

みずほマーケット・トピック(2019年11月12日)

## 動かない相場背景にある「円の不人気」

今年も残すところあと1か月半となった。先月以降、ドル/円は円安へ振れているものの、年初からのレンジ(8.30円)を抜け出られてはいない。「2年連続での史上最小値幅を更新」という結末が現実味を帯びている。こうした動意の無さは、そもそも日本円や東京外為市場に「人気が無い」ことの結果という見方も出ている。BIS調査を元に通貨別の取引高シェアを見ると、円の取引シェアは2019年調査で8.4%と過去5回分(15年分)のうちで最低を記録している。ちなみに取引シェア上位4通貨は米ドルを除けば、15年前の調査(04年)対比で軒並みシェアを落としているものの、前回調査(16年)対比でシェアを落としているのは円だけ。また、為替取扱高のシェアを見ると、東京市場の地位が落ちている事実も見逃せず、かつての世界3位から今や5位まで落ち込んでいる。やはり円(≡日本経済)に全くテーマ性が感じられなくなっているのだろう。円相場は「動かない→儲からない→取引しない→動かない」の悪循環に嵌まっている印象。

### ～明確化する日本円と東京の不人気～

今年も残すところあと1か月半となったが、勢いづいたとはいえ、ドル/円相場は年初からのレンジ(8.30円)を抜け出られてはいない。ここから年内の大きなイベントは用意されておらず、「2年連続での史上最小値幅を更新」という結末が現実味を帯びている。こうした動意の無さは「売り買いが拮抗している」ことの結果という説もあれば、AI(人工知能)による高速売買で値幅が狭くなっているという説もあり、本当のところは分からないが、そもそも「人気が無い」ことの結果ではないかという説もある。これは今年9月に発表された国際決済銀行(BIS)による3年に1度の外為調査『Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange turnover』をみれば、恐らく真実に思えてくる。同調査では日本円(以下単に円)の凋落がはっきりと浮き彫りにされている。

通貨別の取引高シェアを見ると、円の取引シェアは今回調査で8.4%と過去5回分(15年分)の調査で最低を記録している。ちなみに取引シェア上位4通貨は米ドルを除けば15年前の調査(2004年)から比較すればシェアは落としているが、前回調査(2016年)からシェアを落としたのは円だけである(図)。通貨ペアで

主要通貨の取扱高(過去15年間の推移)

	2004年	2016年	2019年	15年間の 変化 (%pts)	3年間の 変化 (%pts)
USD	44.0	43.8	44.2	0.1	0.4
EUR	18.7	15.7	16.2	-2.6	0.4
JPY	10.4	10.8	8.4	-2.0	-2.4
GBP	8.3	6.4	6.4	-1.9	0.0
AUD	3.0	3.5	3.4	0.4	-0.1
CAD	2.1	2.6	2.5	0.4	-0.0
CHF	3.0	2.4	2.5	-0.5	0.1
CNY	0.1	2.0	2.2	2.1	0.2
HKD	0.9	0.9	1.8	0.9	0.9
NZD	0.6	1.1	1.1	0.5	0.0

(資料)BIS、各年4月の平均日次取扱高を調査したもの

見てもトップのユーロ/ドルが23.1%から24.0%に上昇しているのに対し、これに次ぐドル/円は

17.8%から 13.2%へ幅を持ってシェアを落としている。そのほか 3 位のポンド/米ドルが 9.3%から 9.6%へ、4 位の米ドル/豪ドルが 5.2%から 5.4%へ、5 位の米ドル/カナダドルが 4.3%から 4.4%へ、6 位の米ドル/人民元も 3.8%から 4.1%へ上昇している。ようやく 7 位の米ドル/スイスフランになると 3.6%から 3.5%へ低下している

が、その低下幅は日本円のそれに比べれば小さなものだ。やはり「円離れ」の機運は感じざるを得ない。そもそも東京市場の地位が落ちているという事実も見逃せない。取引時間帯や言語の問題など解決が難しい論点が指摘されているが、後述するように、やはり取引の主役になるはずの円に全くテーマ性が感じられなくなっていることも影響しているだろう。

為替取扱高(地域別のシェア)

