

みずほマーケット・トピック(2018年3月12日)

## 経験則からイメージするドル/円相場の「波」

年内の米利上げ回数に関し5回という声すら聞こえ始めているが、ドル/円相場の上値は重い。もはやFRBの挙動やそれに伴う米金利動向はドル/円相場の突破口にはなりえず。そのような目先の材料に捉われず、大局観を持って先行きを考察すべき局面に差し掛かっていると考えたい。そこでプラザ合意以降の円高・円安局面について、その持続期間や変動を考察してみると、円高も円安も1つの局面は約3年で一巡してきた印象。一度始まった「円高の波」に関して言えば、「約3年半は続き、約30%は動いてきた」という経験則を覚えておきたいところ。今次円高は2015年7月を起点とすれば2年8か月が経過し、14%程度の円高が進んだ状況にある。なお、本邦政局混乱に関しては日銀執行部人事に影響が及ぶことが無いか注視。客観的に見て、ドル/円相場が息を吹き返し上値を目指すというシナリオは現時点ではかなり野心的と言える。

### ～米雇用統計。まだ可能だった「量」の積み上げ～

先週9日に発表された米2月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+31.3万人と市場予想の中心(同+20万人)を優に超え、2016年7月以来、1年7か月ぶりの大幅な伸びを記録した。一方、注目された平均時給は前年比+2.6%とこちらは市場予想(同+2.8%)を割り込んでおり、ポジティブサプライズをもたらした前月(同+2.8%)からも減速した。完全雇用と言われながらも限界的に積み上げられる「量」がまだこれほどあったということは、賃金が押し上げられる道理もそれだけ小さいということになる。少なくとも1か月前に騒がれた「悪い物価上昇」や「悪い金利上昇」を囁し立てるようなムードは、今回の好調な雇用統計を受けても殆ど感じられない。制御できない物価や金利の騰勢を信じるに足る確証はやはり無いというのが市場参加者の本音に近いと考える。

### ～円高の「波」は約3年は続く～

しかし、これだけ良好な米経済指標を受けてもドル/円相場の戻りは鈍い。今や年内の利上げ回数について4回はおろか5回という声すら聞こえ始めていることを考えると、やはりFRBの挙動やそれに伴う米金利動向はドル/円相場が上昇の突破口にはなりそうにない。先週9日には米朝首脳会談の可能性が報じられ市場参加者の心理も相当に改善したと思われたが、それでも107円にタッチするのがやっとであった。もはやそのような目先の材料に捉われず、大局観をもってドル/円相場の流れを考察すべき局面に差し掛かっているのだろう。

そこで次頁表はプラザ合意以降の円高・円安局面について、その持続期間や変動を考察したものである。円高・円安は筆者がチャートから独断と偏見で判断したものだが、事実と大きく異なることもないだろう。ラフな経験則から汲み取れる1つの事実は円高も円安も1つの局面は約3年で一巡することが多いということである。より具体的には円高局面は約3年半(41か月)、円安局面は約2年半(30か月)継続してきたという印象はある。ちなみにその間の変動率(局面の始点・終点で計

算したもの)は約 35%であり、より具体的には円高で約 33%、円安で約 37%であった。最近に関して言えば、2012 年 11 月に始まった円安局面が 2015 年 6 月にピークを迎えており、この間、やはり約 2 年半(約 31 か月)、変化率に関しては実に 50%を超えていた。

もちろん、局面によっては色々なコンディションが成り立ち得るので軽々に議論を標準化することはできない。だが、経験則に照らせば「約 3 年半かけて 30% の円高」はそれほど不思議な動きではないように思われる。この点、今次円高局面の起点を 2015 年 7 月(約 123 円)と考えた場合、これは「2019 年 1 月までに 90 円割れ」という展開と重なる。もちろん、極めて漠然とした議論であって、頭の体操の域を出るものではないが、一度始まった「円高の波」が約 3 年半は続き、約 30% は動いてきたことは留意したい。現在は 2015 年 7 月を起点として 2 年 8 か月が経過し、14%程度の円高が進んだ状況にある。期間はともかく、円高自体はまだ穩健な動きにとどまっている。

