



## ドル/円相場膠着の背景と今後の展望

### 膠着感を強める初秋のドル/円相場

初秋の外国為替市場でドル/円相場は膠着感の強い展開となっている。9月に入り、ドル/円相場は77円台後半での上値の重さを確認した後、断続的に76円台前半に差し込むものの、このレベルでの下値が堅く、なかなか値動きが良くならない状態が続いている。今年9月のドル/円相場の最大値幅は、これまでのところ約1円75銭程度に抑え込まれているが、もしもこのまま月末を迎えた場合、月間の値幅としては今年6月に記録した1円96銭という2000年代最小の値幅記録を更新しそうな状況になっている。ドル/円相場秋の陣は、歴史的に見ても稀な動意薄の動き出しになっている。

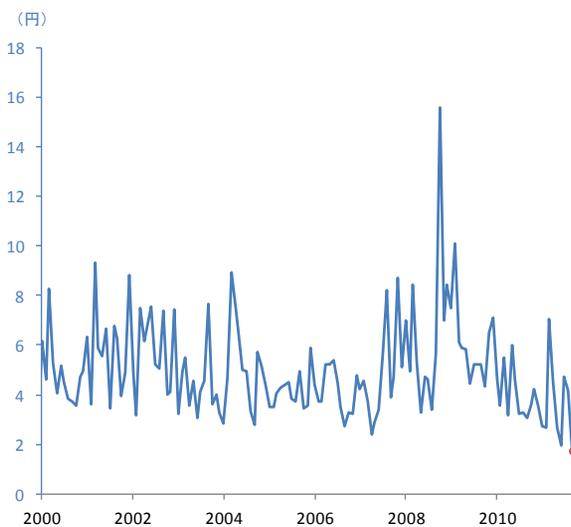
一方、この間のクロス/円相場の動きをみると、欧州債務懸念の高まりを背景にユーロ/円が一時101円90銭台と約10年3カ月ぶりの安値を記録したほか、ポンド/円に至っては一時116円80銭台と変動相場制史上

の最安値を更新する場面がみられた。ほぼ同時期に豪ドル/円も一時73円30銭台と震災後安値を更新しており、他通貨市場においては所謂「リスク許容度萎縮型」の大幅な円高が進行している。要するに、この秋になって、外国為替市場全体が円高動意を失っているのではない。ドル/円相場だけ何故か値動きが鈍く、かつ妙に底堅くなっており、今春以降続いてきた円高・ドル安の流れはひとまず淀んでいるとの印象が強い。今後のドル/円相場を展望するに際し、まずはその背景を特定しておくことが肝要だ。最近のドル/円相場安定の背景として、以下3点が注目される。

### 他通貨市場ではドル全面高が進む

第一は、他通貨市場におけるドル高の動きだ。欧州債務懸念の強まりに伴う世界的な株価の調整を受け、今秋のクロス/円市場では教科書通りの「リスク許容度

ドル/円相場の月間値幅の推移



(注) 三市場(NY、ロンドン、東京)のうちの高値安値  
2011年9月は26日までで算出  
値幅=(月間最高値)-(月間最低安値)  
(出所)ブルームバーグ

DXI指数とドル/円相場の推移



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



萎縮型)の円高が進んだが、その一方で、それとほぼ同じ理由から、欧州通貨や資源国通貨に対してはドルを買い戻す動きが強まっている。例えばドル実効為替指数(DXY)の最近の動きをみると、8月末に記録した直近ボトムの73.525から9月下旬の78.863まで、約1ヶ月弱で最大7.3%程度も上昇している。

「市場のリスク許容度の萎縮＝円高」というお決まりのマーケット・リアクションはクロス/円市場を中心に依然として健在であるが、今回のリスク許容度委縮ムードの震源地は米国ではなくユーロ圏に内在しているため、ストレート/ドル市場ではドル買い要因として認知されているようだ。最近の外国為替市場全般の雰囲気は、ドル/円を除くとドル全面高の色彩が強く、ドル/円市場における一方的な円高の加速にブレーキをかける一因になっているとみられる。

**米金融政策由来のドル安圧力はひとまず緩和**

第二は、米国の金融政策に由来するドル安圧力の緩和だ。9月21日の米連邦公開市場委員会(FOMC)

では、①FRBが保有している米短中期国債を売却して長期国債に入れ換える「ツイスト・オペレーション」と呼ばれる政策、②米住宅ローン担保債券(MBS)および米政府機関債の満期償還金をMBS市場に再投資する施策、の2つを柱とする新たな金融政策の指針が決定された。ツイスト・オペの金額が4000億ドルもの規模に達したのには意外感があったが、これはFRBの保有資産の中身を入れ換える政策であり、いくら大規模に行っても、バランス・シート全体は膨張しない。予想より大規模なツイスト・オペの実施計画発表を受けて、米国の長期金利は低下圧力がかかるとみられるが、ドル/円相場への影響力が強い満期2年程度の国債利回りにはむしろ上昇圧力がかかり始めている。

