

みずほマーケット・トピック(2016 年 7 月 13 日)

ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～

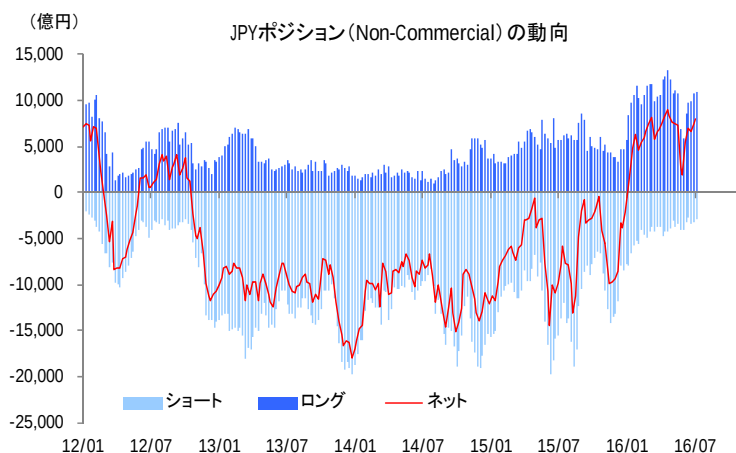
昨日のドル/円相場は一時 104.98 円と 6 月 24 日以来の高値をつけた。しかしこれは「買われ過ぎたから売られているだけ」の話であり、自律反発の域を出るものではない(『中期為替相場見通し』でも 105 円までの上昇は想定済みである)。7 月 5 日時点の IMM 通貨先物取引の状況を例に取れば、円はドルに対して 7946 億円のネット買い持ちとなっていた。これは今年 4 月 19 日時点で観測された過去最大のネット買い持ちに次ぐ水準である。5 月にもドル/円相場が一時的に息を吹き返すことがあったが、今もこれと同様なのだろう。あくまで円高基調の踊り場であり、このままドル/円が上離れするとの不安に対しては心配無用というのが筆者の現状認識。ヘッジファンドに代表されるような節操のない短期的な動きを「木」とすれば、物価尺度で見た長期的な動きは「森」である。過去 1 年間のドル/円相場では、「森」を真摯に見ようとする相場観が報われた。

～円安加速は心配無用～

昨日の為替相場もドル相場が続伸する展開で対円では一時 104.98 円と 6 月 24 日以来の高値をつけている。背景としては政府・与党による経済対策関連の報道、米 6 月雇用統計に対する見直しのドル買い、メイ新首相選出による英国の EU 離脱(Brexit)に関する不透明感後退など、様々な指摘が見られている。この中で、政府・与党の経済対策については安易にヘリコプター・マネー(ヘリマネ)という言葉の口にする向きが増えており、これが意識されているという解説もある。だが、今起きていることはドル買いであって円独歩安ではない。仮にそうだとしたら円安・株高だと喜んでいてる場合ではなく、危機感を持つべき事態である。後述するように、足許の円安・ドル高は自律反発の域を出るものではなく、何か新しい局面に入っているようには思えない。このまま円安・ドル高が上離れするのではないかとの見立てに関しては、心配無用というのが筆者の現状認識になる。

～円高基調の踊り場というだけ～

過去 1 年、本欄では 2016 年は円安相場の分岐点になると述べてきた。その理由として重視してきたのは、第一に「FRB の正常化プロセスはそもそも信用できないこと」、第二に「購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)に照らしてどうみても持続的ではないこと」だった。2 日間で 5 円というドル/円相場の急騰を前にしてもこの思いは全く変わっていない。足許の急騰は積み上が



(資料)CFTC, Bloomberg

った投機の円ロングポジションの解消に伴うものであり、予め想定されたものである(6月30日発行の『中期為替相場見通し』では7～9月期の上値を105円に設定している)。7月5日時点のIMM通貨先物取引の状況を例に取れば、円はドルに対して7946億円のネット買い持ちとなっていた。これは今年4月19日時点で観測された過去最大のネット買い持ち(8984億円)に次ぐ水準である。事実、5月にもドル/円相場が一時的に息を吹き返すことがあった。投機である以上、どこかで反対売買は必要になるのである。今、足許で起きている円安・ドル高の理由は何のことはない「買われ過ぎたから売られているだけ」である。年初からのドル/円相場は「上げる時は(ドルの)ショートカバー、それが終われば新安値」を繰り返しており、気づけばかなり遠いところに連れて来られている。今は円高基調の中の踊り場に過ぎない、というのが筆者の見立てである。

