

みずほコーポレート銀行 NY 店の荒井守氏 (DEALER) による  
為替相場の予想講演が、添付の資料を基に下記の様に説明がありましたので、  
報告致します。

(要旨)

- ① 最近の為替市場関係者にはドル高円安派が増えている様に感じる。
- ② 日本の経常収支の黒字は続いているので、円の安全資産としての地位からの転落は今のところない。
- ③ 円が売られ難い理由は購買力平価 (PPP) が 74.62 円/\$ であること。(75 円が大きな壁)
- ④ 一物一価が成立するならば、日米のインフレ率格差を反映して、ドル安円高傾向。
- ⑤ 金利選好志向を考えると FRB が引き締め政策に転換すれば円安になるが、現在の景気状況では無理。失業率 9.1%、失業者 1,400 万人、住宅市況の底割れ、住宅/学生/CREDIT LOAN の破綻者が多発している。LEHMAN SHOCK 以前と大きな落差がある。
- ⑥ 鍵を握るのは米国の株式市場かもしれない。商品価格 (CRB) とドル相場が同じ様な波形を描いている。(添付参照)
- ⑦ 金利が高い】ことは必ずしも、通貨の買い材料にならない。
- ⑧ 米国政府はこの 5 年で輸出倍増計画を計画しており、ドル安志向は続く。
- ⑨ EURO 圏全体で見れば、経常収支は黒字、ギリシャ他の債務問題が収束すれば環境は改善する。

(ドル円予想)

2011 年 12 月 : 78 円。

2012 年 3 月 : 79 円。

2012 年 9 月 : 82 円。

と典型的な銀行家らしき予想でしたが、一般的には外れますので、大幅円高要注意です。⇒67 円 (日米鯖塩定食比較値) !

---

# 当面の為替相場見通し

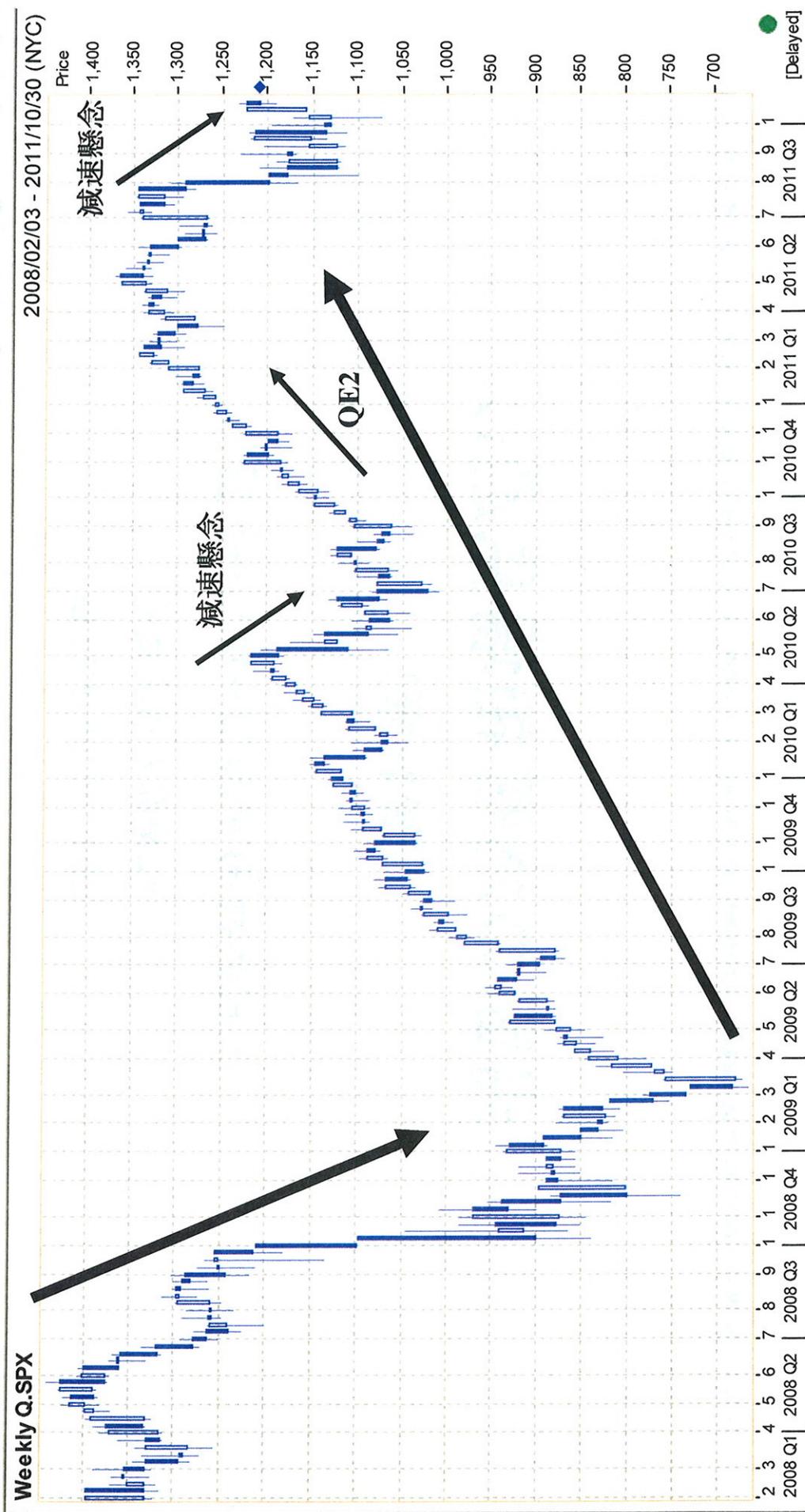
(資料編)

株式会社みずほコーポレート銀行

ALM部米州資金室

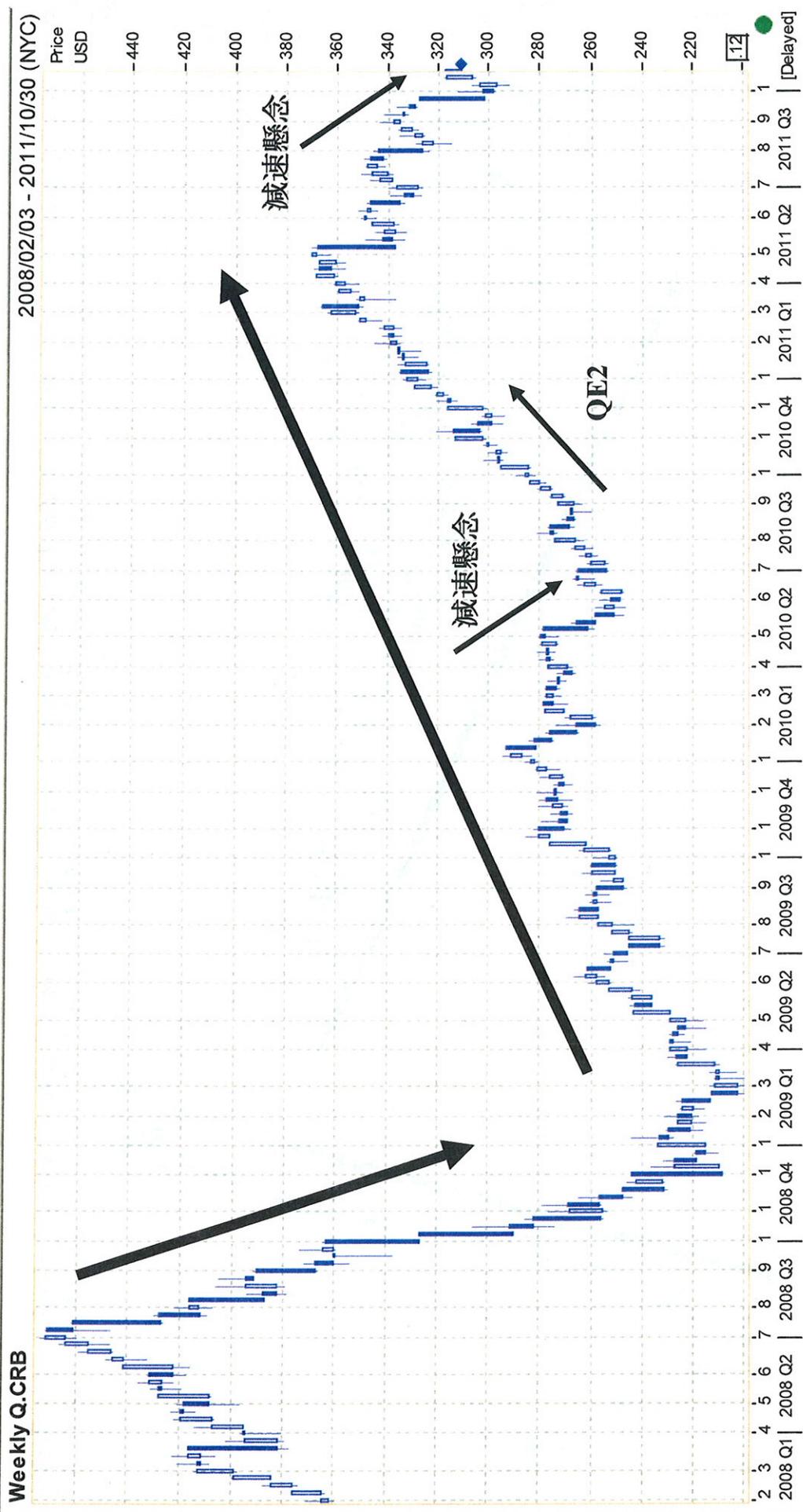
2011年10月21日

# 米株 (SP500) の推移 (週足)



(資料) トムソンロイター

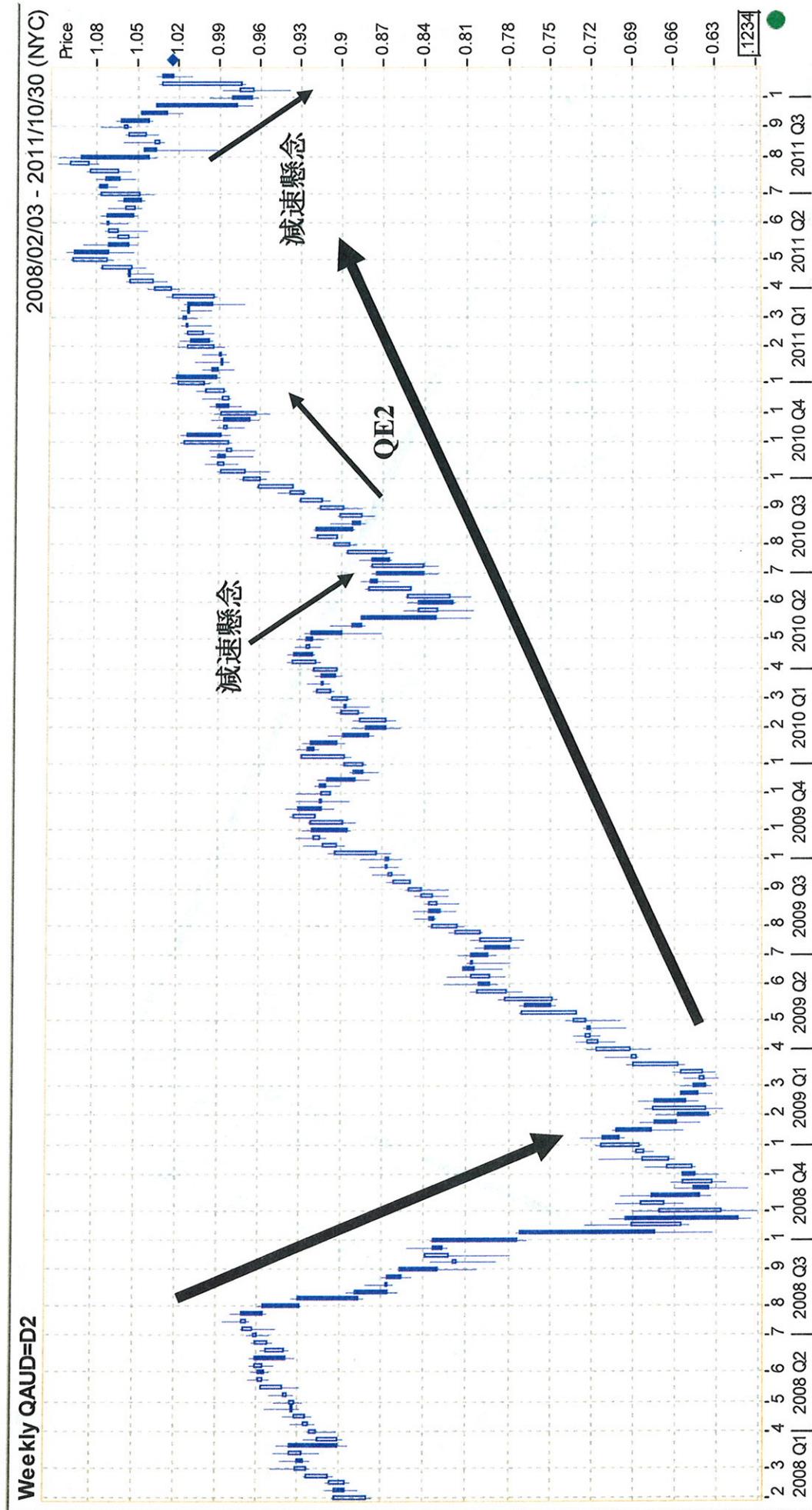
# 商品価格 (CRB Index) の推移 (週足)



