

みずほマーケット・トピック(2018年6月12日)

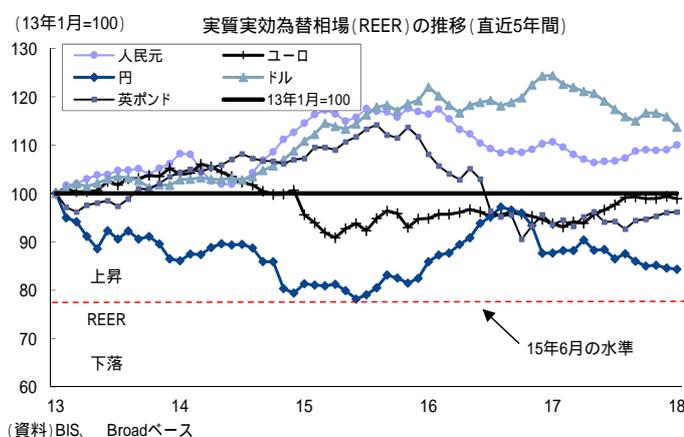
アベノミクス高値「125.86円」から3周年

未だ記憶に新しい向きもあるが、ドル/円相場がアベノミクス相場の最高値となる125.86円をつけたのが、いまから3年前となる2015年6月10日であった。同日、黒田日銀総裁が衆議院財務金融委員会の席で口にした台詞を受け、同日のドル/円相場は急落し、その後二度と高値に戻ることはなく、足許に至っている。本欄や『中期為替相場見通し』が円高見通しに軸足を移し始めたのも2015年6月だが、これもREERで見た円相場が1980年代初頭の水準まで安くなっていた事実に違和感を覚えたからであった。結果的にそのタイミングをドル/円相場のピークと読んだことは適切だったが、足許ではそこから10%程度しか円高になっておらず「歴史的な円安水準」という印象は今もあまり変わっていない。これは2014年6月から始まった強烈なドル全面高が結局、今この時点でも大して調整していないことに由来しているのだろう。

～「125.86円」から3周年～

重要イベントを一通り終えるまで動意が出そうにないので、為替市場の現状について概観し、簡単な所感を示しておきたい。未だ記憶に新しい向きもあるが、ドル/円相場がアベノミクス相場では最高値となる125.86円をつけたのが、ちょうど3年前となる2015年6月10日であった。同日、黒田日銀総裁は衆議院財務金融委員会の席で「実質実効為替レート(REER)では、かなり円安の水準になっている」との見方を示し、「(REERが)ここまで来ているということは、ここからさらに(REERが)円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語った。当人にそのつもりがあったかどうかは定かではないが(恐らくは特別な意図は無かったと思われる)、この発言を受けて同日のドル/円相場は急落、発言直前の125.86円から122.46円まで売り進められた。結局、この日に記録した125.86円を超えることは二度と無く、足許に至っている。

本欄や『中期為替相場見通し』が円高見通しに軸足を移し始めたのも2015年6月だが、これもREERで見た円相場が1980年代初頭の水準まで安くなっていた事実に違和感を覚えたからであった。結果的にそのタイミングをドル/円相場のピークと読んだことは適切だったが、足許ではそこから10%程度しか円高になっておらず「歴史的な円安水準」という印象はあまり変わっていない(図)。図から判断する限り、2014年6月から始まった強烈なドル全面高が結局、今この時点でも大して調整していない



ことに由来する状況と言えそうである。昨年的大幅下落をもってしても、為替相場全体に歪みは残

ったままである。主要通貨の中では唯一、ユーロだけが然るべき調整を済ませているように見える。

～「3年」は1つの節目でもある～

過去の本欄でも取り上げたことのある論点だが、ドル/円相場の周期を考えると「3年」というのは1つの節目になってきたという経緯がある。最高値をつけた2015年6月を円安局面の『山』と見なした場合、今次円高局面は2015年7月から始まったと見ることができる。表に示されるように円安・円高

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	?	?	-12.2	中国バブル崩壊、ブレグジット、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	34.4	
平均(円高)			1,248.0	41.6	-32.4	
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」は局面の「始点」と「終点」について計算したもの。2015年7月以降の円高局面は2018年5月末で試算。

にかかわらずドル/円相場の1回の「波」は約36か月であったことを踏まえれば、円高局面の収束を期待する向きもあるかもしれない。確かに円高が進むと囁かれながら遅々として進んでいない。

しかし、円高局面に限ればその「波」はもう少し長く、約42か月続いたという経緯があるので、2019年初頭までは予断を許さないという考え方もあり得る。さらに言えば1つの「波」における変動率(始点と終点で計算)は約30%あったという事実もある。125円から30%、円高方向へシフトすれば90円割れという大きな話になるが、現状ではまだそこまで至る気配は無い。総じて過去3年の為替相場は一部の大事件(ブレグジットや米大統領選挙)を除けば平穏な相場つきに収まっている。

～「これ以上円安にならない」という状況は変わっていない～

もちろん、後者の「波」の長さを参考にした議論はあくまで「数字遊び」の域を出るものではなく、文字通り参考情報である。だが、前者のREERで測った割安感が依然解消されていないという論点は、やはり見通し上、勘案したいものである。3年前、黒田総裁をして「これ以上円安にならない」と言わしめた状況から大して変わっていないのだから、円の先安観に賭けるのはやはり気が引ける。「そもそも論」だが、恐らくドル/円相場の「波」は米経済の景気循環に伴う「波」、ひいてはFRBの政策運営の「波」に規定される面が大きいものだろう。昨日の本欄でも言及したように、その米経済に係る「波」が史上最長を視野に入れている中、どこまでドル/円相場がこれに追随しそうなのか。今一度、立ち止まって冷静に考えるべき論点であろう。

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。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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか?～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディングとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか?3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
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政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か?～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか?
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～今後への含意など～
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	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にブ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」～
	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19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～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讀むべきか?
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(ダウサイド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