～「木」を見て「森」を見ずの風潮～

それでも半年で20円超も円高になったのだからそろそろ反転ではないかという意見を頂くこともある。それは一理ある。円高を見通す向きから見ても、年初からの動きは「過度な変動」と感じられ、果たしてここから一段円高があるのか、訝しがれる気持ちもなくはない。しかし、過去の本欄¹でも述べたように、歴史的には、円高も円安も、一回始まった「波」

ブ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	変化率	キーワード(代表例)
1985年3月	1987年12月	円高	1005	33.5	-51.7	ブラザ合意
1988年1月	1990年3月	円安	790	26.3	23.5	日本のバブル
1990年4月	1995年4月	円高	1826	60.9	-46.9	日本のバブル崩壊
1995年5月	1998年7月	円安	1157	38.6	71.0	アジア通貨危機、日本の金融危機、「強いドルは国益」
1998年8月	1999年12月	円高	487	16.2	-26.4	ロシア危機、LTCM破綻
2000年1月	2002年1月	円安	731	24.4	24.5	ITバブル及びその崩壊、米同時多発テロ
2002年2月	2004年12月	円高	1034	34.5	-23.0	日本の金融危機終焉、いざなぎ超え、米利下げ局面
2005年1月	2007年7月	円安	911	30.4	14.4	金融バブル
2007年8月	2012年1月	円高	1614	53.8	-34.1	リーマンショック、欧州債務危機、米金融緩和
2012年2月	2015年6月	円安	1216	40.5	51.0	FRBの正常化、欧州危機の終焉、アベノミクス
2015年7月	?	円高	?	?	-15.2	中国バブル崩壊、Brexit
平均(全体)			1,077.1	35.9	34.7	
平均(円高)			1,193.2	39.8	-32.9	
平均(円安)			961.0	32.0	36.9	

(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。変化率に関する「平均(全体)」は絶対値に関し、平均を計算したもの

は平均3～4年は続く(表)。今の円高局面は昨年7月に始まったものとすれば、まだ1年しか続いていない。昨年7月のドル/円が124円前後であるとした場合、足許の105円近傍は下落率にして▲15%程度という話になるが、表に示されるように、過去の円高の「波」では平均▲33%変動してきた経緯がある。こうした変動が単年で達成される必要はないため、今の動きが不十分と述べるつもりもないが、十分と述べるにも勇気はいるように思われる(ちなみに考えたくもないが124円から▲33%は83円程度というイメージになる)。

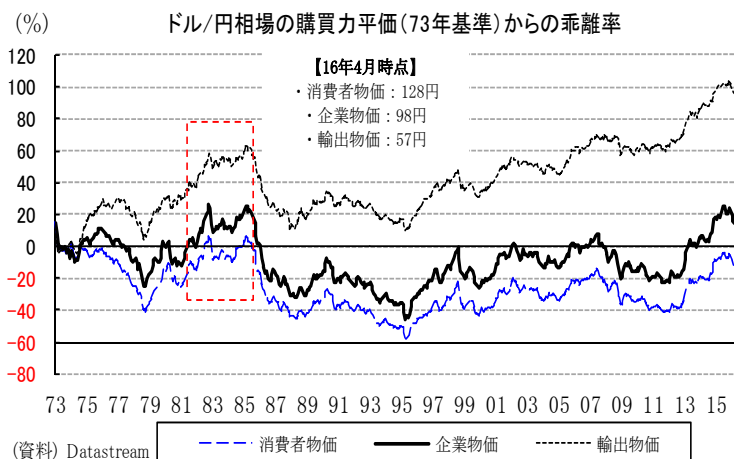
なお、年初来のドル/円相場を見ていると、都合の良い節目を取り上げ、相場の反転を期待する風潮があった。具体的には「115円は本邦自動車大手企業の想定為替レートだから守られるはず」、「110円はハロウィン緩和以降、実現してきた水準だから守られるはず」といったものであり、105円付近でも「本邦自動車大手企業の想定為替レートだから守られるはず」といった言説は再び見られた。最近では100円割れでは本邦政府・日銀の政策対応が期待できるといった声も良く聞いた。しかし、所詮は「見たく無い物を見ない」というだけの話であり、「木を見て森を見ず」の相場観と言わ