(資料) トムソンロイター

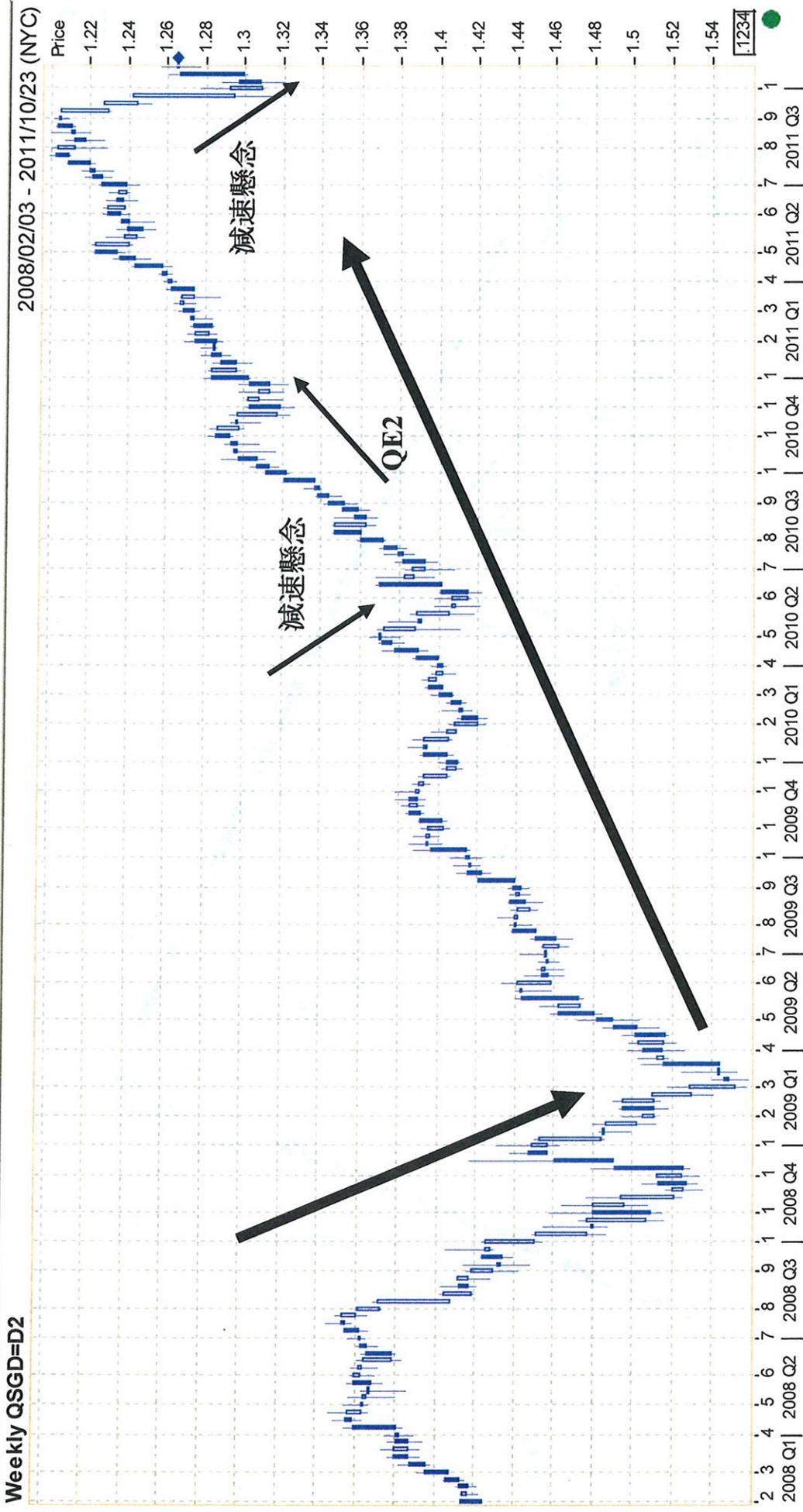


# 豪ドルの推移 (週足)



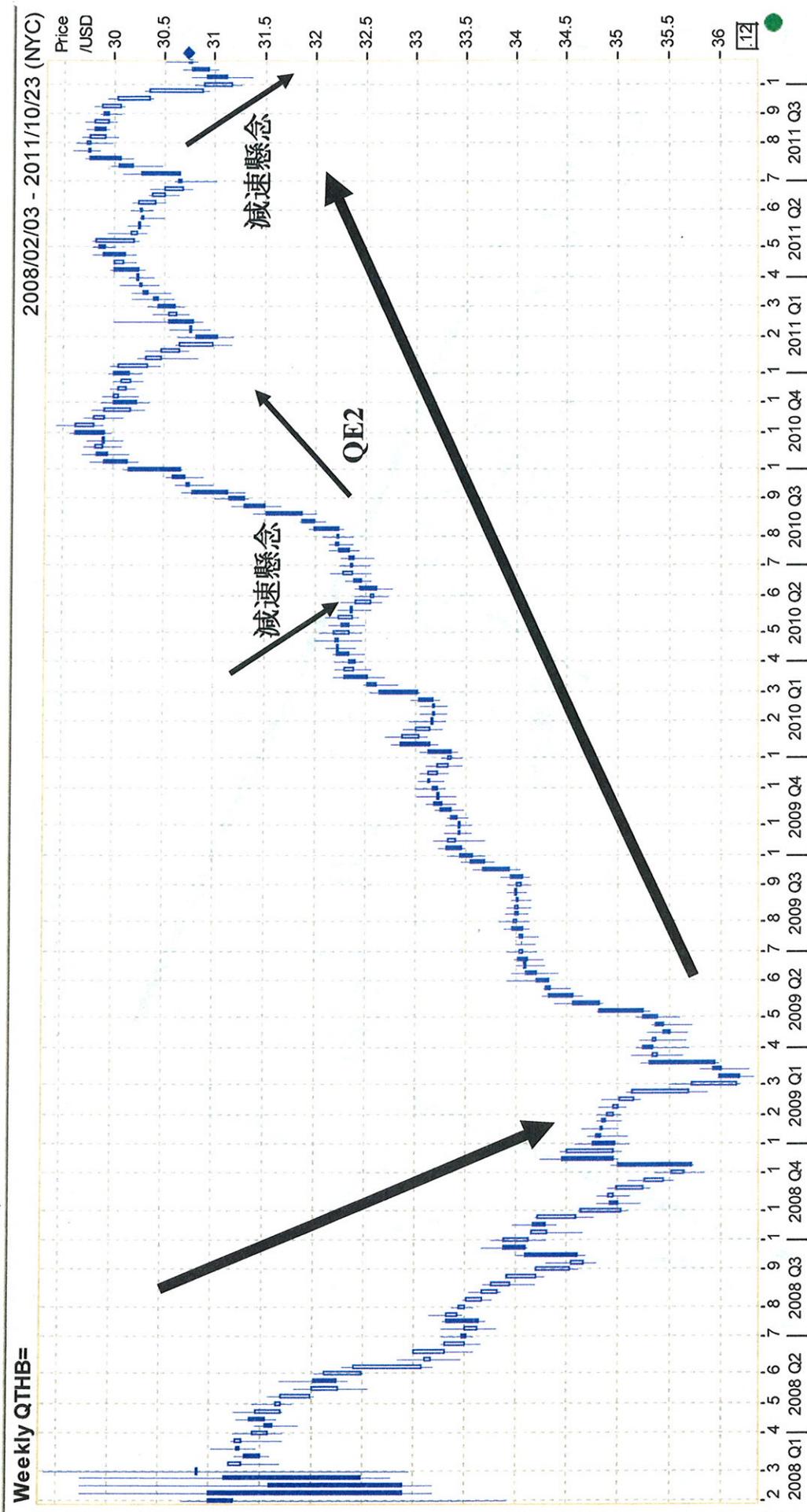
(資料) トムソンロイター

# シンガポールドルの推移 (週足・逆目盛)



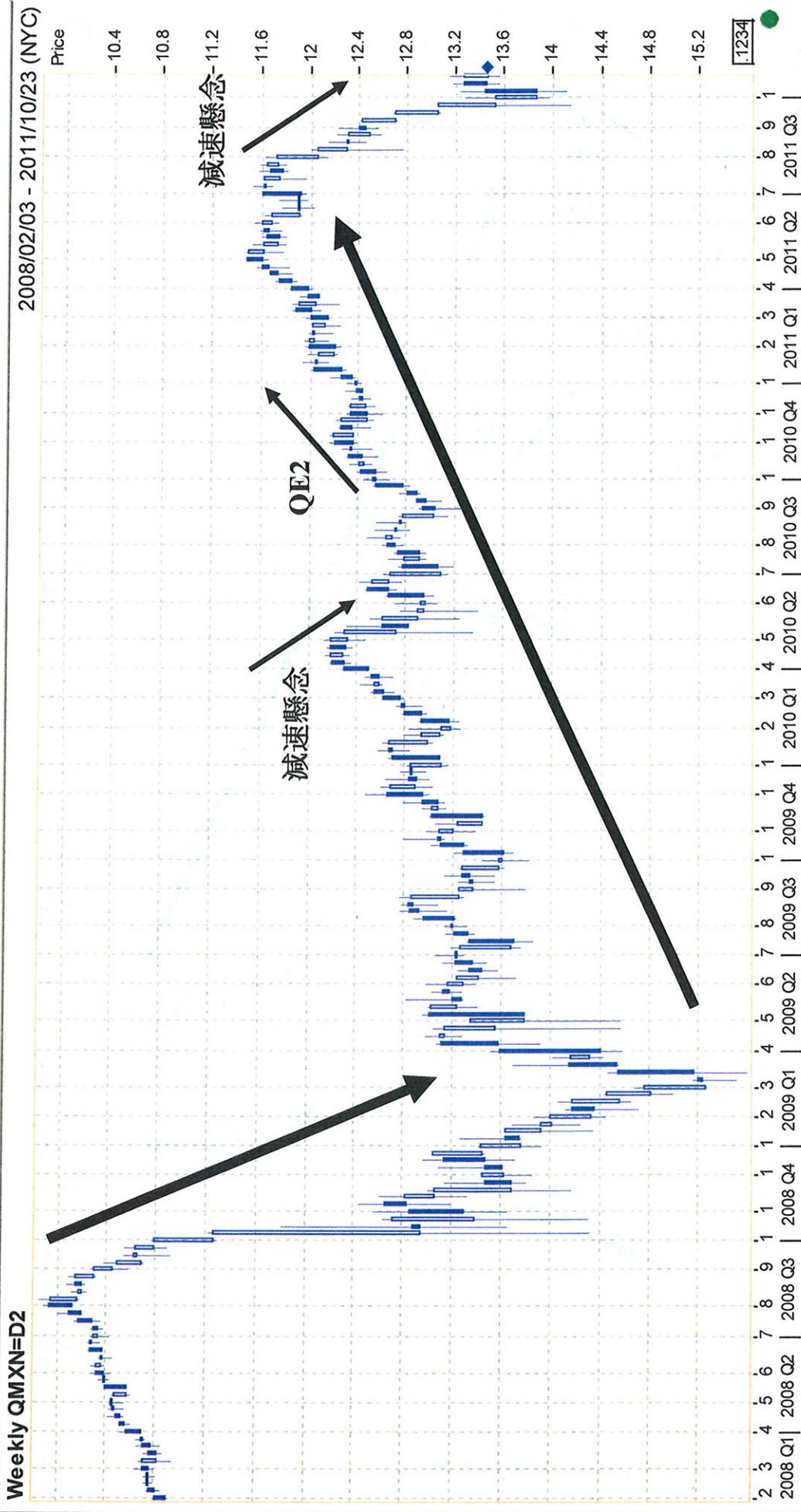
(資料) トムソンロイター

# タイバーツの推移 (週足・逆目盛)



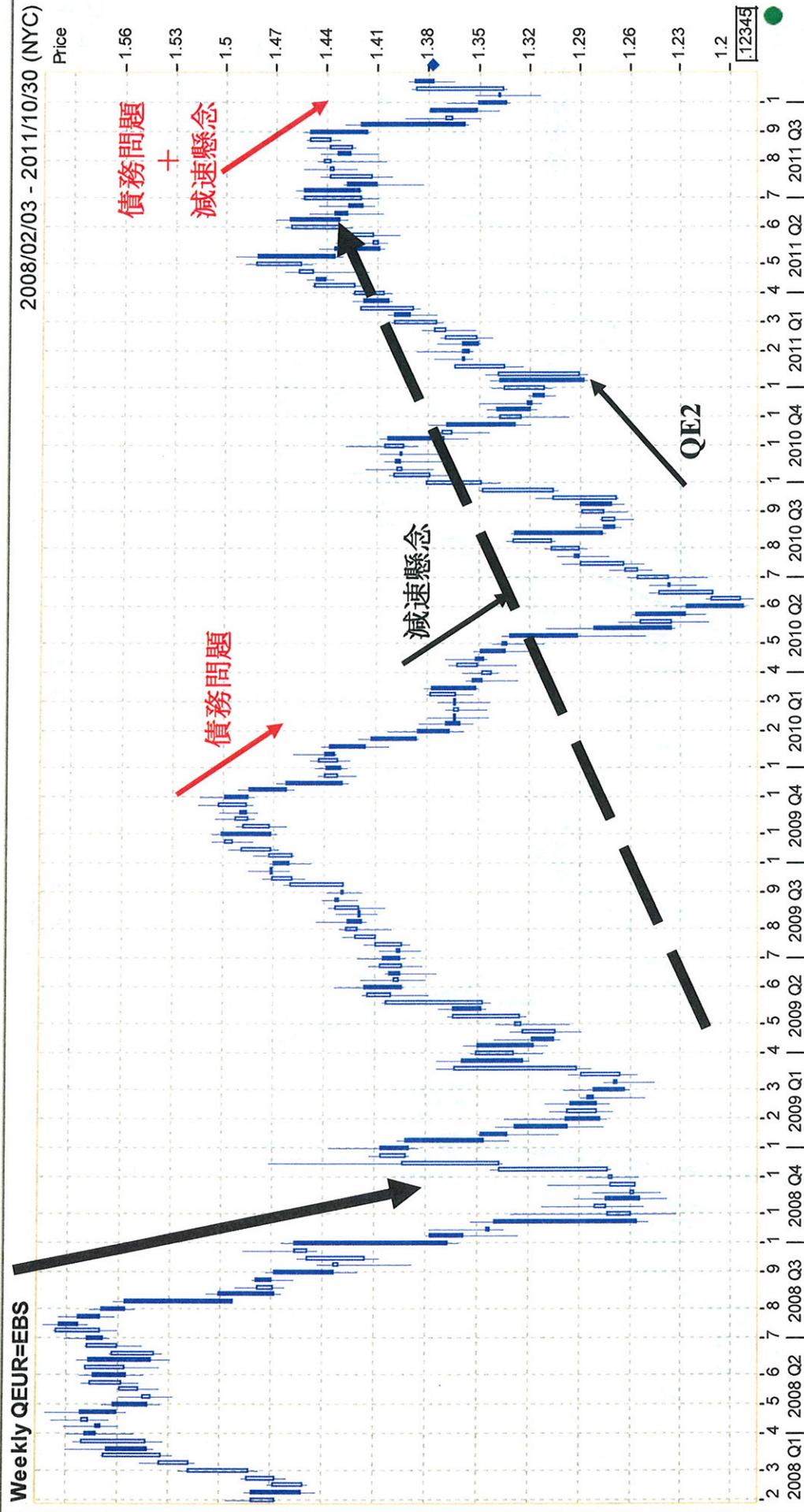
(資料) トムソンロイター

# メキシコペソの推移 (週足・逆目盛)



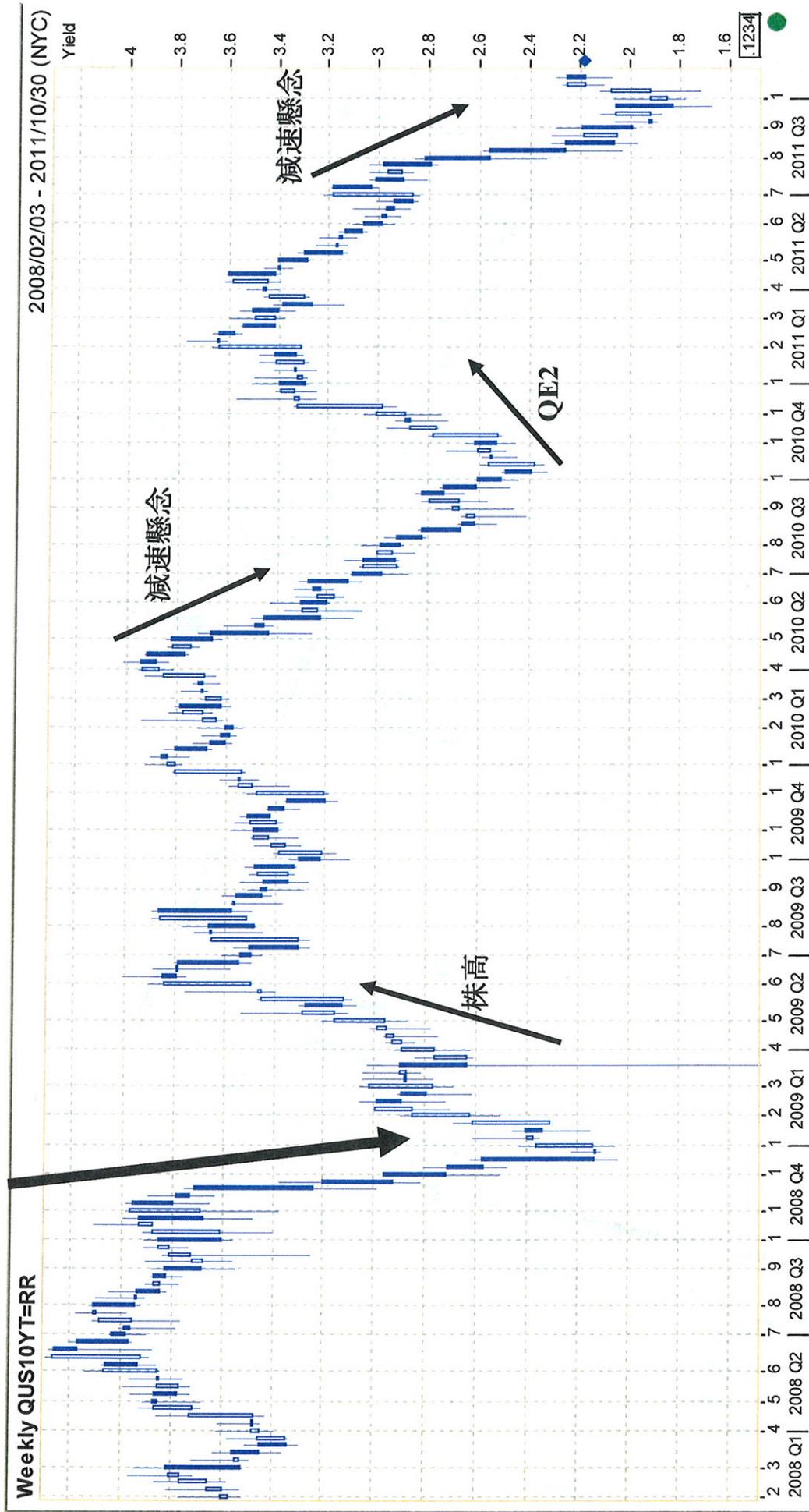
(資料) トムソンロイター

# ユーロドルの推移 (週足)



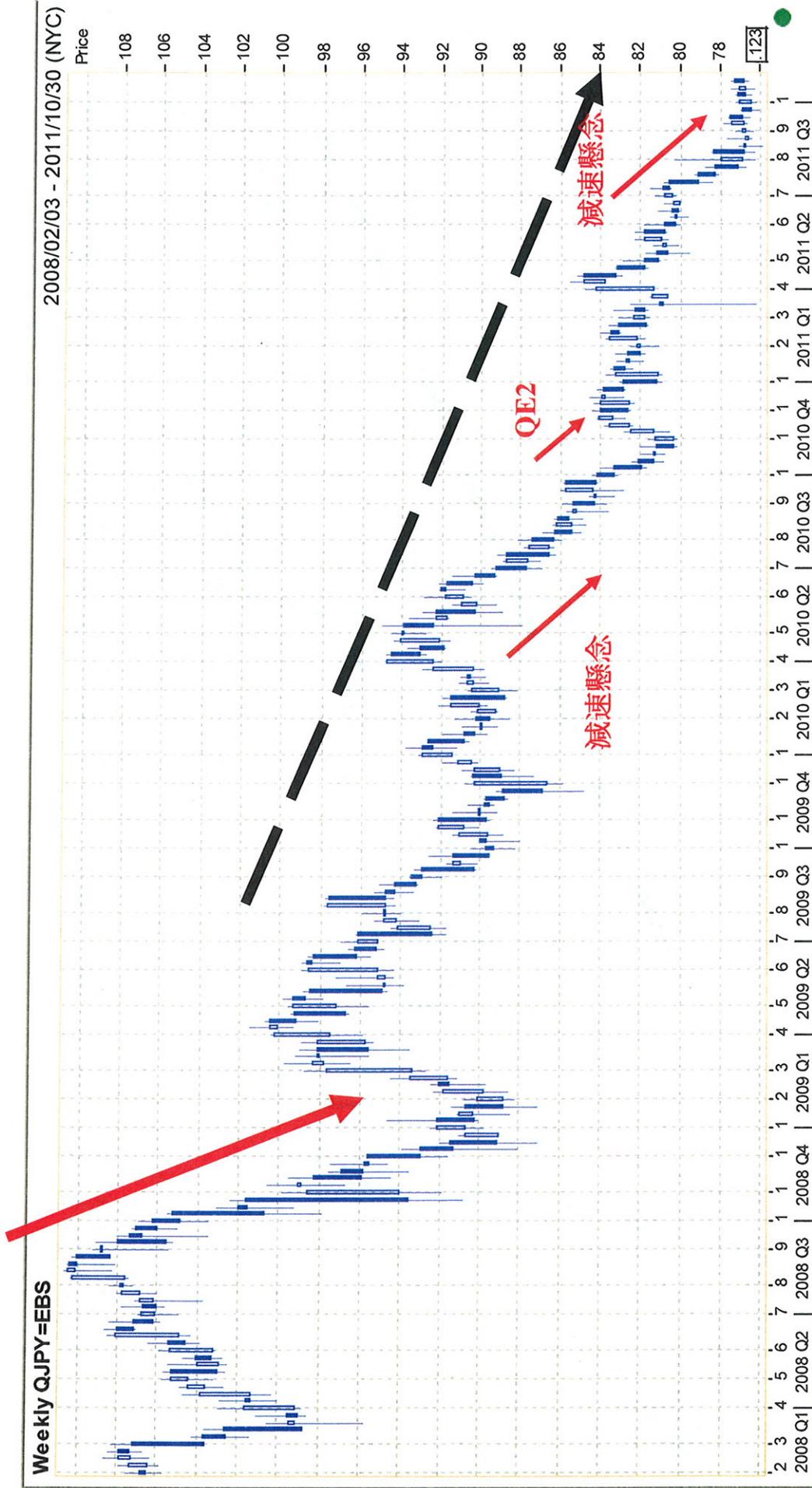
(資料) トムソンロイター

