

## みずほマーケット・トピック(2019年10月24日)

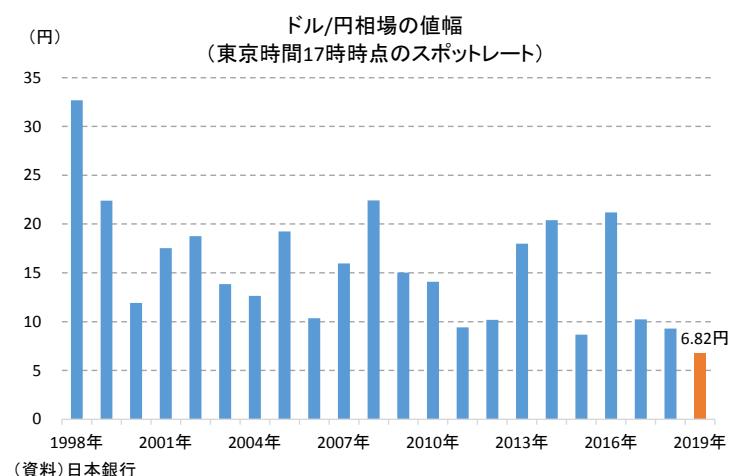
## またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～

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名の話として英國を除くEU27か国が大使級会合で、英國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、英國の要請する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

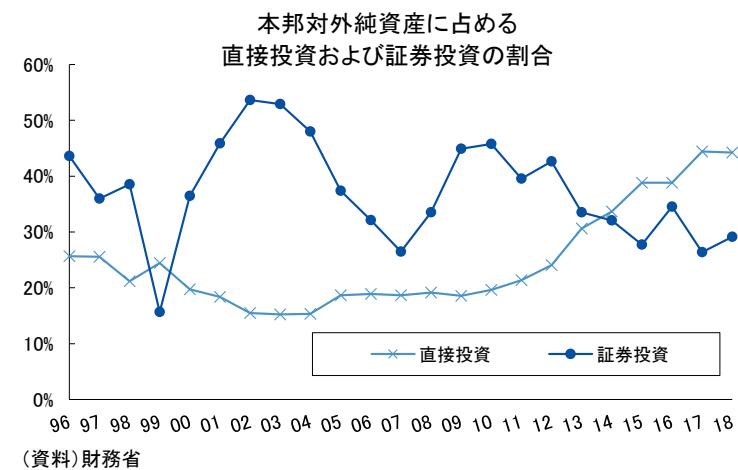


8.30円(104.10円～112.40円)であり(図)、史上最小とされた昨年の値幅(9.99円)を1.50円以上縮小している。ちなみに日銀が公表する東京時間17時時点のドル/円相場は6.82円(105.20円～112.02円)とさらに狭い。なお、110円台で安定推移していたのは2月中旬から4月いっぱいまでの約1か月半、105円台で安定推移していたのは8月上旬くらいであることを思えば、東京市場の参加者が今年体感する値幅は106～110円程度と5円にも満たないといつても過言ではないか

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共に伴うドル安・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國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  
唐鑑大輔 (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に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                                     |
|-------------|--|
| 2019年10月23日 | 「リフラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～                  |
| 2019年10月21日 | 思い出したい「10月31日」の経緯～次に起ることは～                     |
|             | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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  | 揺らぐリラクション計画～初のメンバー脱落表明を受けて～                    |
| 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景気指標の悪化を受けて～)      |
| 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製造業景気指標の「底」は見えそうか？                          |
| 2019年9月27日  | 週末版(三度起った「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～                    |
|             | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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、露払いはしたいところ～)       |
| 2019年9月5日   | ブレグジットを巡る論点整理～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の関係～ISM悪化を受けて～                       |
| 2019年9月3日   | リラクション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を見るポートフォリオリバランスマップ                 |
| 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・ドル高といい地合い～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らのか？                            |
| 2019年8月20日  | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2019年7月分)                    |
| 2019年8月19日  | YCC。捨てる日銀と捨てる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分変わりそう～)      |
| 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」として米国優先却はあるのか？                        |
| 2019年8月13日  | ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ1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元」～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～趨勢的な純化は明らか～                        |
| 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  | リラクションと金融政策～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」                      |
|             | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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りドル／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～令和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～                   |
|             | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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「フォワードルッキング」な政策運営                           |
| 2019年6月4日   | ECB政策理事会レビュー～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  | ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～                    |
| 2019年5月22日  | 本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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～)       |