

米中間選挙前後の為替シナリオ リスク許容度は回復もドル安・円高には警戒を

市場調査部主任エコノミスト

殿岡直樹

03-3591-1248

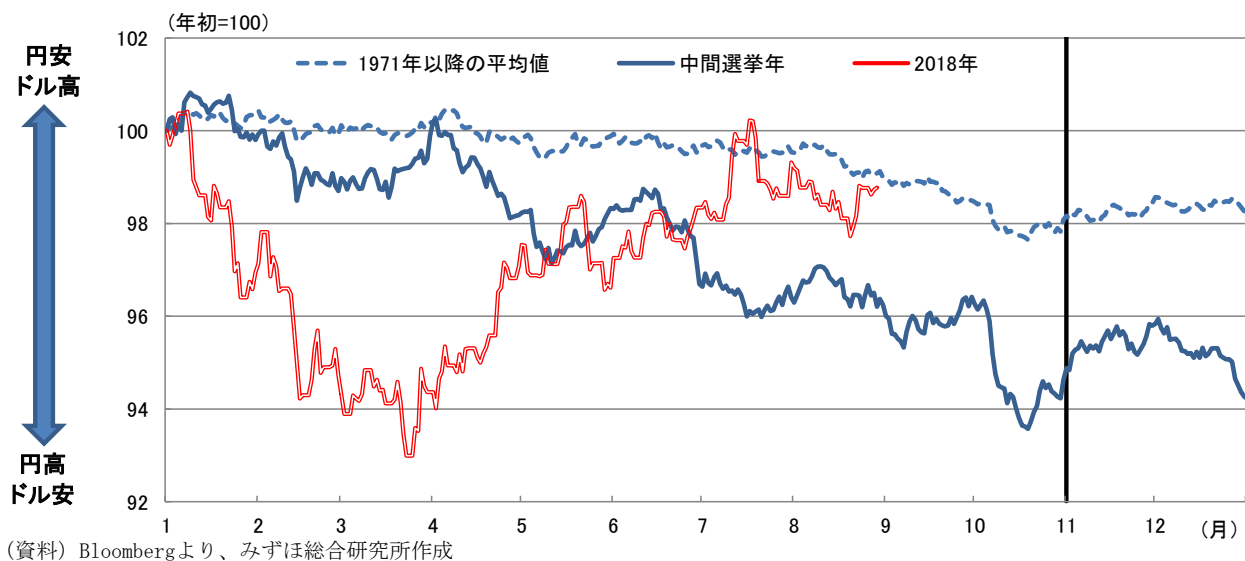
naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp

- 為替市場には米国中間選挙に向けて円高・ドル安になり易い傾向があるとされている。値動きや騰落率を確認すればこの傾向(『中間選挙アノマリー』)は明確に確認できる
- ドル円相場における過去の値動きからみた平均変動幅を確認すると、中間選挙年は円高の傾向があり、さらに統計的にも『中間選挙アノマリー』という仮説の妥当性が確認された
- 先行きのドル円相場の見通しは現在の緩やかな円安基調の継続が難しいと判断。足元のドル高に対する、トランプ大統領による口先介入だけでなく、中間選挙前の米為替報告書にも留意

1. 為替市場における中間選挙アノマリー

2018年11月にアメリカでは中間選挙が行われる。図表1は1971年代以降、過去11回の中間選挙年のドル円相場の平均と1971年以降の全平均値の推移を示したものである。中間選挙が行われる11月に向けて平均的に円高・ドル安となる傾向があることが分かる。数値的な比較をしても、中間選挙開催年と全サンプルの平均では隔たりがあることが確認できる。通年の値動きや騰落率を比較すると、中間選挙が行われる年のほうが、結果として円高となることが分かる。その年が円安・円高どちらになるかという通年の値動きについては、過去44年間の平均は57%程度の確率で円高となっているが、中間選挙開催年のみを取り上げれば64%程度の確率で円高でそ