# 米10年国債利回りの推移 (週足)



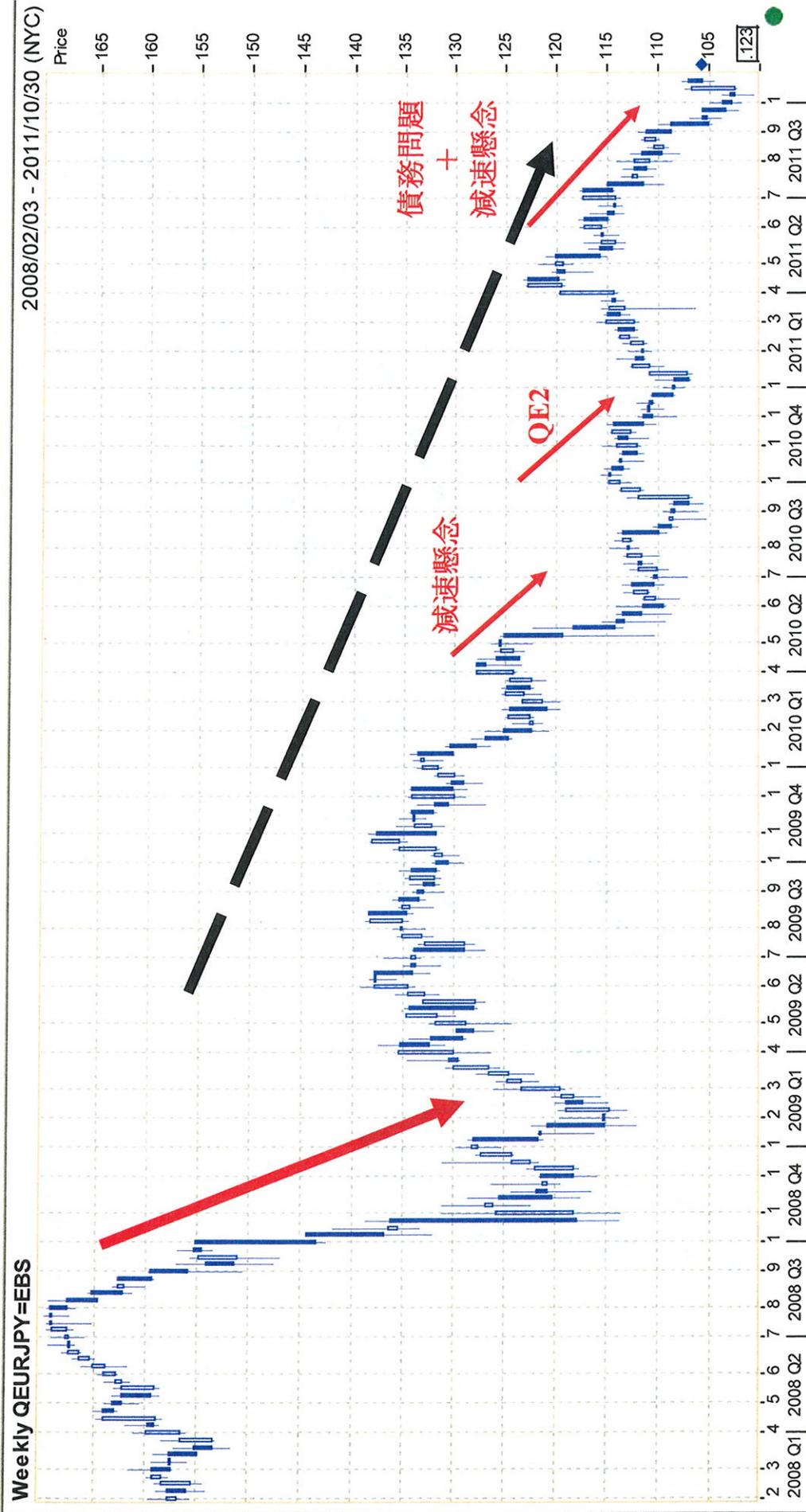
(資料) トムソンロイター

# ドル円の推移 (週足)



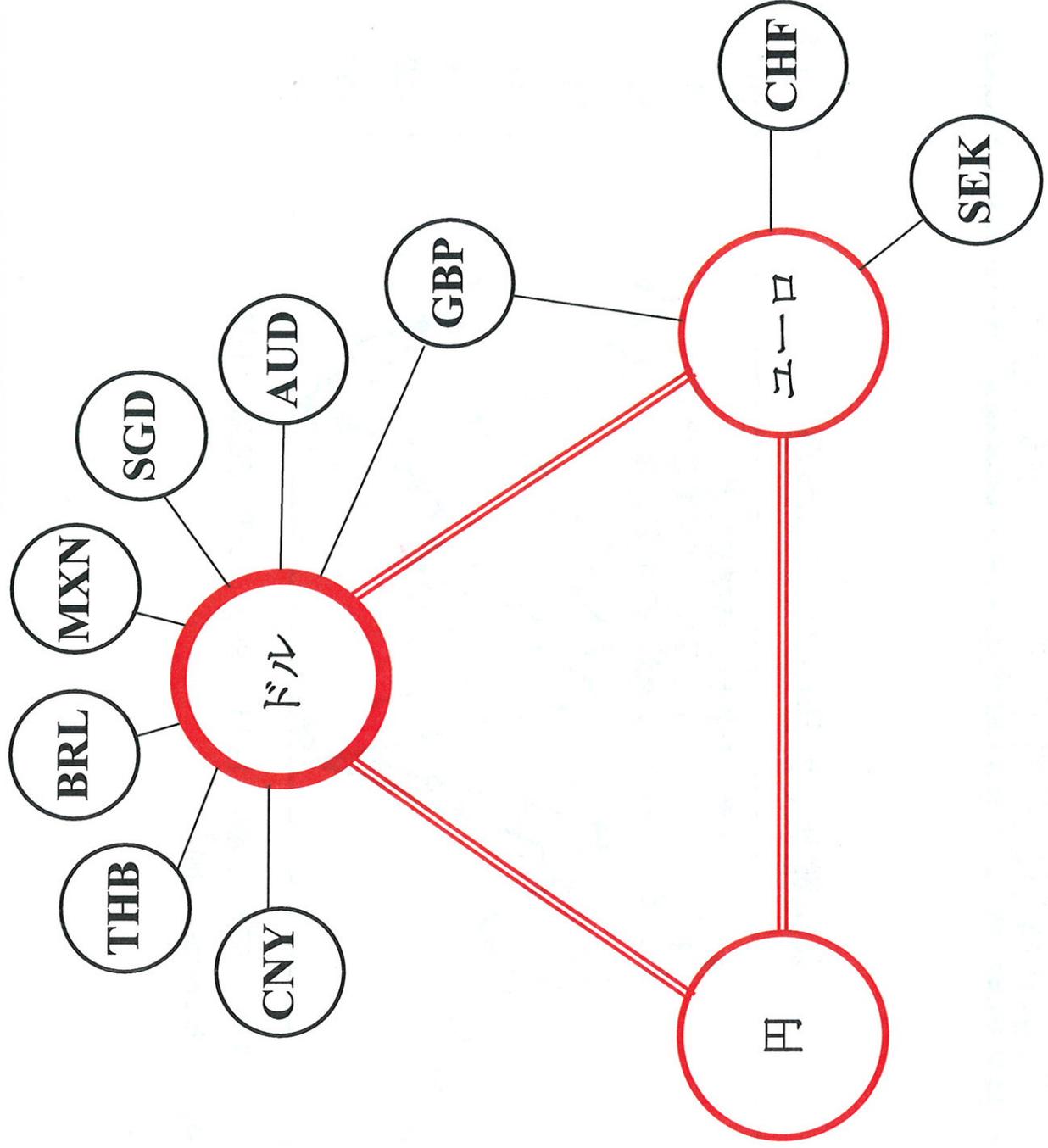
(資料) トムソンロイター

# ユーロ円の推移 (週足)



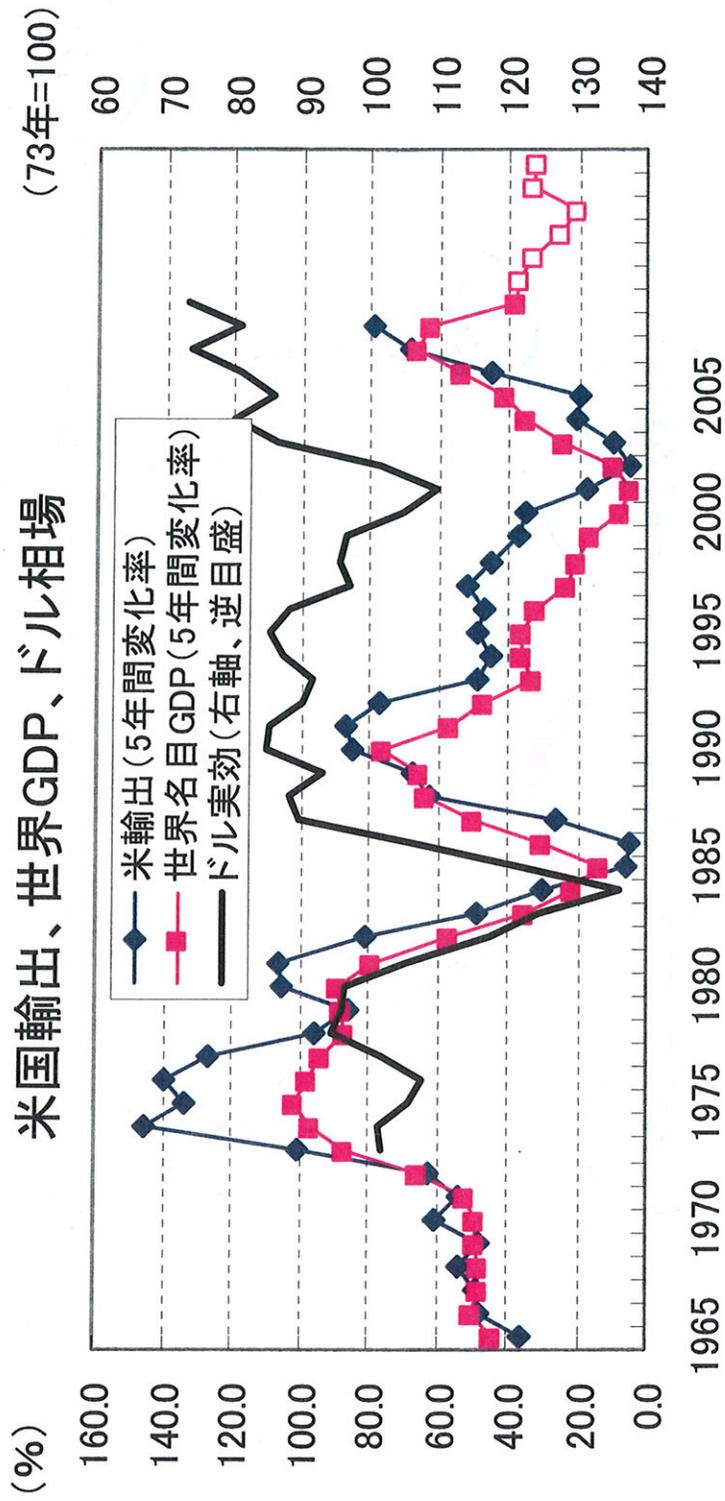
(資料) トムソンロイター

# 為替市場の概念図



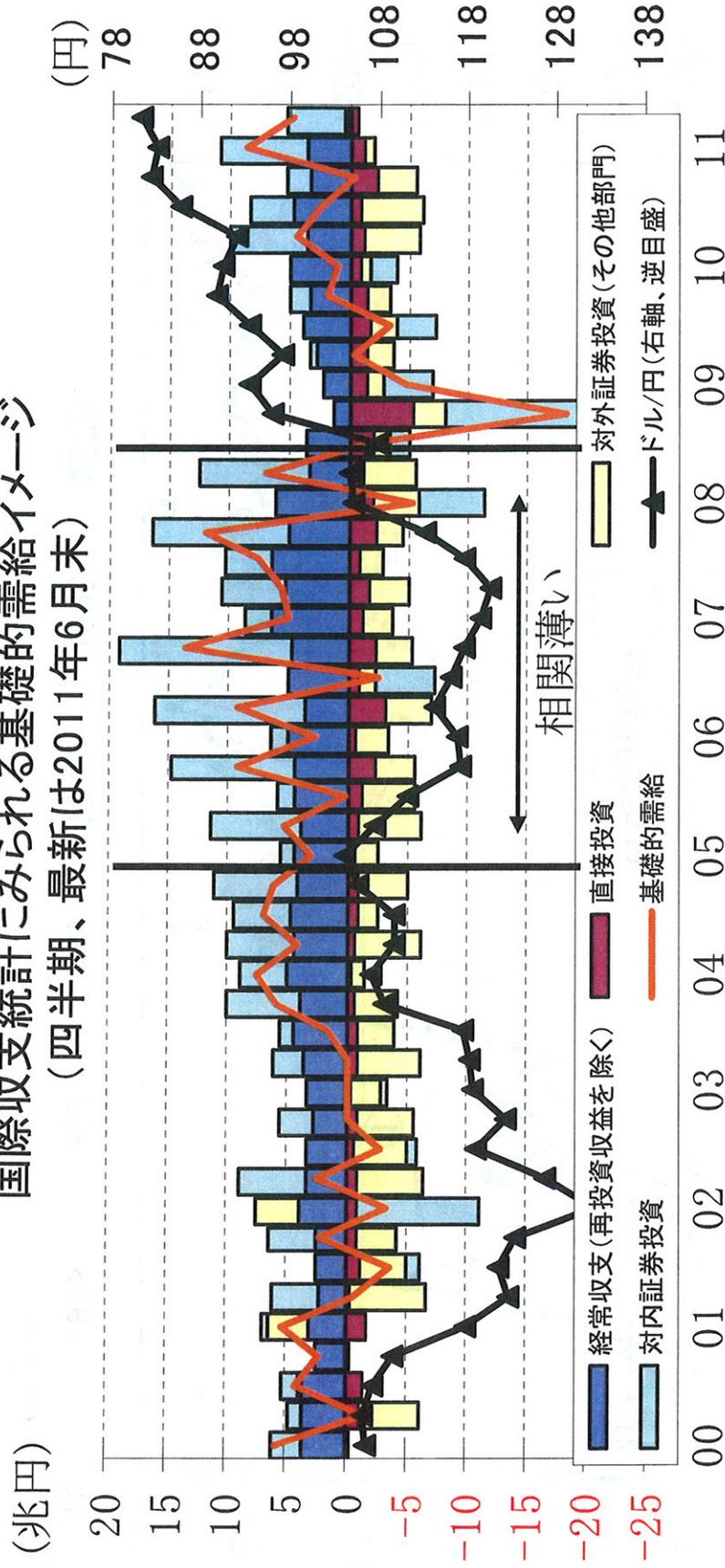
(資料) 筆者作成

# 米国の輸出倍増計画（ドル安志向）



# 円高が続く理由：基礎的需給

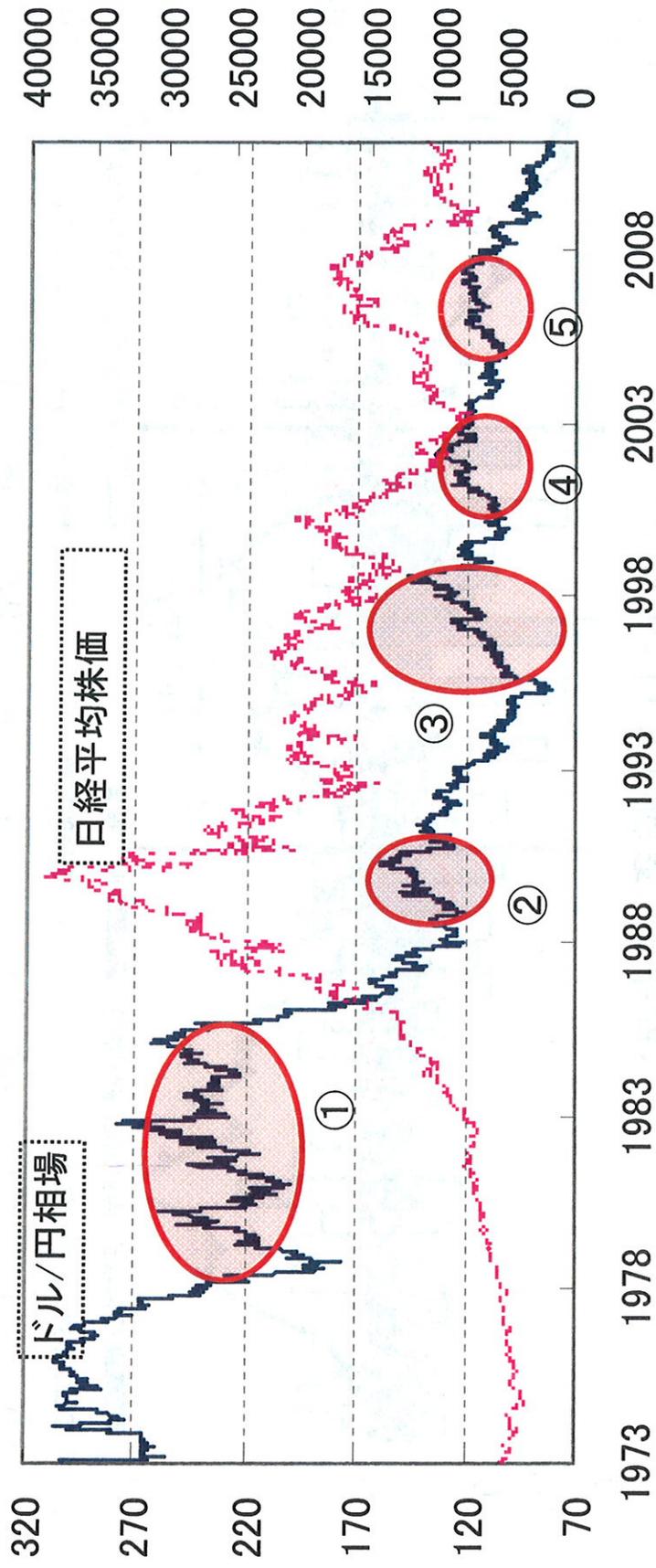
国際収支統計にみられる基礎的需給イメージ  
(四半期、最新は2011年6月末)



(資料) INDB、日本銀行

# 投機の円安・実需の円高①

## ドル/円相場の推移(1973年1月以降)



(資料) Bloomberg