一方、これまで米国債の購入に充てられていた住宅ローン担保債券および政府機関債の償還金をMBS市場に再投資するとの方針は、「FRBの保有資産内容の健全化を遅らせる」という意味では信用緩和の意味合いはあるが、「ドル建て過剰流動性の追加散布」に主眼を置いていた従来の「量的緩和第1弾」、「量的緩和

**米国の金利水準とドル/円相場**



(出所)ブルームバーグ

**日米中銀バランスシート比率とドル/円相場**



(注)BS比率は2008年8月の平均値を1とした数値で算出  
ドル/円相場は月中平均値  
(出所)日本銀行、連邦準備制度理事会(FRB)

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



第2弾」とはやはり異質の政策だ。米国の金融政策運営の重心が「バランス・シートの膨張」から「バランス・シートの内容見直し」にシフトする中、既往のドル安・円高局面で鮮明になっていた日米中央銀行のバランス・シートの膨張速度の差はひとまず解消されそうだ。米国発の過剰流動性膨張観測に立脚したドル安圧力は当面和らいだと判断するのが妥当だろう。

### 維持される本邦通貨当局による介入警戒感

第三は本邦通貨当局による為替介入への警戒感だ。民主党への政権交代後、3度もの大規模介入を指揮した野田前財務大臣を国家首班に頂く内閣が誕生したことで、日本政府による時宜を得た為替介入実施の指針は今後も踏襲される可能性が高い。足下のドル/円相場は戦後最安値である75円94銭までの「のりしろ」が1円にも満たない水準で推移しているが、76円台前半でのドル/円相場の意外な底堅さの一因として、本邦通貨当局による介入警戒感が関与していることは疑いようがない。実際の為替介入発動レベルについて

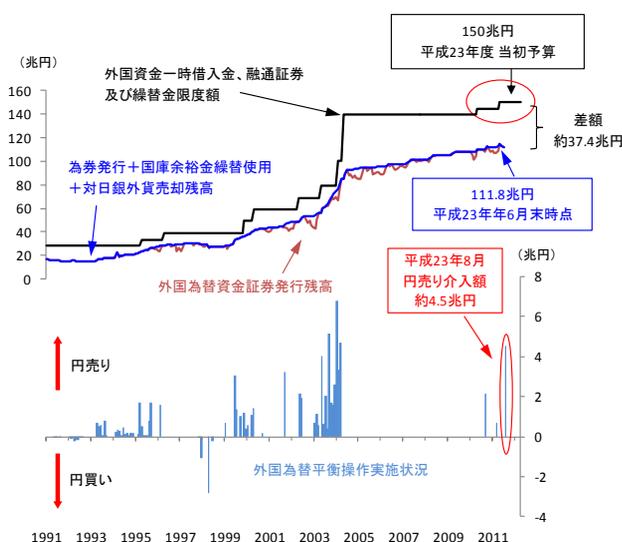
は、日本政府当局者の決断に委ねられているが、これまでの発言履歴などを加味すると、75円前後の水準では為替円売り介入が再発動される可能性が高いのではなかろうか。本邦の外国為替特別会計には依然として30兆円以上の円売り介入余力が残っているとみられ、今後も数兆円規模の介入ならば、かなりの頻度で実施することも可能だ。

米国の金融緩和に由来するドル安圧力が非常に強かった8月4日に実施された本邦通貨当局の単独為替介入の賞味期限はわずか数営業日に限定されたが、上記のように足下では米国発のドル安圧力はいったん緩和しつつある。このタイミングで本邦政府と日本銀行が一致協力して自国通貨高抑止の姿勢を示すならば、ある程度の円高抑止の時間稼ぎを期待することも可能だろう。あくまで現時点での私見になるが、当面のドル/円相場の下値への差し込み余地は、あっても75円前後までとみておきたい。

### ただし、当面はドル/円の上値も重たそう

ただし、最近の外国為替市場で観測されるドル安圧力の後退はドル自体に備わっている魅力の向上によってもたらされたものではないことに注意が必要だ。対欧州通貨や対資源国通貨で最近進んだドル高の動きは「欧州債務懸念の強まり」という、言わば「敵失」によって促された消極的なドル買い戻しの所産であることは言うまでもない。FRBによるツイスト・オペの導入発表後、短中期国債を中心に米国の金利水準は上昇気味に推移しているが、これはあくまで米国債の需給見通しの変化に由来する金利上昇であって、米国景気の回復期待に根差した「良い金利上昇」だとは言えない。量的緩和第3弾の追加導入が見送られたことでFRBによるドル建ての過剰流動性の散布活動はいったん止まったが、今後FRBがバランス・シートの圧縮に舵を切らない限り、これまでに散布された過剰流動性の規模は維持された状態が続く。