図表1 ドル円相場と米国中間選挙

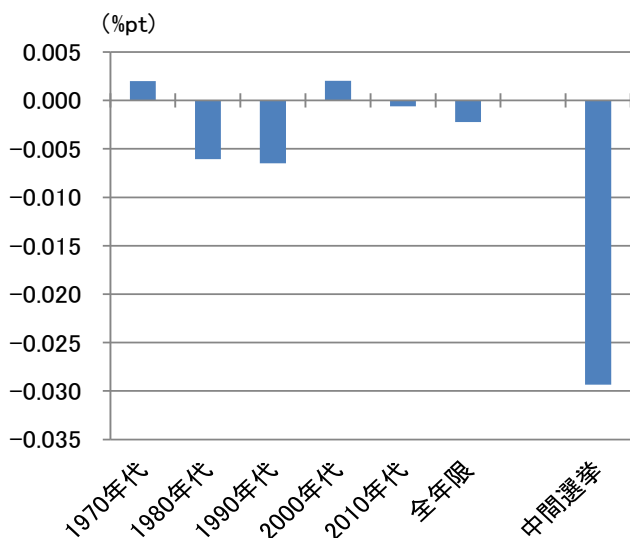


の年を終えている。また騰落率についても過去44年間の平均では1.7%程度円高が進行していることに対して中間選挙開催年においては5.7%程度円高が進行している。こうした傾向は既存の投資理論では証明のつかない価格形成であり、経済的合理性だけでは説明できない。このような動きは金融市場ではアノマリーと呼ばれる。米国で中間選挙が開催される年は円高・ドル安になり易いと考えられており、ストラテジストやアナリストによってしばしば指摘されている。『中間選挙アノマリー』は市場参加者の間では広く浸透している。為替市場におけるこのアノマリーは市場に多く存在する迷信めいたものなのか、あるいは何かしらの根拠が存在するものなのかを分析した。

2. 中間選挙アノマリーに対する仮説検証

中間選挙は4年に一度、11月の1週目に行われることが多い。11月に開催される中間選挙が為替相場に影響を与えるという仮説について妥当性を検証する。金融市場では大統領選挙に向けて支持層へのアピールを狙ったドル高是正がアノマリーの背景にあると言われている。こうしたことから10月末にかけて最も中間選挙の影響が出ると考えた。この仮説を検証するため1974年から2017年までの44年間について1月から10月までの期間におけるドル円の推移をデータとして準備した。また期間を通じた傾向の変化を点検するため中間選挙年を除いたデータについて、1970年代（4年間）、1980年代（8年間）、1990年代（8年間）、2000年代（8年間）、2010年代（6年間）についても用意した。図表2は各計測期間さらに全期間におけるドル円相場の平均日次変動幅である。図表3では仮説検定の結果を示した。月次ではなく日次の変動幅をサンプルに使った理由として例えば月末値を基準とした月末データを使用した場合には月末日特定のバイアスが影響する可能性もあり、また日次の変動を積み上げることで、サンプル数が増加し、各種のバイアスの影響が緩和されると考えた。図表2で示したように1月から10月までの日次変動幅の平均値を比較した場合、中間選挙年は際立って円高となる結果となった。この差が統計的に有意であるかを検定す

