

みずほマーケット・トピック(2017年11月14日)

一足早い「2017年の為替相場」振り返り

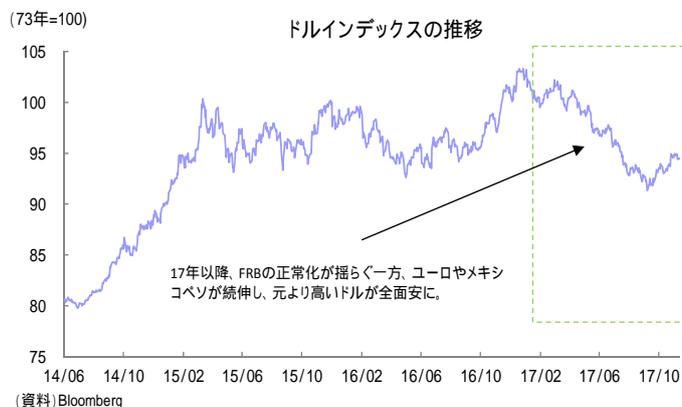
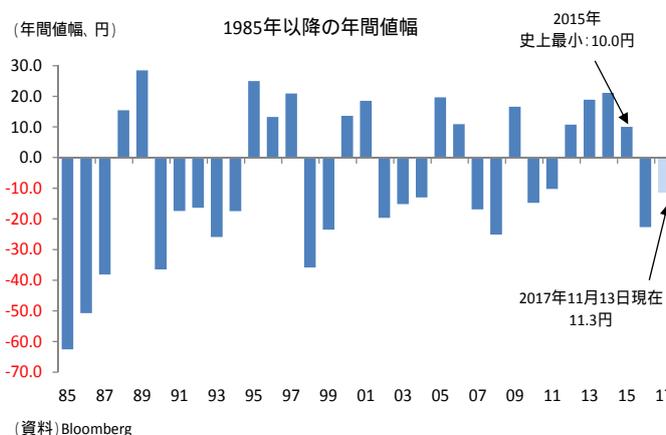
今年も残すところ約1か月半となった。本邦金融市場に目をやれば日経平均株価が年初来で最大約+21%の急騰を果たす一方、ドル/円相場は動意に乏しい動きが続いている。年初来のドル/円相場の値幅は11.28円に止まっており、これは史上最小であった2015年の10円やそれに次ぐ2011年の10.18円に近く、値幅だけ見れば、歴史的にも「動いていない年」という整理になる。だが、それはドル/円だけの話であり、為替市場全体を見れば、ドルインデックスが年初来で10%以上下落し、決して穏やかな年だったとは言えない。だが、ドルが売られたのはドルが弱かったからではなく、ユーロやメキシコペソに一時的な突風が吹いたからという点は重要である。なお、今年のドル/円相場は117.10円でスタートしているのですがこのまま行けば「円高の年」で終わる可能性が高い。この点、その年が「円高の年」で終わる場合、ドル/円相場の最安値は10～12月期につけることが多かった経験則は気にしておきたいところ。

～2017年の為替市場の主役は・・・～

今年も残すところ約1か月半だが、本邦金融市場に目をやれば日経平均株価が年初来で最大約+21% (19300円→23380円)の急騰を果たす一方、ドル/円相場は動意に乏しい動きが続いている。海外勢の影響力が強い日経平均株価が上昇する時には彼らが値上がり分に応じて実施する為替ヘッジ(円売り・ドル買い)の影響からドル/円相場も上昇しやすいという経験則があったが、今次株高局面ではそうになっていない。それどころか年初来の値幅は11.28円(118.60円-107.32円)に止まっており、これは史上最小であった2015年の10円(125.86円-115.86円)やそれに次ぐ2011年の10.18円(85.53円-75.35円)に近い。値幅だけ見れば、歴史的にも「動いていない年」という整理になる(図)。