#### 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	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	プラザ合意
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10月	円高	1888	62.9	-34.1	リーマンショック、欧州債務危機、米金融緩和
2012年11月	2015年6月	円安	942	31.4	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	?	?	-13.9	中国バブル崩壊、ブレギット、トランプ米大統領誕生(保護主義台頭)
平均(全体)			1,077.1	35.9	34.6	
平均(円高)			1,248.0	41.6	-32.7	
平均(円安)			906.2	30.2	36.9	

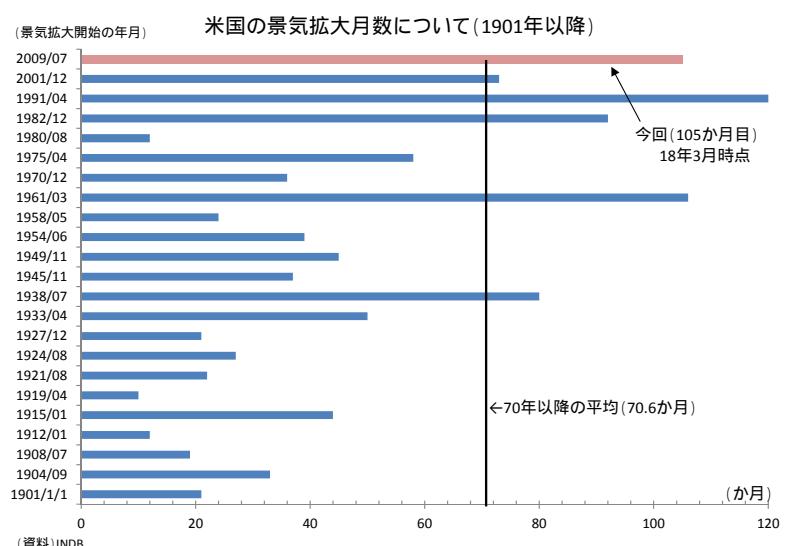
(資料)Bloombergなどから筆者作成。月は1か月30日換算。円高又は円安が1年以上続いた局面で整理した。

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。2015年7月以降の円高局面は2018年2月末で試算。

#### ～本邦政局混乱は日銀執行部人事への影響も注視～

こうした経験則の上に、米経済の拡大局面が既に 105 か月目と史上 2 番目(106 か月)の長さが視野に入っていること、米 10 年金利が既に FRB の抱く中立金利想定見通しに到達していること、株式市場が金利上昇を嫌気し始めていることを考慮し、さらに先進国では安定感を誇っていた本邦政治情勢にも暗雲が立ち込め始めていることも加味する必要がある。現時点で軽々に議論すべき論点ではないが、黒田日銀

総裁の再任を含めた日銀執行部の人事も政局混乱に巻き込まれるようなことがあれば、市場では



不透明感の強まりから円を買い戻す流れが勢いづくかもしれない。少なくともリフレ志向の強い金融政策とこれを体現してきた黒田体制は安倍政権と一蓮托生であり、政府・与党の体制が大きく変化する際には影響は免れ得ないはずである。これまでも日銀人事が政争の具とされ漂流したことはある。今回がそのようなケースに至らないかは注目したい。

そのほかの論点では、本欄でも何度か論じているように、そもそも購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)で見て円相場に割安感が生じているという非常にベーシックな問題意識も忘れてはならない。こうした現状を踏まえる限り、ドル/円相場が息を吹き返し 115 円や 120 円を目指すという見通しは、現時点ではかなり野心的に思えてくる。

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](mailto: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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会レビュー～APP(規模)拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後の含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	ステグフレーション懸念といふ誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にフレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月18日	週末版
2018年1月17日	ECB政策理事会レビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月16日	日銀金融政策決定会合レビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウントライリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて…～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月26日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	トーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	2017年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月1日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(働き方改革で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
2017年11月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	週末版
2017年11月20日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった歐州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	2017年の勘所～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないポンドの苦境～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～最もピュアな片岡委員～
2017年10月31日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
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～
2017年10月20日	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ごとき政策運営～
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)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？