### 日本の為替介入動向と介入予算枠の推移



(注) 対日銀外貨売却には外債売却を含む  
(出所) 財務省資料

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様が生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご承願いたします。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



米国の金融政策運営に対する感応度が非常に高いドル/円相場の特徴に鑑みると、今後「FRBによる量的緩和の巻き戻し観測」や、「超低金利政策の解除観測」が盛り上がってこない限り、芯から強くなって遅く値上がりするドル/円相場の姿を想像するのは、やはり難しいと言える。今回のFOMCでの政策発表を受けて、ドル/円相場の下値は戦後最安値圏でいったん固まりつつあるとみられるが、すぐに上値が軽くなるのも思い難い。今後晩秋にかけてのドル/円相場は、75円前後が底堅いものの、上昇しても80円台手前では息切れするような相場展開になるのではないかと考えている。

### 長期的には米国景気の回復力次第

他方、やや長い目で見ると、ドル/円相場が永続的に狭いレンジ内での往来に留まることも想像できない。為替相場の値動きが抑え込まれてナギの状態になるのは、やがてシケが来て相場が荒れる予兆であることが殆どだ。当面のドル/円相場は戦後最安値圏での往来が予想されるものの、いずれは抑圧された動意のマグマが上下どちらかへ噴出する時期がくることは避けられない。そして、その際にドル/円相場の行方を決する水先案内人の役割を果たすのは、やはり米国の金融政策運営になるだろう。

すなわち、今後定期的に発表される各種経済指標の結果を受けて、「米国景気の回復力はやっぱり冴えない」との市場認識が深まるようだと、いったん後退した量的緩和第三弾の導入観測が蒸し返され、再び強烈なドル安圧力が台頭する可能性もある。この場合、これまでもそうだったが、日本側の政策対応だけで米国発のドル安・円高圧力を防ぎ切るのは非常に難しいと思われる。「無制限フラン売り介入宣言」で世間を驚かせた今夏のスイス中銀のように、かなり思い切った自国通貨高対策を打ち出さない限り、1ドル＝70円程度までの下値リスクを払拭するのは容易ではなさそうだ。

一方、今後の米国景気が意外な回復力の強さを示

す展開になった場合、「量的緩和の巻き戻し観測」が台頭すると同時に「良い意味での米国金利の先高観」が生まれる可能性もある。9月のFOMCでは「少なくとも2013年半ばまで」という超低金利政策の時間軸表現が維持されたが、米FRBによる超低金利政策の最低継続保証期間に関する表現が従来の「長期間にわたって(for an extended period)」という曖昧な表現ではなくなったことから、今後この表現が変更されない限り、市場参加者の心象風景の中に映り込む米国の超低金利政策の想定時間軸は、時の経過とともに自動的に縮んでいくことになる。

米国景気の回復期待に根差した金利先高感が生まれた暁には、ドル/円相場にも力強い先高観が宿って来るだろう。つい半年程度前の出来事だが、国内外の金融市場が米国景気の回復期待に沸いた時期があり、当時は米国の2年債利回りが0.9%付近まで上昇すると同時に、ドル/円相場も一時85円50銭台まで上昇する場面があった。結局、今春に一時盛り上がった米国景気の回復期待は「ダマン」だったため、その後米国債利回りは建国以来の最低水準に反落、ドル/円相場も戦後最安値を更新する軌道へと押し戻されたが、今後もしも米国で偽物ではない景気楽観色が強まる場合には、当時記録した85円台付近まで上値余地が広がる可能性もあるのではないかと。

ただし、今後のドル/円相場が上下どちらにレンジブレイクするにしても、米国経済の主治医を務めるバーナンキFRB議長が「新たな処方箋に関する判断」を示すまでには、少なくとも数カ月程度の病状観察の期間は必要だろう。当面は今回決定した「ツイスト・オペ」と「MBS等償還金の再投資」などの処方箋に基づく金融緩和薬の入れ換えで様子を見つつ、ある程度の病状経過の観察期間を経て、金融緩和薬の「増量」か「減量」の方針が下されるとみられる。当面のドル/円相場は戦後最安値圏でのレンジ取引を継続しつつ、FRBの「次の一手」を待つ展開になると思われる。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com