

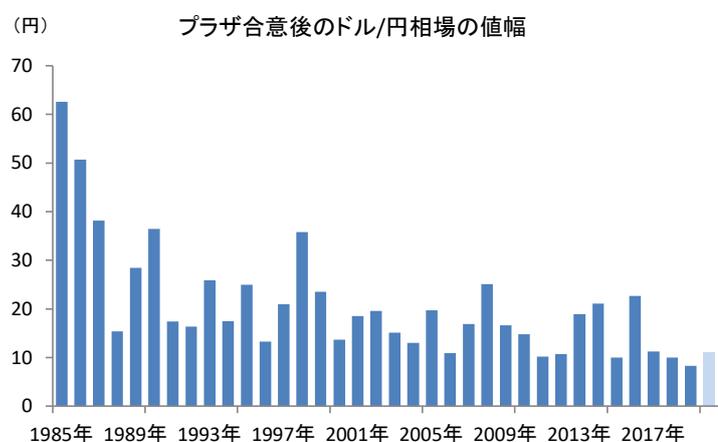
みずほマーケット・トピック(2020年12月24日)

やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～

今年のドル/円相場の値幅は11.05円と3年ぶりの大きさであったが、プラザ合意以降の36年間で見れば7番目に小さい値幅。もはや、「今年の値幅は小さかった」という会話は師走の東京外為市場の風物詩。狭い値幅の背景は複数考えられるが、①世界的に内外金利差が消滅している、②円の需給が均衡している、③そもそも日本経済への関心が薄れている、といった3点は有力。①は最も真っ当な論点。主要中銀の政策金利がほぼゼロで集約され、内外金利差の限界的な変化幅がかつてないほど小さくなっている以上、これに応じた取引は減って当然。その上で②の論点、円相場の需給は貿易収支を筆頭として均衡状態が継続中ということも見逃せない。③も事実だ。今年のドル/円相場のスポット出来高は約1.0兆ドルと2年連続で過去最低を更新する見込み。振り返ってみれば、日銀がYCCを採用した2016年以降、4年連続で減っている。実際、日銀ひいては日本経済への関心が薄れたのもYCC導入以降という印象はある。

～年末の風物詩、やっぱり狭かったドル/円の値幅～

2020年もあと1週間となった。本日時点のドル/円相場の値幅は11.05円(高値:112.23円、安値101.18円)と3年ぶりの大きさであったが、プラザ合意(1985年)以降、36年間の歴史で見れば7番目に小さい値幅である。そもそも「3年ぶりの大きな値幅」といっても2018年、2019年は2年連続で史上最小レンジだったのだから、それよりも大きくなること自体は不思議ではない。もはや、「今年の値幅は小さかった」とい



う会話は師走の東京外国為替市場の風物詩と言っても良いだろう。本欄でも「なぜ値幅が出ないのか」ということに関しては繰り返し議論を重ねてきた。考えられる背景は複数あるが、①世界的に内外金利差が消滅している、②円の需給が均衡している、③そもそも日本経済への関心が薄れているなどの仮説が考えられる。どれも決定的な説とは言えないが、どれも一理はある。本日の本欄では、新年を迎える前にこれらの説を簡単に見ておきたいと思う。

～内外金利差の消滅は真っ当な原因～

理論的に言えば、①は真っ当な論点である。やはり為替取引においては中央銀行の「次の一手」を巡る思惑こそが取引材料の「花形」であることは誰も否定できない。主要中銀の政策金利がほぼ