## 投機の円安・実需の円高②

【円安の歴史を振り返ると・・・】※色付き部分は「日本人による円売り」

①1978～1984年頃	出来事	大まかな内容
1973、78年	2度のオイルショック	原油上昇、日本は経常赤字に。「石油に弱い円」との発想。
1978年11月	カーターショック	ドル防衛策によりドル上昇
1980年12月	第一次外為法改正	為銀を介した対外取引の自由化。当時の米30年金利は13～15%。
1985年9月	プラザ合意	G7による協調ドル安是正 ●円安終了
②1987～1990年頃		
1980年代後半	本邦バブル	89年、日経平均は一時4万円を展望。機関投資家の含み益が急拡大。
1986年8月	外債投資規制緩和	機関投資家の外貨建資産保有が増加へ。
1987年2月	ルーブル合意	プラザ合意(ドル安)の行き過ぎを修正。
1990年以降	バブル崩壊等	含み益激減。95年、生保SM規制の導入等。 ●円安終了
③1995～1998年頃		
1990年代後半	HFのキャリー取引ブーム	金融危機の日本。超低金利継続観測が一助に。
1995年	複数の反転要因	ワシントンG7声明、セタ介入、対外投資規制緩和、日米貿易交渉妥結
1998年4月	第二次外為法改正	為銀主義の撤廃。個人・企業の自由な外貨取引解禁。
1998年8月～10月	ロシア/LTCM危機	ポジションの精算。円キャリー取引の巻き戻しへ。 ●円安終了
④2000～2002年頃		
2000年	ITバブル崩壊	不況初期のドル買いニーズ高まり。
2001～2002年	断続的な円売り介入	7兆円超の円売り。
2001年9月	米同時多発テロ	米株・ドルと共に円も連れ安。01年3月、日銀は異例の量的緩和へ。
2002年以降	ドルキャリー局面	ドルの調達通貨化。日本は戦後最長の景気回復へ。 ●円安終了
⑤2005～2007年夏		
2002年～2007年	戦後最長の景気回復	日経平均は1万8千円を突破。
2005～2007年	円キャリー取引	先進国で突出する日本の低金利を背景に。 個人投資家によるFXや投信も普及。
2007年夏以降	金融危機本格化へ	ポジションの精算。円キャリー取引の巻き戻しへ。 ●円安終了

