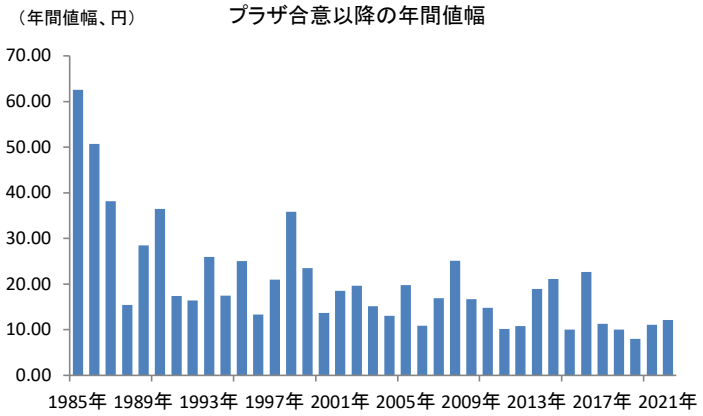
みずほマーケット・トピック（2021 年 11 月 11 日）

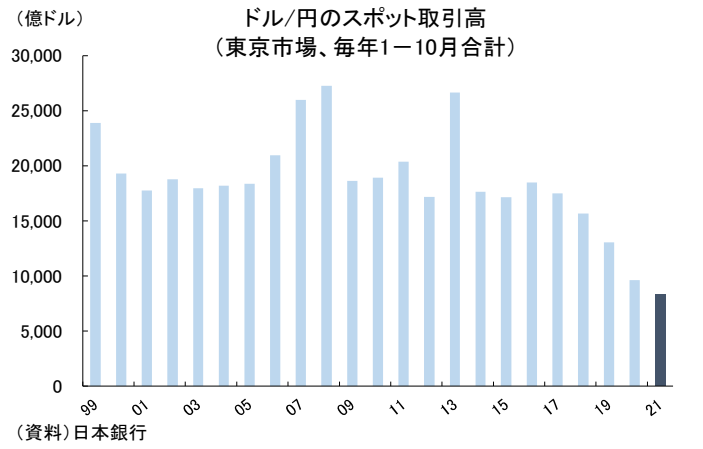
ドル/円相場、5 年ぶりの値幅は大相場の前兆か？

ドル/円の年初来の値幅は 12.11 円。このままで終われば 2016 年以来、5 年ぶりの大きさとなる。とはいえ、それでもプラザ合意後の 37 年間で小さい方から数えて 9 番目の値幅であり、決して大きいわけではない。しかし、これからも穏当な相場が続くとは言い切れない。各国間の金利差がまだ十分にあった 2006 年以前の世界では 15～20 円の値幅が普通だった。2006 年以前の世界では「日本だけがゼロ金利」が当然視され、だからこそ円キャリー取引が持て囃された。足許に目をやれば、世界の中央銀行はインフレ高進というアフターコロナ時代の悩みを抱え、それに呼応するように引き締め的な路線を歩み始めている。一方、日銀は相変わらず隔絶された世界に置かれている。この状況が極まれば「日本だけがゼロ金利」という相場環境が復活し、大きな円安相場に発展する可能性も。また、円安と資源高の併存は誰が見ても日本経済にとって痛手である。市場参加者の基本認識が「円安は日本経済にとって痛手」に切り替わり、円が売り込まれる展開も懸念。世界最大の対外純資産がある限り、制御不能な円安は考えにくいものの、「次にやってくる大相場は悪い意味で円安方向かもしれない」という警戒心は持ちたい。

～ドル/円相場の値幅は5年ぶり～

昨日の為替市場はドル買い優勢で、112 円台にあったドル/円相場も 114 円台近傍まで値を上げている。昨日の本欄でも改めて議論したように、景気回復とそれに伴う金融政策の正常化が顕著な欧米に対して日本の劣後はあまりにも目立つ。日銀が価格形成の主役を担う債券市場はともかく、為替・株式市場ではこうしたファンダメンタルズを素直に評価した展開が少なくとも年度内は続くと考えたい。ところで、1 日に 1～2 円の値幅で変動するというのは近年のドル/円相場の閑散を踏まえれば珍しい話である。年初来の値幅は 12.11 円（114.70 円-102.59 円、※ブルームバーグ気配値を使用）を記録しており、このままで終われば、英国民投票（ブレグジット）とトランプ米大統領誕生が重なった 2016 年以来、5 年ぶりの大きさである（右図・上）。とはいえ、12.11