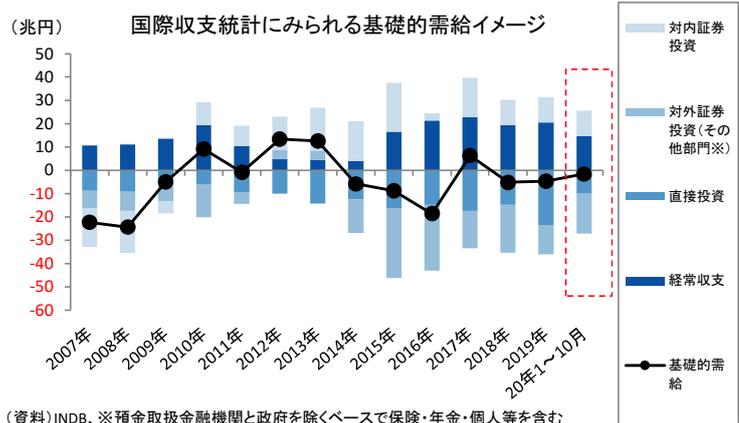
ゼロで集約され、内外金利差の限界的な変化幅がかつてないほど小さくなっている以上、これに応じた取引は減って当然である。雇用統計や消費者物価指数といった基礎的経済指標も、米中貿易摩擦やブレグジットのような政治的材料も、それら全てひっくるめて「次の一手」にどう影響するかが為替相場の価格形成に寄与するのである。日銀は元より、FRB も ECB、その他主要中銀の多くについて「当面の政策金利はゼロ%で横ばい」が既定路線となっている以上、「次の一手」が為替市場で取りざたされることはなくなってしまう(もちろん、これは債券市場にも言えることではある)。

また、主要国の政策金利が概ねゼロで横並びになっているということは、それらの国々がすべからずインフレに悩まず、むしろディスインフレ(最悪の結末としてデフレ)を恐れている状況を意味している。その意味で主要国は「金利差なき世界」だけではなく「物価差なき世界」という状況にも身を置いており、それは購買力平価説に照らしても「為替が動きにくい」という展開に繋がってくる。い2021 年以降、ゼロ金利同士の通貨ペアが多くなる中、為替市場の変動が著しいものになる公算は今のところ小さいように思える。

～均衡している需給～

しかし、ドル/円相場の動きは限定的であったが、ユーロ/ドル相場は大きく値を上げた。これは何故だろうか。ここで②の論点が重要になる。例えば 2020 年の日本の貿易収支は上半期(1~6 月)こそ計▲2.2 兆円と拮がったが、下半期に入ると黒字基調に戻し、11 月までの合計では▲730 億円とほぼ均衡している。一方、ユーロ圏は 2019 年対比で減少が見込まれるものの、2020 年もユーロ圏は世界最大の経常黒字国の地位を保つであろうし、しかもその中身のほぼ全てがアウトライトのユーロ買いに直結しやすい貿易黒字である。こうした両者の差が円とユーロのパフォーマンスの違いに影響している部分は小さくないように思える。本欄では繰り返し強調しているが、やはり「金利差なき世界」では実需が尊重されるというのが必然の帰結なのではないだろうか。

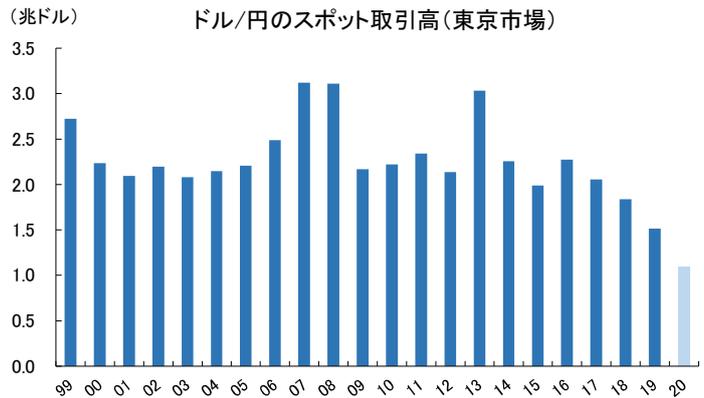
ちなみに、貿易統計を含めた国際収支統計全体から試算した円の基礎的需給バランスを見たものが右図だ。2020 年 1~10 月までの合計が▲1.5 兆円の円売り超過となっている。10 か月間の国際収支合計から得られる需給の傾きがわずか 1.5 兆円というのは非常に小さいものである。図示されるように、2018 年も 2019 年も基礎的需給バランスの偏りは殆どなく、円売り超過が



続いてきた。その2年間が連続して過去最小レンジだったことと無関係ではないように思える。確かに日本の経常黒字は世界で2番目に大きいものだが、その中身の殆どが第一次所得収支黒字であるため、為替取引(円買い)の源泉としては期待しづらいものがある。狭いレンジの背景は実は「売り買いが拮抗しているから」という非常にシンプルな理由なのかもしれない。

