

みずほマーケット・トピック(2019 年 10 月 24 日)

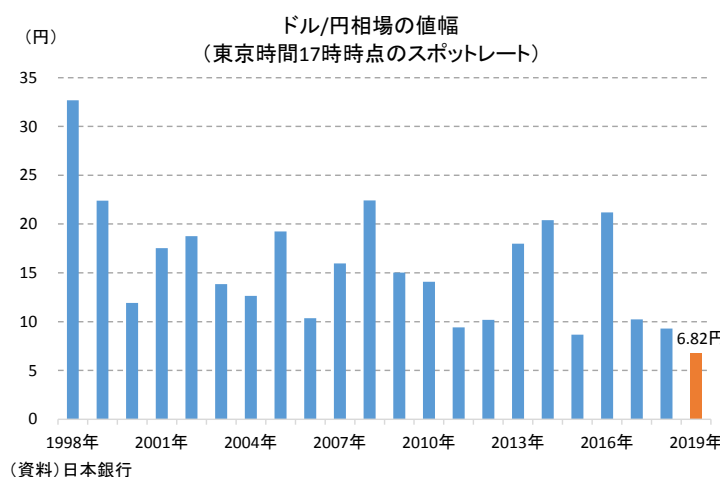
またも史上最小値幅～体感「5 円」以下という異例～

ドル/円相場はレンジ取引が続いている。10 月に入ってからドル全面安の傾向が強まっているものの、ドル/円の動きは限定的。確かにドル/円も「方向感」としてはじりじりと値を下げているのだが、「水準感」は相変わらず新鮮味が感じられず、米金利やドルに対する感応度が非常に小さいという印象を拭えていない。今年のドル/円相場の値幅は 8.30 円(104.10 円～112.40 円)であり、史上最小とされた昨年の値幅(9.99 円)を 1.50 円以上縮小している。ちなみに日銀が公表する東京時間 17 時時点のドル/円相場は 6.82 円(105.20 円～112.02 円)とさらに狭い。東京市場の参加者が今年体感する値幅は 106～110 円程度と 5 円にも満たないかもしれない。「米金利に追随しないフロー」としての直接投資の隆盛がやはり無視できない要因か。

～体感レートは 5 円にも満たない？～

昨日の金融市場でも英国の EU 離脱(ブレグジット)関連のヘッドラインが錯綜している。ブルームバーグは外交当局者 2 名の話として英国を除く EU27 か国が大使級会合で、英国要請した離脱期限の延期を全会一致で支持したと報じている。しかし、英国の要請する 3 か月の延期が認められるかは定かではなく、元より延期に難色を示しているフランスは 11 月 15 日までの短期間の延期にとどめる方針を唱えていると報じられている。一方、ジョンソン英首相は本日にも総選挙に向けて行動を起こすと報じられるなど、延期の要請や承認と矛盾する情報が飛び交っている。

ブレグジット絡みで相応に派手な材料が散見されているものの、ドル/円相場は相変わらずのレンジ取引が続いている。為替市場では 10 月に入ってからドル全面安の傾向が強まっているものの、ドル/円の動きは限定的だ。確かにドル/円も「方向感」としてはじりじりと値を下げているのだが、「水準感」は相変わらず新鮮味が感じられず、米金利やドルに対する感応度が非常に小さいという印象を拭えていない。今年のドル/円相場の値幅は

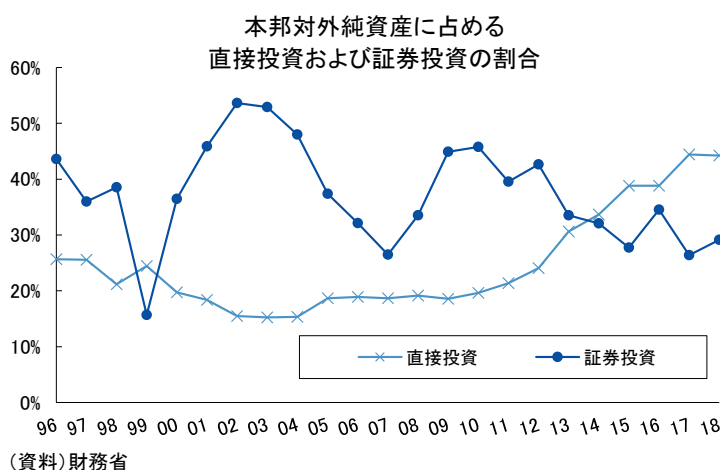


8.30 円(104.10 円～112.40 円)であり(図)、史上最小とされた昨年の値幅(9.99 円)を 1.50 円以上縮小している。ちなみに日銀が公表する東京時間 17 時時点のドル/円相場は 6.82 円(105.20 円～112.02 円)とさらに狭い。なお、110 円台で安定推移していたのは 2 月中旬から 4 月いっぱいまでの約 1 か月半、105 円台で安定推移していたのは 8 月上旬くらいであることを思えば、東京市場の参加者が今年体感する値幅は 106～110 円程度と 5 円にも満たないといっても過言ではないか

もしれない。これまで 2 年連続で 10 円を割り込むことはなかったが、このままいけばそうになってしまう。ちなみに 2017 年は 10.24 円と辛うじて 10 円以上あったが、これも歴史的に抑制された動きには違いない。過去 1 年間で米 10 年金利が 3.2% 付近から一時は半分以下 (1.4%) にまで低下したことを思えば、ドル/円相場の膠着度合いは異様である。本欄では米金利の下落とこれに伴うドル安・円高を予想の主軸としてきた。実際、方向感に着目すればこのシナリオは正しいものだったが、水準感があまりにも変わらないゆえ、当たった・外れたという次元で語るのも難しい。

～「米金利に追随しないフロー」が増えている～

ここまで円相場が動意を失った理由は定かではない。AI 取引が盛んになった今、小数点第二以下で見れば値幅は出ており、「もうそういう時代になった」という論調も見聞きする。それも一理あるかもしれない。しかし、米金利がこれほどダイナミックに動いてもドル/円の動きが限定されているということは「米金利に追随しないフローが増えた」という解釈も可能だろう。本欄では繰り返し論じているが、やはり対外資産・負債残高の



構造変化が影響しているのかもしれない。前頁図に示されるように、ドル/円相場の値幅が 10 円付近に落ち着くようになってきたのが 2011 年以降であり、とりわけ近年は非常に限られた動きが続いている (2016 年の値幅が大きかったのは英国国民投票と米大統領選という特殊な材料があったからだ)。この点、日本の対外純資産残高において直接投資の比率が証券投資のそれに概ね追いついたのが 2013 年であり、それ以降、両者の比率は逆転し差が拡大していることとの関係が気になる。直感的に証券投資の方が直接投資よりも米金利の乱高下 (それは相場のリスクオン・オフとも一致する) に追随するであろうから、そのようなフローが相対的に存在感を失いつつあり、これが米金利に象徴される FRB の金融政策運営とドル/円相場の関係性を弱めている疑いは抱かれる。

もちろん、為替市場は世界で最も広く、深い市場の 1 つであるため、これは仮説に過ぎないが、検討に値する仮説だと筆者は考えている。しかし、繰り返しになるが、事実として「米金利が下がり続ける中、緩やかながらも円高が進んでいる」のは確かであり、今後 1 年にわたって米金利が上がると考えている向きは皆無に近いことを思えば、この傾向はやはり続くように思われる。「方向感」として円高・ドル安を見込む基本認識に大きな修正は必要ないと考えている。

市場営業部
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
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～サッカーバーク証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレイクを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～今で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば……)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードレッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレイクQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)