だが、それはドル/円だけの話である。為替市場全体を見れば、ドルインデックスが

年初来で▲10%以上下落しており、決して穏やかな年だったとは言えない。本欄でも繰り返し論じ

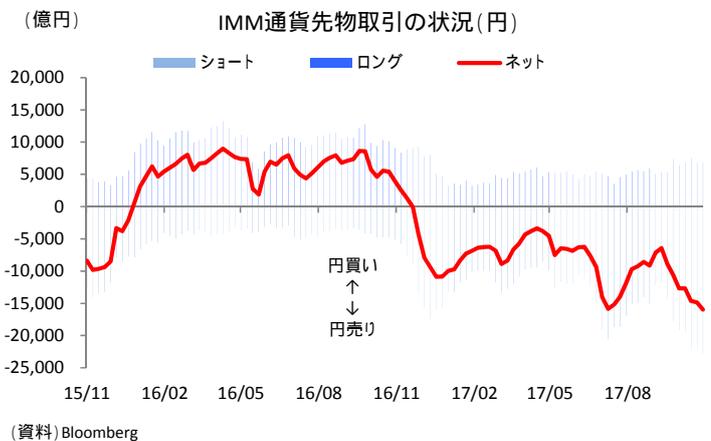
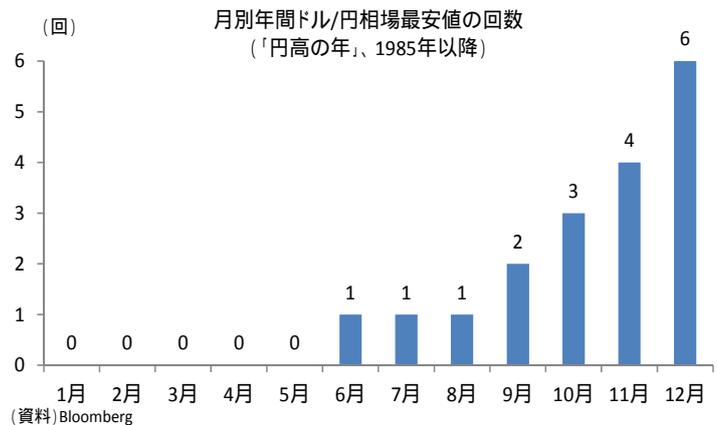


ているが、そうしたドル売りの相手方はユーロやメキシコペソが主役であり、円が選ばれなかったという実情がある。より厳密には、元より「ドルが高過ぎた」という事実は当然あったが、ドル売りを主導したのはユーロやメキシコペソなどの個別事情だったことは重要である。ドル相場と高い相関が期待できるはずの米 10 年金利を見れば、年初来で概ね 2.3% から 2.5% 程度の狭いレンジでほぼ横這いであった。米金融政策を巡ってはそれなりに話題があった年ではあったものの、それ自体は殆ど予定調和なものばかりであり、米金利には跳ねなかったのである。そして、だからこそ内外金利差に敏感に反応すると言われるドル/円相場も動かなかったのだろう。

つまり、ドルが売られたのはドルが弱かったからではなく、ユーロやメキシコペソに一時的な突風が吹いたからである。ECB はドラギ ECB 総裁のシントラ講演(6 月)を境に正常化がクローズアップされ、曲がりなりにも一応の着手が始まった。また、メキシコに関して言えば、上半期中は言われていたほどトランプ大統領の“口”撃も起きなかった。北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉や国境壁の建設などは事前に言われていたほど急進的な政策運営とはならず、むしろ前年からの反動もあって利上げ通貨としてのメキシコペソが評価されるという地合いが目立った。これらの経緯を踏まえ、気の早い話であることを承知で言えば、今年の為替市場の主役は一方的に下落し続けたドルであったように見えつつ、その実はユーロやメキシコペソであったように思われる。

～「円高の年」にとって要注意の季節～

もちろん、今年のドル/円相場がこのまま終わるとは限らない。今年 は 117.10 円でスタートしているのでこのまま行けば、僅かではあるが「円高の年」で終わる可能性が高い。この点、その年が「円高の年」で終わる場合、ドル/円相場の最安値は 10～12 月期につけることが多かったという経験則を思い返したい。具体的には 1985 年から 2016 年までの 31 年間のうち、「円高の年」は 18 回あった。その 18 回のうち、10～12 月期にドル/円相場が最安値をつけたことは 13 回であり、中でも 12 月(6 回)が一番多かった(図・上)。歴史に倣えば、これから 1 か月半は「円高の年」にとって要注意の季節と言える。これが単なるアノマリーなのか、經常黒字国通貨としての需給が影響しているのか、投機筋(ヘッジファンド)の 12 月末決算を前にした決済(いわゆる 45 日ルール)の影響なのか、定かではない。今年に関して言えば、IMM 通貨先物取引などを見る限り、今夏以降に円ショートが積み上げられた可能性は



高く、45 日ルールに伴うポジションの巻き戻しは入りやすい印象はある。投機筋による円ショートは 11 月 7 日時点で 4 か月ぶりの水準まで積み上がっており(前頁図・下)、この清算が実勢相場にどの程度の影響を与えるのかが短期的には大きな注目点となるだろう。

米金融政策に関して言えば、年内 3 度目の利上げとバランスシート縮小の着手は市場に概ね織り込まれており、懸案の次期議長人事も軟着陸を果たしている。ここから先、ドル買い要因としてこれ以上何が期待できるのだろうか。問題視されている中立金利の低位安定が今後も不変だとすれば、利上げを重ねるほどイールドカーブはフラット化の度合いを強める。そうした状況下で株高が継続し、ドル/円相場が 115 円、120 円と上伸していく展開は筆者にはどうしても想像が難しい。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のこごき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の資金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタール・リビア混戦と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	ケール理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドレインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の姿勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーパ・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラトECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版