26.3	日本のバブル
③	1990年4月	1995年4月	円高	1826	60.9	日本のバブル崩壊
④	1995年5月	1998年7月	円安	1157	38.6	アジア通貨危機、日本の金融危機、「強いドルは国益」
⑤	1998年8月	1999年12月	円高	487	16.2	ロシア危機、LTCM破綻
⑥	2000年1月	2002年1月	円安	731	24.4	ITバブル及びその崩壊、米同時多発テロ
⑦	2002年2月	2004年12月	円高	1034	34.5	日本の金融危機終焉、いざなぎ超え、米利下げ局面
⑧	2005年1月	2007年7月	円安	911	30.4	金融バブル
⑨	2007年8月	2012年1月	円高	1614	53.8	リーマンショック、欧州債務危機、米金融緩和
⑩	2012年2月	2015年6月	円安	1216	40.5	FRBの正常化、欧州危機の終焉、アベノミクス
⑪	2015年7月	?	円高	?	?	中国バブル崩壊、Brexit
平均(全体)				1,077.1	35.9	
平均(円高)				1,193.2	39.8	
平均(円安)				961.0	32.0	

(資料) Bloombergなどから筆者作成。月は1か月30日換算。円高又は円安が1年以上続いた局面で整理した。

キーワードと共に示したものが右表となる。円高にしても円安にしても、過去 30 年間を振り返ってみれば、一旦始まった「波」は概ね 3～4 年単位で続くイメージがある。むろん、各々の「波」の背景は千差万別であり、共通要因があるわけではない。しかし、一旦始まった「波」が 1 年程度で収束することは稀であるというのが経験則になる。現状の円高局面(と言って差し支えないだろう)は昨年 6 月 10 日に黒田日銀総裁が「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れることはありそうにない」述べてから始まっているのだとすると、まだ 1 年しか経っていない。

～結局は米景気循環に一致～

なお、『各々の「波」の背景は千差万別であり、共通要因があるわけではない』と述べたが、実際のところ共通要因が全くない訳ではない。繰り返し述べているように、所詮は基軸通貨の意向が幅を利かせるのが変動相場制である。とすれば、ドル/円相場の「波」はどうしても米財務省や FRB の政策運営によって作られがちになる。では、米財務省や FRB の政策運営はどのような要因で変節するか。当然、米国の景気循環の影響を受け



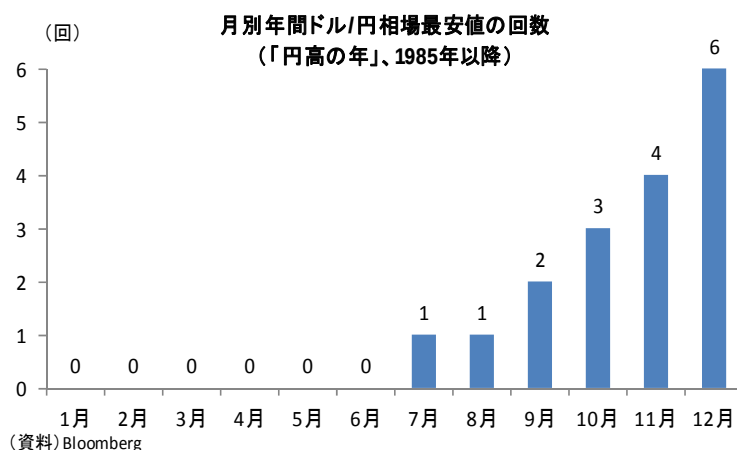
るわけで、この点、足許では米国の景気拡大が歴史的な長期間に及んでいることのリスクを不安視せざるを得ない。今年 7 月時点で米国の景気拡大は 85 か月目に突入しており、もはや 1901 年以

降、史上 4 番目に長い(前頁図)。金融政策の効果が 12 か月程度のラグを伴って出てくるのだとすれば、今から利上げすると景気拡大が 100 か月超のタイミングで实体经济に引き締め効果が出てくる話になる。こうした認識に立った上で、5 月雇用統計が絶望的に悪い結果であり、これを 6 月の FOMC が懸念したばかりであることを踏まえれば、「今秋以降、FRB は利上げ路線に復帰し、ドル/円相場は再浮上する」などと予想する気にはどうしてもなれない。

上述したように、まだ円高相場が始まって 1 年しか経過していない。これは、それまでのドル高相場が相応に長かったことの裏返しでもあり、それを可能にしたのが非常に長く続いてきた米経済の拡大とそれに応じた FRB の正常化路線だったのである。そろそろ米景気循環の転換に合わせて FRB の政策もハト派化し、もう一段の円高相場が有り得ることを想定するのが自然に思われる。そもそも利下げの可能性が囁かれるような状況で利上げを模索すること自体、無理筋ではないか。

～「円高の年」は普通、下半期に加速する～

もはや年初の値(120 円前後)と比較して、今年が「円高の年」で越年する可能性は非常に高くなった。過去の本欄でも見たように、1985 年以降、「円高の年」は 17 回、「円安の年」は 13 回あったが、「円高の年」における年初来安値(円高・ドル安)が上半期に記録されたことは 1 度もない。右表に示されるように、「円高の年」ならば 10～12 月期に勢いを増すケースが多く(17 回中 13 回)、下半期と言っても 7



月や 8 月に記録したことは殆ど無い(1 回ずつしかない)。こうした簡単なアノマリーに加え、上で述べてきたように、まだ円高の「波」は始まったばかりであること、時を追うごとに米景気循環の「寿命」に不安が高まる状況にあることなどを踏まえれば、『中期為替相場見通し』で示したような二桁定着を睨む円高・ドル安予想の確度はやはり高いように思われる。既に、局面変化は起こっており、今はその初期段階に位置するのだと考えておきたい。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月1日	週末版(Brexit)にEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送り「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
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～
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	中国版プ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