～もう日本に関心がない？ スポット取引高は過去最低に～

最後に③の論点も無視できない。2年連続で史上最小レンジを更新した2019年、東京外為市場におけるドル/円相場のスポット出来高は約1.5兆ドルであり、現行統計における最低を更新した。直近では2013年の約3.0兆ドルがピークであり、この半分まで落ち込んだことになる。しかし、本稿執筆時点で約1.0兆ドルとさらに小さくなっており、スポット出来高が2年連続で過去最低を更新しそうである。もっとも、「取引高の減少」と「狭いレンジ」の因果関係は正直、判然としない。「取引高の減少」が原因、「狭いレンジ」が結果という考え方はあり得るが、取引高が小さければ値は飛びやすいという側面もあり、「狭いレンジ」にはならないという見方もある。しかし、取引高が大きいても値は動くので、両者の因果関係に確たる正解はないと言える。



(資料)日本銀行

ただ1つ言えることは、日本の経済・金融情勢が注目されるような状況だったらこのような取引高にはなっていないということだろう。既往ピークに近い取引高を記録した2013年はアベノミクスの最盛期であり、円安・株高が世界的にも注目されていた局面だった。同程度の取引高を誇った2007～08年は金融危機の到来と共に円キャリー取引が一気に巻き戻された局面だった。この直前の2005～06年という時代は、日本だけがゼロ金利を採用していたことから世界的に円キャリー取引戦略が一大ブームだった。善し悪しはさておき、円が取引される理由があったのである。

～YCCで表舞台から消えた日銀～

しかし、2016年9月の総括的検証を経て導入されたイールドカーブコントロール(YCC)をもって日銀は表舞台から姿を消した。恐らく、そこそが「できるだけ早期にインフレ率+2%を実現する」という大風呂敷を広げつつも万策尽きてしまった日銀のYCCに課せられた使命だったのだと筆者は思っている。実際、ドル/円のスポット取引高は2016年から減少が続いており、2020年で4年連続の減少となる。4年連続で減少したことなどこれまではなかった。YCCを経て日銀、ひいてはアベノミクスに率いられた日本経済への関心が雲散霧消し、円の取引高が減少し、それが狭いレンジに繋がっていったという説はある程度、信ぴょう性が高いと思われる。ちなみに国際決済銀行(BIS)が行う3年に1度の外為調査によれば、2004年にシェア8.0%で世界第3位の為替市場だった東京の地位はシンガポールや香港に抜かれた結果、2019年時点で4.5%と5位まで落ち込んでいる。このうち2016年から2019年のシェア低下幅(6.1%から4.5%へ▲1.6%ポイント)が非常に大きかったことを見てもYCCを通じた円、ひいては日本経済への関心低下を予感させるものがある。

以上、ドル/円相場の値幅が小さくなっている背景を簡単に議論してみた。冒頭述べたように①～③、全て事実であって、どれか1つが原因というわけではないだろう。②の需給が2021年どうなるかで円相場の変動も出てきそうには思うが、①や③については大きく変わりそうにない。とりわけ①、すなわち「動かない金利」についてはFRBのドットチャートを持ち出すまでもなく、あらゆる金

融資産取引の前提になってしまっているように見受けられる。12 月入ってから、本欄では何度も論じてきたが、その筆頭こそが「実体経済と乖離する株高」であり、2021 年の金融市場が抱える最大の変動リスクはその株高が断続的に動揺することなのだと考えている。

市場営業部・金融市場部
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
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逓減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
2020年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月16日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月13日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月12日	週末版
2020年11月11日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月10日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月6日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
2020年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月15日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月14日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月13日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月9日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか?
2020年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月6日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月5日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月2日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月1日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年9月29日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月28日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月25日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月24日	週末版
2020年9月23日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月18日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
2020年9月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月15日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月14日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月11日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月9日	マネー急増から何を読むべきか?～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月8日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月7日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月4日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか?
2020年9月3日	米8月雇用統計から何を読むか?～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月2日	週末版
2020年9月1日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年8月28日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年8月26日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月24日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月21日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月20日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月18日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月17日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
2020年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月14日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月12日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月11日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月7日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月4日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月3日	週末版
2020年7月31日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年7月28日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月27日	週末版
2020年7月26日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月25日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
2020年7月17日	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月15日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月14日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月13日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望