(資料) みずほコーポレート銀行国際為替部作成

# 円高が続く理由：外貨準備としての円

2011/6/25 日経新聞

海外中銀

## 円資産35兆円に

### 日銀匯率4年で倍増、円高要因

海外の中銀が保有する日本国債が円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。



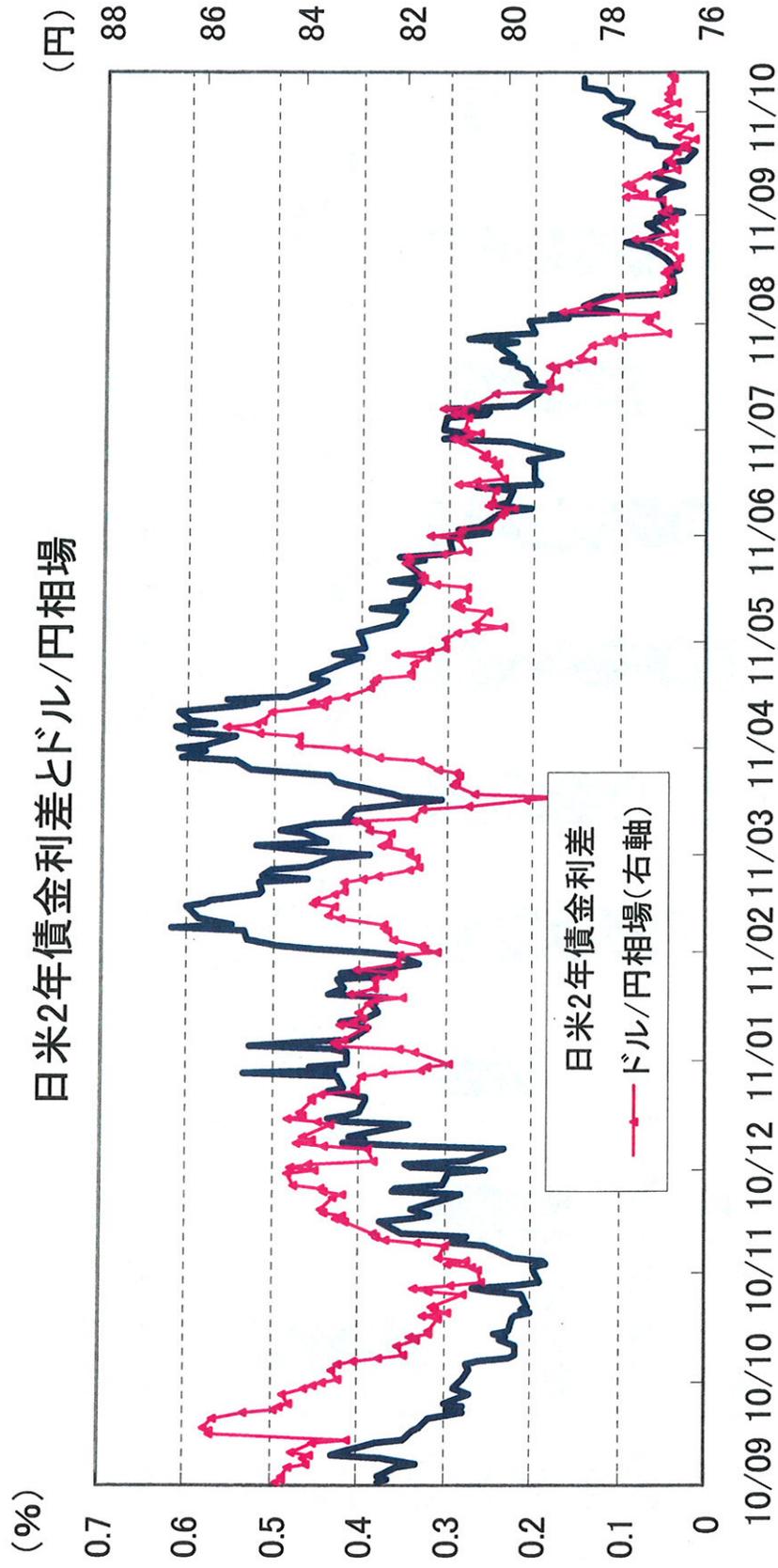
日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

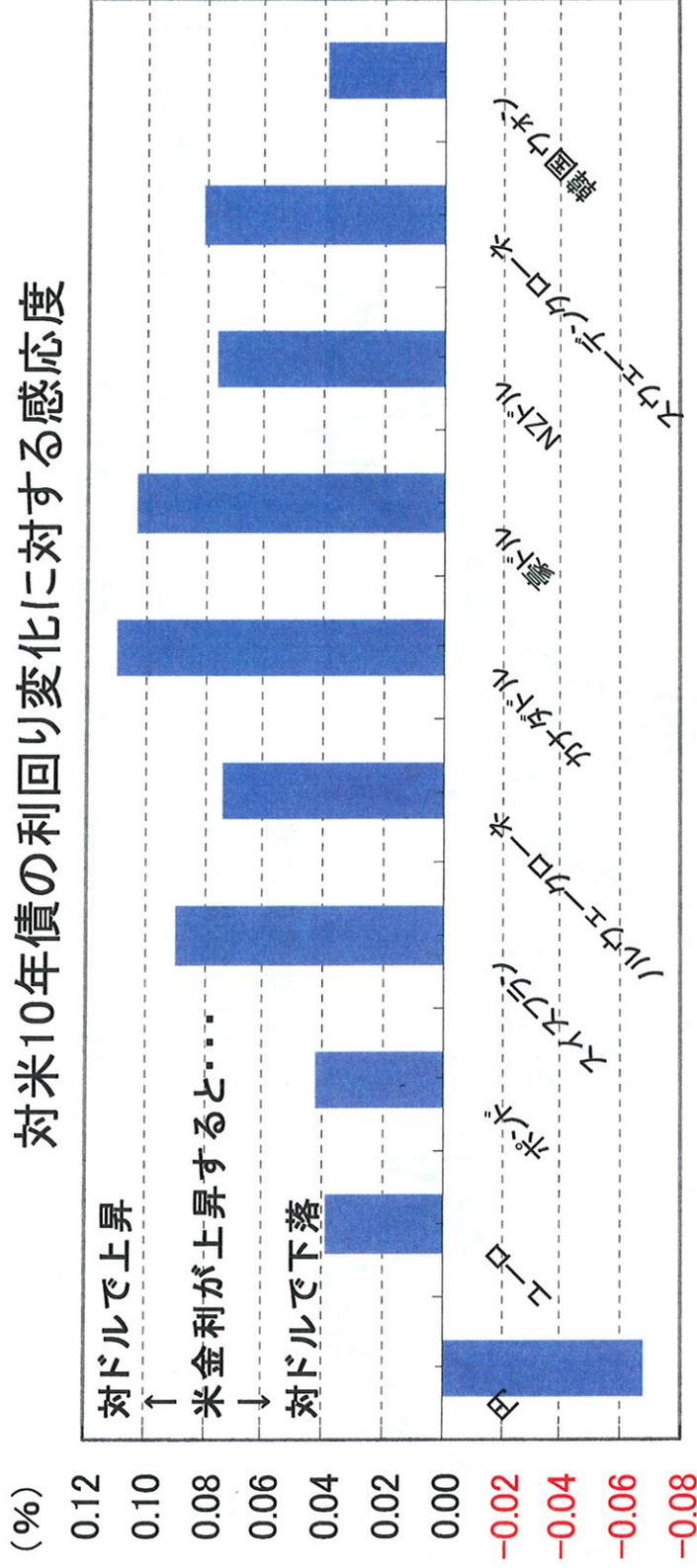
日銀は、円高による円資産の増加を背景に、過去4年間で倍増したことが、日銀が発表した。