¹ 本欄 2016年7月4日号『経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～』をご参照下さい。

ざるを得ない。ドル/円相場は単に「100～105 円」という PPP に照らして違和感のないゾーンに戻ってきているだけであり、今年に入ってから米国の通貨・金融政策もドル安方向にスタンスが転じたことも強く意識された経緯がある。そうした相場状況で個社別の事情を勘案する余地はない。

～80 円も 120 円も同じくらい過剰～

そもそも 120 円や 125 円といった水準が異常なのであり、この点、本邦自動車大手首脳が自社の高利益を指して「追い風参考記録」と形容したことは印象的であり、的確な認識と言える。アベノミクス初期、PPP を軸に為替予想を形成することに関し、どこか軽視する風潮も感じられたが、物価尺度に照らして過剰な水準は必ず調整を強いられるのが変動為替相場である。極論すれば、80 円も 120 円も PPP から



から 20%乖離という意味では同じくらい過剰である(但し、+20%という円安方向の乖離は歴史的にプラザ合意直前しか見られていない稀有な動きである、図)。だが、80 円ならばその修正を求める声が大きくなるのに対して、120 円の場合は 130 円や 135 円といった常軌を逸した予想が相次ぐという非対称性がある。ヘッジファンドに代表されるような節操のない短期的な動きを「木」だとすれば、物価尺度で見た長期的な動きは「森」である。過去 1 年間のドル/円相場では、「森」を真摯に見ようとする相場観が報われたように思われる。

～恐れるべきは円高へのオーバーシュート～

斯かる認識の下、筆者の相場観は足許の急騰を受けても全く変わっていない。むしろ、筆者が最も恐れているのは円安へのオーバーシュートではなく、円高へのオーバーシュートである。具体的には、現段階で FRB の「次の一手」がまだ建前上は利上げとなっていることは不安に思える。議事要旨などを見る限り、FOMC では既に米経済の構造的停滞を念頭に置いた議論も出ているように見受けられ²、だとすれば、利上げプロセスは相当に緩やかなものにならざるを得ないはずだ。

いや、利上げを検討できる状況ならばまだ良い。既に米景気の拡大局面が約 7 年間に及んでいることを思えば、もはや「次の一手」が利下げとなる可能性も無視できない。そうなるとした場合、まずは 2013 年以降続いている正常化プロセスの停止を示唆する声明文へ修正されることになるだろう。これに応じてドル/円相場が二桁定着に至るとというのが今後 1 年間に対する筆者のメインシナリオである。円高へのオーバーシュートが起きるとすれば、さらにその先であり、本当に「次の一手」が利下げ(又は緩和)であることが示唆された場合だろう。その際は 90 円を守れるかを議論するステージに入ってくる。こちらはまだ今後 1 年間で発生する可能性は低いリスクシナリオだが、目の離せない論点と考えている。このきっかけとして想定されるものを列挙すれば、例えば、いよいよ問題視

² 本欄 2016 年 7 月 7 日号『FOMC 議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～』をご参照下さい。

され始めているイタリア国内銀行の不良債権処理を巡るイタリア政府と欧州委員会の対立や財政再建方針を巡るスペイン・ポルトガル政府と欧州委員会の対立などが考えられ、引き続き欧州関連の材料が国際金融市場の混乱へ発展するリスクを注視することになる。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイトイングポーズ～
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～
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」と言う勇氣と奇襲の「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	投機ポジションにおける「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シインフレとユーロ高懸念
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	TLTRO2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」と言う勇氣
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」～