	2004年	2016年	2019年	2004年順位	2019年順位
英国	32.0	36.9	43.1	1位	1位
米国	19.1	19.5	16.5	2位	2位
シンガポール	5.1	7.9	7.6	4位	3位
香港	4.1	6.7	7.6	5位	4位
日本	8.0	6.1	4.5	3位	5位
スイス	3.3	2.4	3.3	6位	6位

(資料) BIS、各年4月の平均日次取扱高を調査したもの

15 年前にシェア 8.0%で世界第三位の為替市場だった東京の地位は 2019 年時点で 4.5%で 5 位まで落ち込んでいる。文字通り、地盤沈下であり、シンガポールや香港の後塵を拝している(図)。

もちろん、こうした傾向が次回や次々回の調査と続くどうかは定かではないが、2016 年から 2019 年にかけて為替市場全体の取引が 5.10 兆ドルから 6.59 兆ドルへと約+30%も増えているにもかかわらず、円や東京市場の存在感は低下していることは相応の深刻さを孕んでいるように思える。よほど「面白くない通貨ペア」と思われているのだろうと想像される。

～「動かない→儲からない→取引しない→動かない」の悪循環～

今回の BIS 調査ではこうした円の不人気について「大部分は重要なドル/円ペアの低ボラティリティーによるもの」と分析している。確かに、ドル/円以外のユーロ/円や豪ドル/円といった主要なクロス円通貨の取引は過去 3 年で増えており、ドル/円の不人気は円全体の不人気を象徴していることが分かる。また、円全体の取引高からすれば小さな存在だが、証拠金取引を好む個人投資家が好みやすい高金利通貨を対象とする取引も世界平均を超えるペースで増えている。例えばトルコリラや南アフリカ、ブラジルリアルといった通貨であり、これら 3 通貨を対象とした円取引の平均取引高(日次)が「2016 年の 70 億ドルから 2019 年は 120 億ドルと約 2 倍へ膨らんでいる」と BIS 調査では指摘されている。今や個人投資家でも多くの取引通貨を選択可能な時代になったため、こうした動きは必然と考えるべきなのだろう。「短期で手っ取り早く儲けたい」という誘因が強そうな個人投資家がわざわざ「動かない通貨ペア」を選ぶ理由は無い。こうした BIS 調査の結果を見る限り、近年のドル/円相場が極小レンジに収まっている背景には「相場のアヤを取りにくいドル/円ペアではなく、もっと派手な動きをする通貨ペアが良い」という投資家の思いが反映されている可能性が推測され、端的に言えば「ドル/円相場は動かなくてつまらない」という思いの結果ではないかと思えてくる。

もちろん、「何故、動かなくなったのか」という根本的原因を究明すべきではあるが、「動かないから儲からない。儲からないから取引しない。取引しないから動かない」という悪循環に嵌っており、ドル/円相場を突き動かす起爆剤でもない限り、現状が容易には変わらなそうだという認識は持ちたい。動かなくなった根本的原因としては、①そもそも円(≡日本経済≡アベノミクス)にテーマ性が

ない、②基礎的需給が拮抗しており振れが構造的に出にくい、③金利が消滅している通貨を触る理由が無いなどであろうが、正解は分からない。しかし、いずれにせよ上述したような悪循環が作用している可能性は相当に高そうではある。なお、調査対象となった今年 4 月はとりわけ動意に乏しい時期だったものの、冒頭述べたように、結局は史上最小レンジという状況が足許で変わっているわけではないため、恐らく他の月で調査をしても結果に大差はあるまい。

しかし、「動かない理由」を分析したところで今後の論点が米経済、ひいては米金利の行方にあることは変わらない。為替市場における「円の不人気」は覆い難い事実になりつつあるが、「なかなか円高にならない」ことをもって先行きのアップサイドリスクを殊更クローズアップしようとするのは危うい想定である。世界的に物価が上がりづらくなっており、それゆえに中央銀行が利上げを検討しづらくなっている情勢は何ら変わっていないという認識は持っておきたい。このあたりは別途、明日以降の本欄で論点を整理し、来年以降の展望に繋げていきたい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検 - 欧州・中国の復調はあるか? ~
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会 - 危機の「生き字引」~
2019年10月25日	週末版
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~
2019年10月23日	「リブラ」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、露払いはいはしたいところ~)
2019年9月5日	プ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リバランス効果
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歩進めば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かか~
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れば...~)
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「接点関係」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~