# 円高が続く理由：金利差①

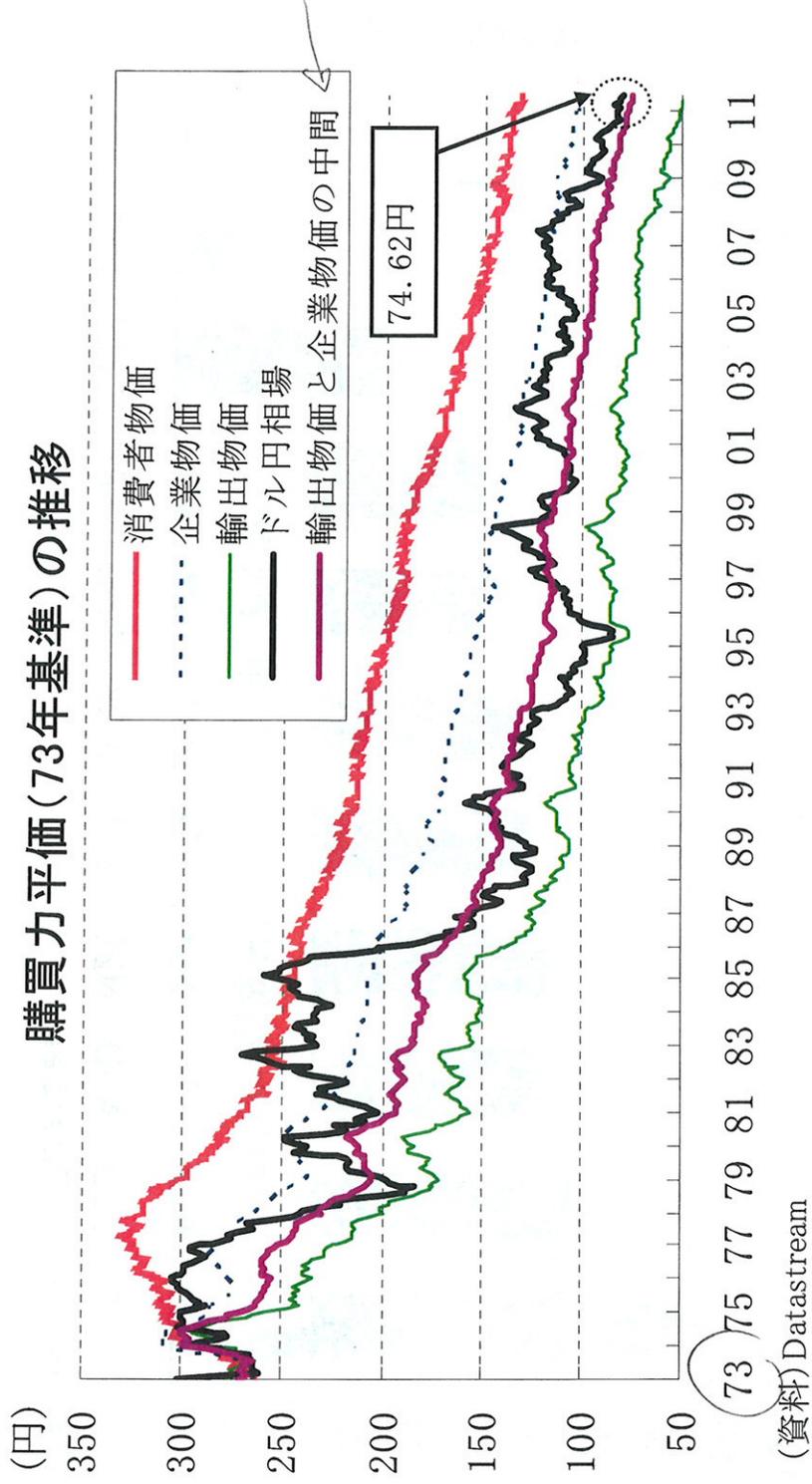


(資料) Bloomberg

## 円高が続く理由：金利差②

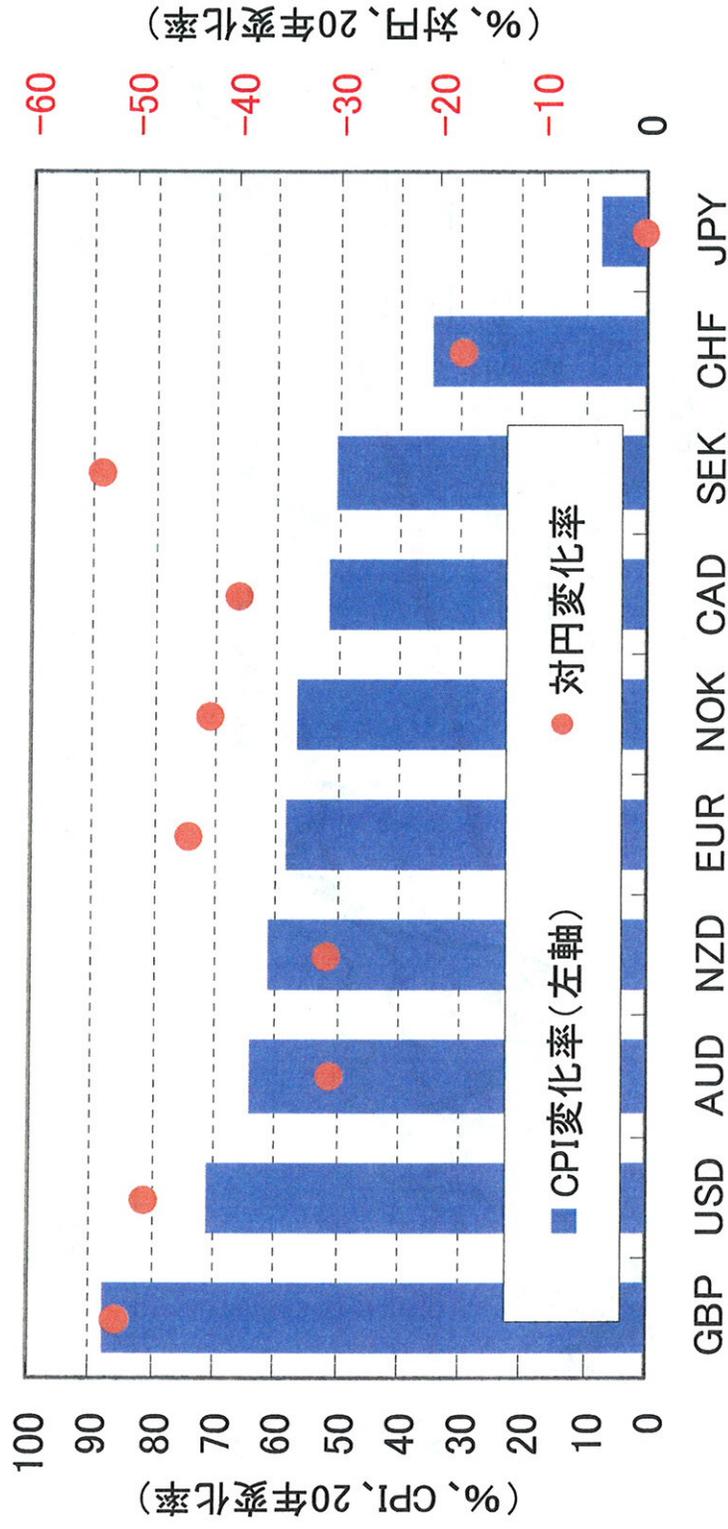


# 円高が続く理由：購買力平価①



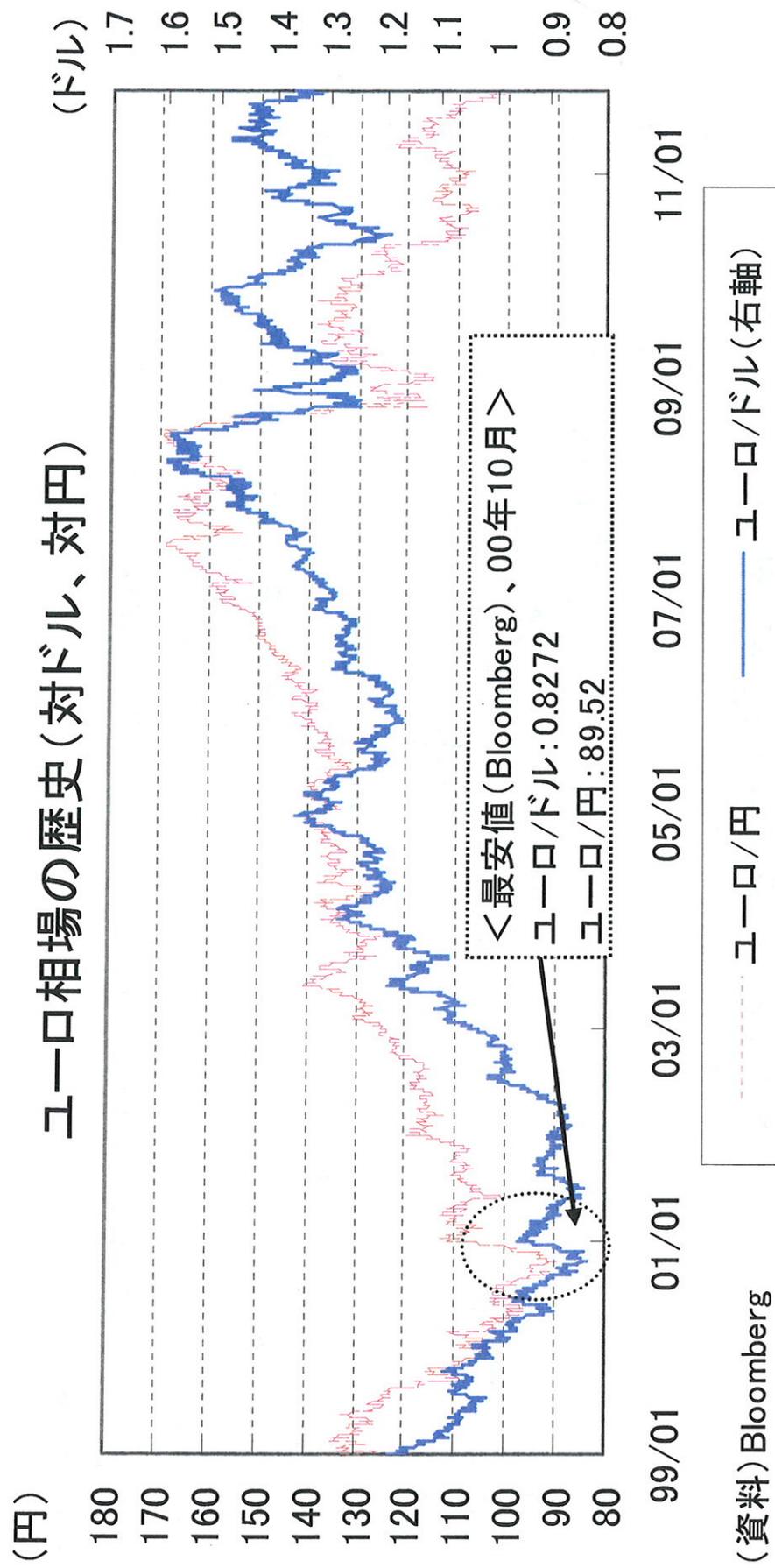
## 円高が続く理由：購買力平価②

デフレ継続は円高相場の証左

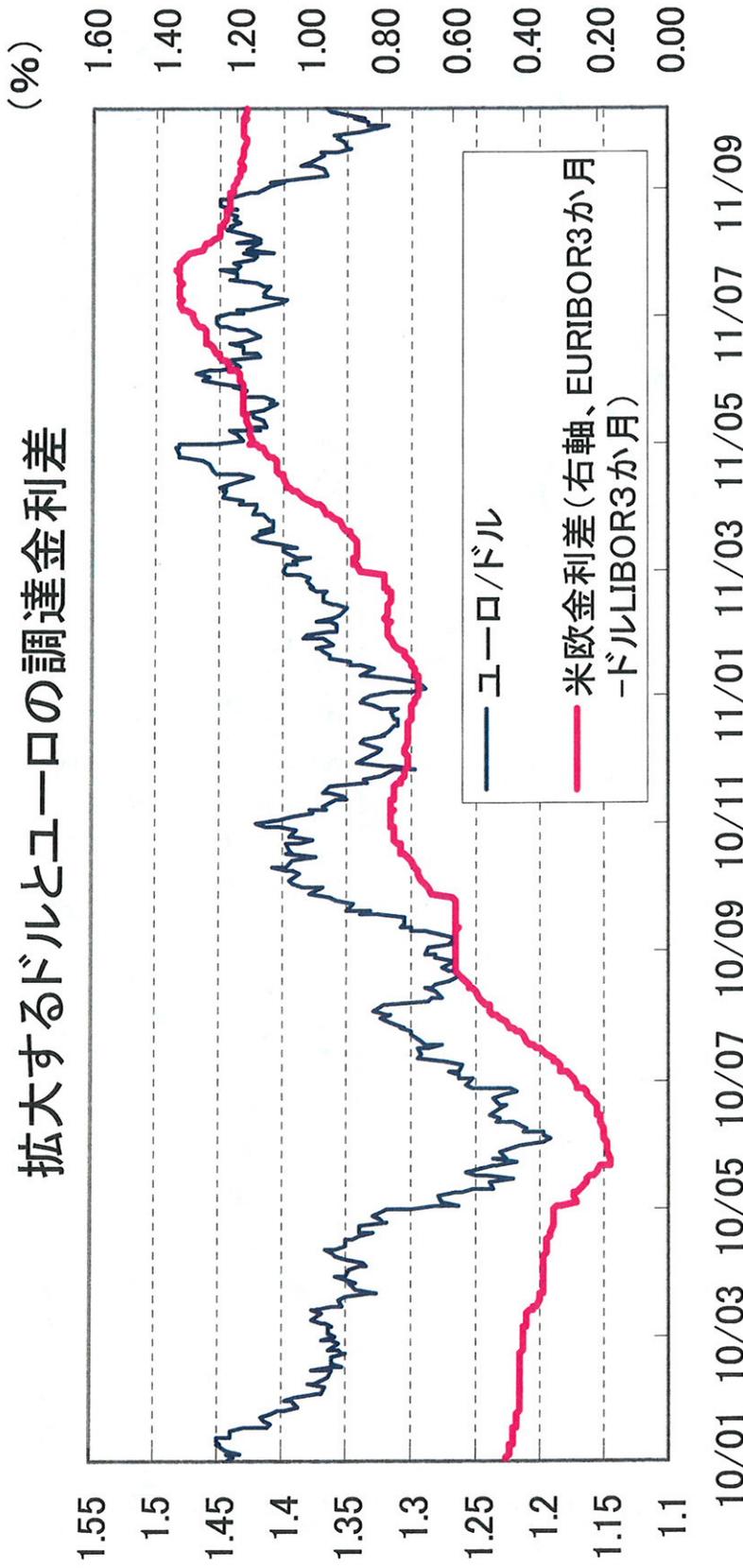


(資料) Bloomberg, Datastream

# 歴史的には依然として高いユーロドル相場



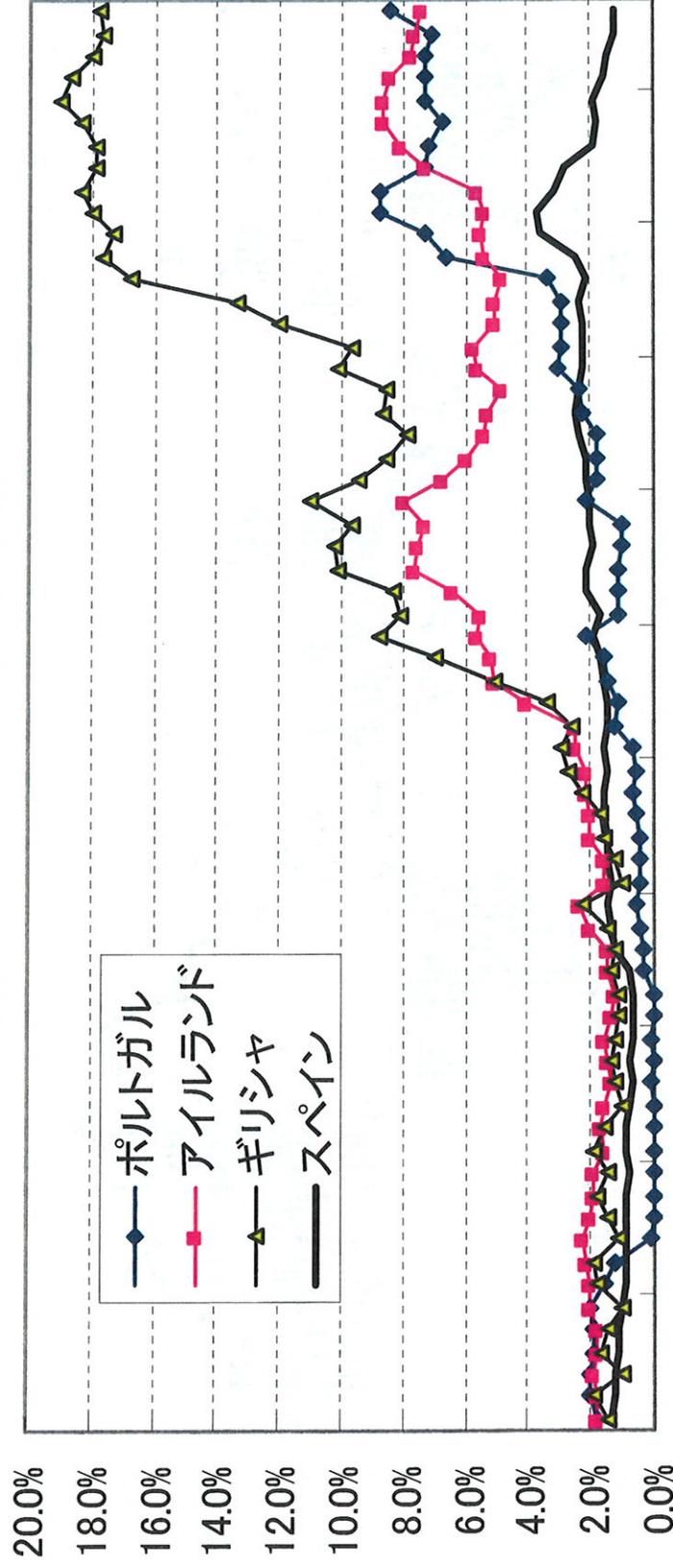
# ユーロが売られない理由①：なお残る米欧金利差



(資料) Bloomberg

# ECBからの資金調達に依存する周辺国

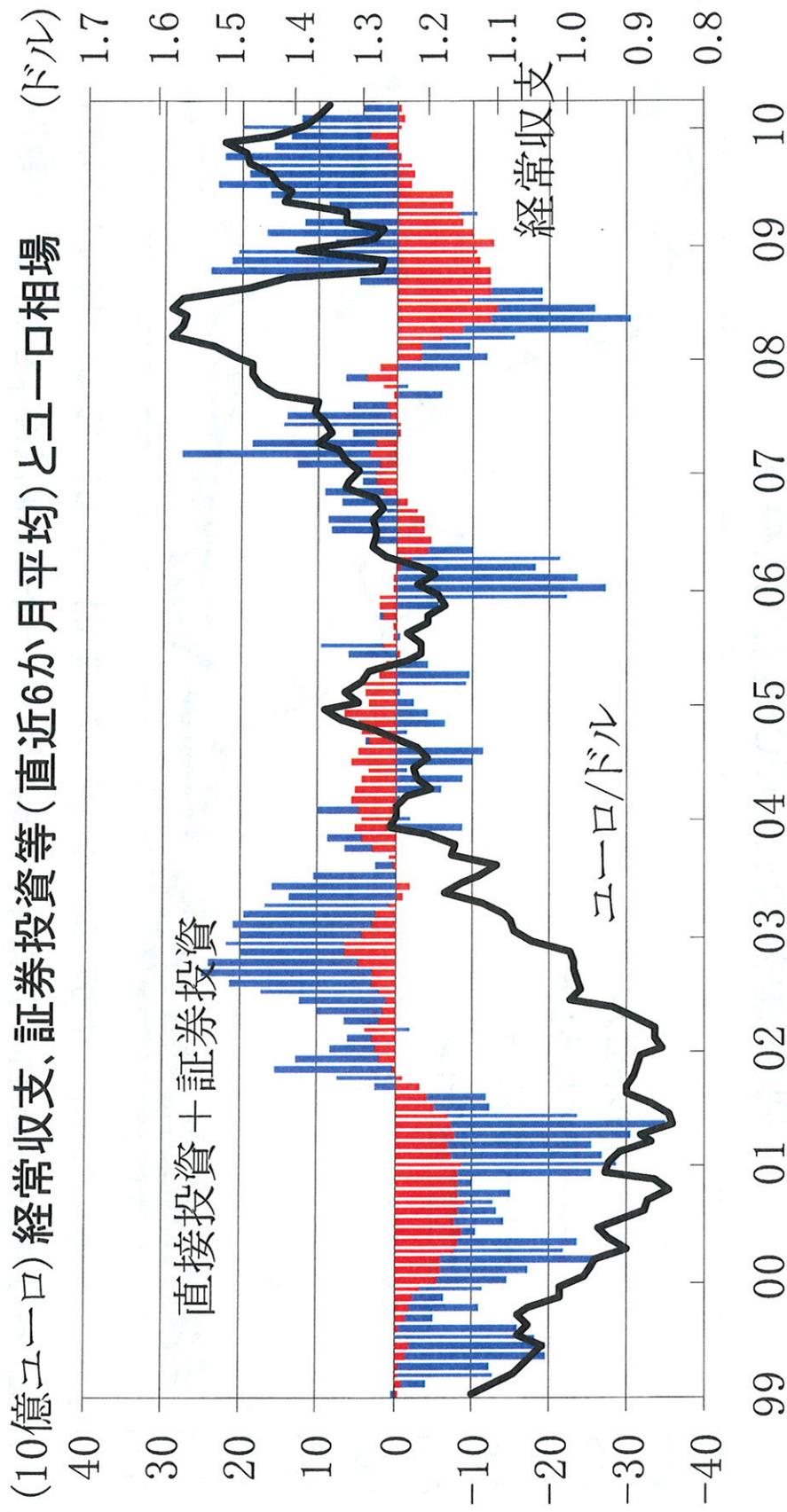
## PIGS国内銀行のECB調達依存度



06/01 06/07 07/01 07/07 08/01 08/07 09/01 09/07 10/01 10/07 11/01

(資料) ECB、各国中銀※分母となる総負債はECBより取得。分子のECB調達は各国中銀より取得。

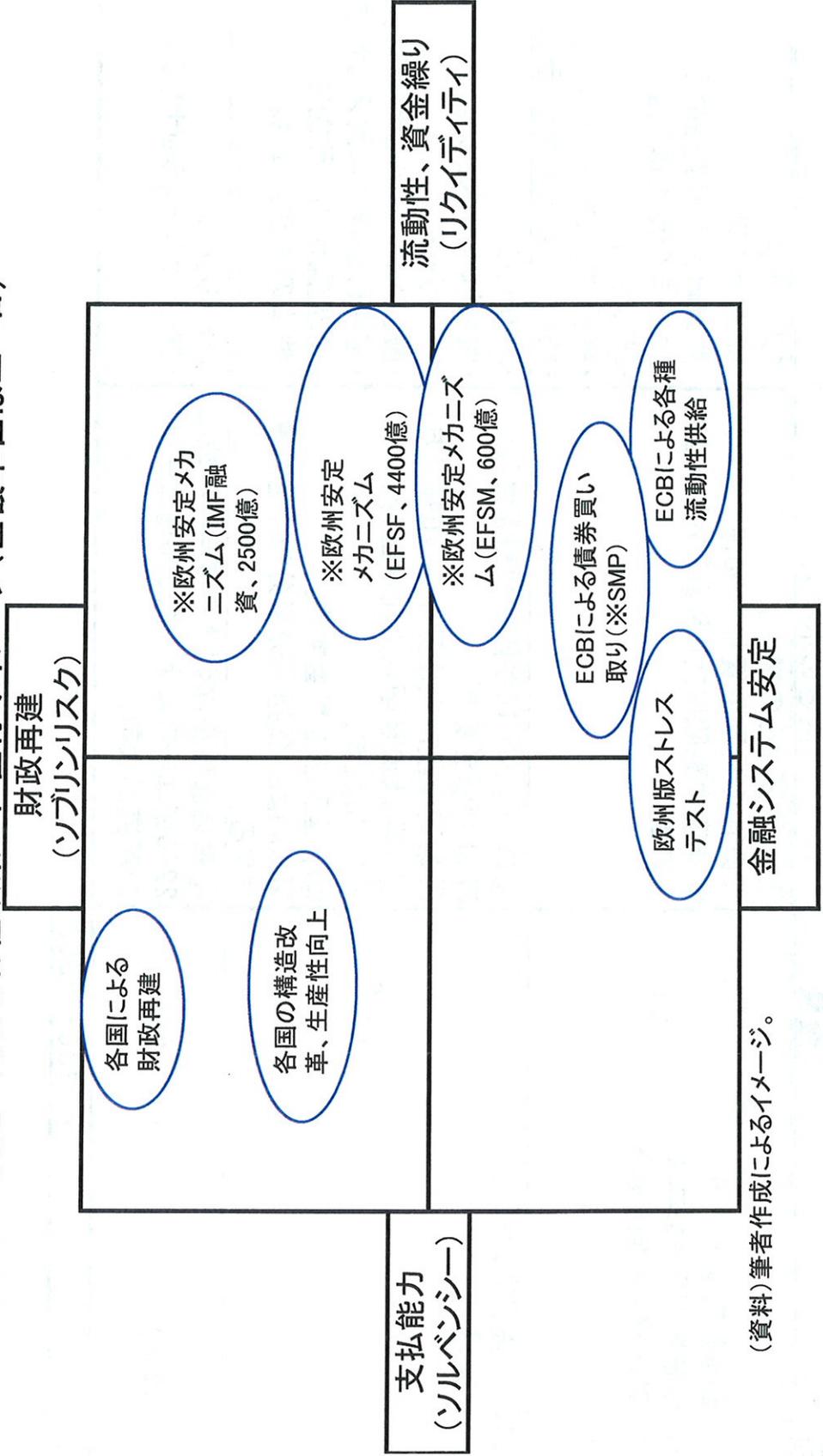
# ユーロが売られない理由②：プラスを維持する基礎的収支



(資料) ECB

# 欧州当局の各種対策の位置付け

欧州ソブリン問題に対する各種政策の位置付けイメージ(金額単位はユーロ)



## (参考) 欧州安定メカニズム (ESM) の仕組み

欧州安定メカニズムの概要(単位は億ユーロ)