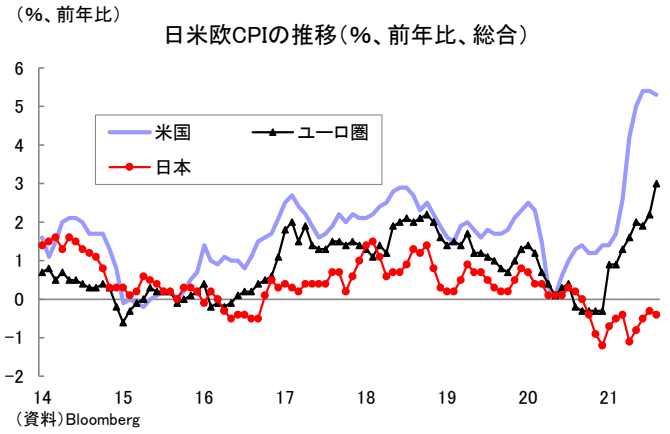


（資料）日本銀行

円自体はプラザ合意後の 37 年間で小さい方から数えて 9 番目の値幅であり、決して大きいわけではない。また、日銀の発表するスポット取引高を見ても、1～10 月計は約 8300 億ドルにとどまっており、これは過去 5 年・10 年・20 年平均(それぞれ約 1.2 兆ドル・約 1.4 兆ドル・約 1.6 兆ドル)と比較してもかなり小さい。値幅が出たとはいえ、日本経済や円に対する関心が高まっているという印象はなく、まだ近年の値幅に対して誤差の範囲とも言える。アベノミクスが最も取りざたされた 2013 年、1～10 月計のスポット取引高は約 2.7 兆ドルと今年の 3 倍はあった。

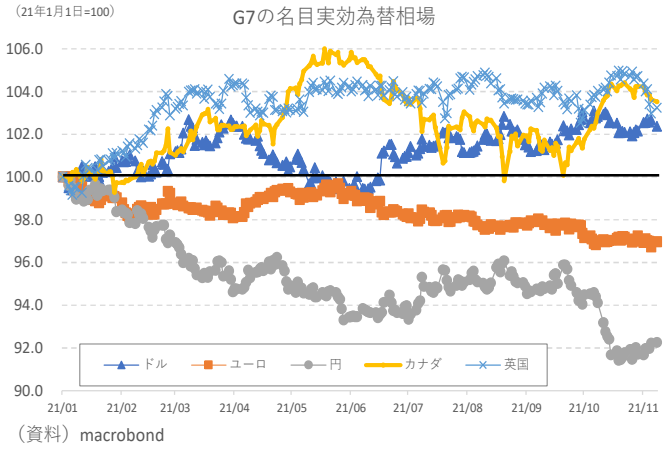
～2006 年以前の状況が復活へ？～

しかし、これからも穏当なドル/円相場が続くとは言い切れない。各国間の金利差がまだ十分にあった 2006 年以前の世界では 15～20 円の値幅が普通だった。例えば 2002～2006 年の 5 年平均では 15.68 円、1998～2006 年の 10 年平均では 19.08 円である。2006 年以前の世界では「日本だけがゼロ金利」が当然視され、だからこそ円キャリー取引が持て囃された。足許に目をやれば、世界の中央銀行はインフレ高進というアフターコロナ時代の悩みを抱え、それに呼応するように引き締め的な路線を歩み始めているが、相変わらず日銀は隔絶された世界に置かれている。これは物価情勢を一瞥すれば鮮明だろう(図)。こうした状況が極まっていけば「日本だけがゼロ金利」という相場環境が復活する可能性は低くない。このように考えていくと、今年目にしている 5 年ぶりの大きな値幅は水準としてはさほど大きくないものの、本当の大相場の前兆という見方もできなくはない。



～「次の大相場は円安」という警戒心を～

現時点では「日本への関心が低い」という状態が取引閑散を招き、低ボラティリティに繋がっているという印象がまだ強く、この状態は企業・家計部門にとってはポジティブではある。だが、いつまでも「日本への関心が低い」という状況が続く保証はない。関心が悪い方に高まるということもあるだろう。繰り返し述べてきたように、既に今年の金融市場では日本経済の劣後が「日本回避」というテーマに直結している雰囲気がある(図)。得てして、金融市場はその国にとってペイン(痛み)な方向にオーバーシュートするのが常だ。このまま円安と資源高の併存が極まれば、誰がどう見ても資源輸入国である日本には不味い展開で



ある。市場参加者の基本認識が「円安は日本経済にとって痛手」に切り替わり、円売りで攻め込まれる懸念は否めない。かつての白川体制では円高でそうした展開に至り、大変な混乱に陥った。

問題は、円高を和らげるための自国通貨売り(外貨買い)は理論的には無限に可能だが、円安を和らげる自国通貨買い(外貨売り)は外貨準備の残高という制限があることである。オーバーシュートが始まった時のリスクやそれを鎮圧する難易度は比較にならないほど円安相場の方が大きいことは念頭に置きたい。もちろん、冷静に考えれば円安によって世界最大の対外純資産は為替差益によって膨張し、それ自体が安全資産としてのステータスを固める方に作用する。よって円が永続的に水準を切り下げ続けるということはあり得ないし、その一点を取ってみてもやはり円は安全資産の 1 つに類する通貨だと考えられる。しかし、相場には波がある。「次にやってくる大相場は悪い意味で円安方向かもしれない」という警戒心は企業部門の為替ヘッジ戦略上、重要なものになるだろうし、為替市場参加者にとっても大きな収益機会になると考えられる。

市場営業部兼金融市場部
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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版（ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～）
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版（ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～）
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年9月分）
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版（IMF秋季世界経済見通し（WEO）を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～）
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版（ECB政策理事会議事要旨（9月9日開催分）～争点は「PEPPの次」へ～）
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～）
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場（REER）の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～）
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年8月分）
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～）
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版（ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～）
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～）
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～）
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年7月分）
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ）
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版（「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～）
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年6月分）
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版（ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～）
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版（ 2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～）
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～）
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年5月分）
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～）
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5 月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～）
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～