政策	金額	内容のポイント	備考
1.【EU国際収支ファシリテイ (※欧州金融安定メカニズ ム、EFSMと称する向きもあ る)】	600	①EU予算からの拠出。 ②既存の特別融資枠(500億ユーロ、 昨年春中東欧に対し発動)からの拡充 と理解。	<メリット> ・即時対応可。 ・財政統合へ歩を進めること でユーロの地力は高まる。 <デメリット> ・金額は決して大きくない。 ・厳しいコンディショナリティ。
2.【欧州金融安定ファシリ テイ(EFSF)】	4400	①ユーロ加盟16か国が保証を付与し、 EFSFが債券発行。 ②融資保証は拠出国から120%付与。 ③保証は加盟国別に比例配分。 ④期間は3年。 ⑤各国憲法を尊重する。 ⑥IMFはEU負担額の半分以上を融資 できる。	<メリット> ・金額は十分大きい。 <デメリット> ・厳しいコンディショナリティ。 ・国内の法律的に耐えられな い加盟国が出る可能性。 ・独仏の大きな負担。
3.【IMF融資】	2500	①供給額は少なくともEUの半分(故に 2200億ユーロ以上)※2500億ユーロと の報道が大勢。	<デメリット> ・厳しいコンディショナリティ。
総額	7200~7500		

(資料) 押収委員会及び報道資料よりみずほコーポレート銀行国際為替部作成

○ 為替相場予想

	2011/12末	2012/3末	2012/6末	2012/9末
ドル円	78	79	80	82
ユーロドル	1.33	1.29	1.29	1.30
ユーロ円	104	102	103	107

- ◆ 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コーポレート銀行に属し、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。