図表2 変動幅の比較



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表3 検定結果

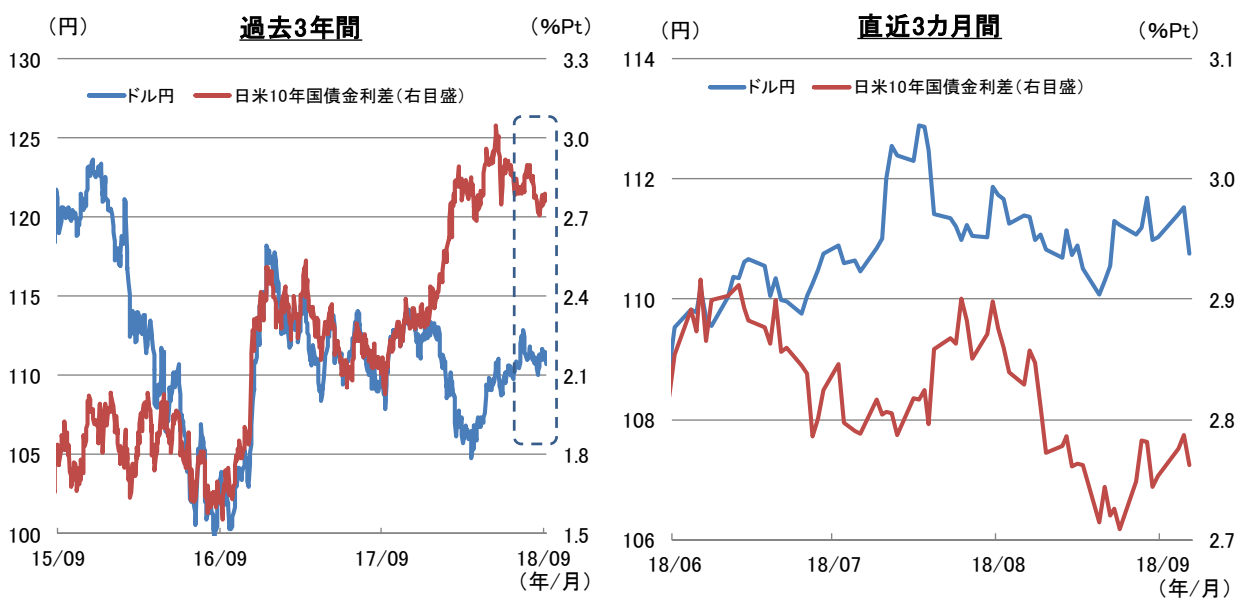
	中間選挙年	それ以外
標本数	2238	6797
平均値	-0.029	-0.002
中央値	0	0
最大値	6.4554	4.142
最小値	-6.127	-4.884
標準偏差	0.7324	0.6597
歪度	-0.4195	-0.3796
尖度	12.052	7.7938
Jarque-Bera検定		
検定統計量	789.092	6671.649
p値	0.000	0.000
Wilcoxon/Mean-Whitney検定		
検定統計量	1.727	
p値	0.084	

る場合には標本が正規分布に従っているかによって検定方法が異なっている。標本が正規分布に従う場合にはパラメトリック法であるt検定によって仮説を検証する。一方、分布の正規性を仮定しないケースにおける検定方法としてWilcoxon検定がある。『中間選挙アノマリー』を検証するために、初めに標本データであるドル円の日次データが正規分布かを判定するJarque-Bera検定（歪度と尖度から分布の正規分布への適合度を検定する手法）にて適合度を確認したところ、分布の正規性を仮定するのは妥当でないとの結果になった。そのため分布の形状に依存しないノンパラメトリックな検定方法であるWilcoxon検定を用いて検定を実施した。検証結果については図表3で示した通りである。過去44年間のドル円相場の日次変動幅を用いた分析から『中間選挙アノマリー』という仮説に対する妥当性は有意水準10%とすれば統計的な有位性が確認される。

3. 先行きのドル円相場はトランプ政権によるドル安嗜好の高まりに注意が必要

統計的にも一定程度の有意性が証明された中間選挙におけるドル円相場の円高傾向だが、トランプ政権下においては政治的にも円高・ドル安リスクが意識されやすい展開が継続しそうである。2018年に入り投資家のリスク選好と連動する形でこれまで推移していたドル円相場は転機を迎えた。背景にはトランプ政権による減税策に伴う米国債の増発懸念から海外の中央銀行を中心に米国債を売却したことや投機筋が大幅にドル買い円売りポジションを削減したことなど、複数の要因があると考えられる。しかしながら、ドル円相場の先行きの方向感を考える上で2017年から2018年に入り大きく変わったこととして、トランプ政権による保護主義政策への傾倒が挙げられる。一般的に通商政策の一環として通貨政策は考えられ易い。2018年にドル円と日米長期金利差の相関関係が弱まった背景に日米首脳会談や米財務省による為替報告書の発表が影響していたことを忘れてはならない（図表4）。その後、トランプ政権から強い懸念が示されなかったことにより落ち着きを取り戻したといえる。ただし、トランプ大統領のドル高に対する強い懸念は足元で再度

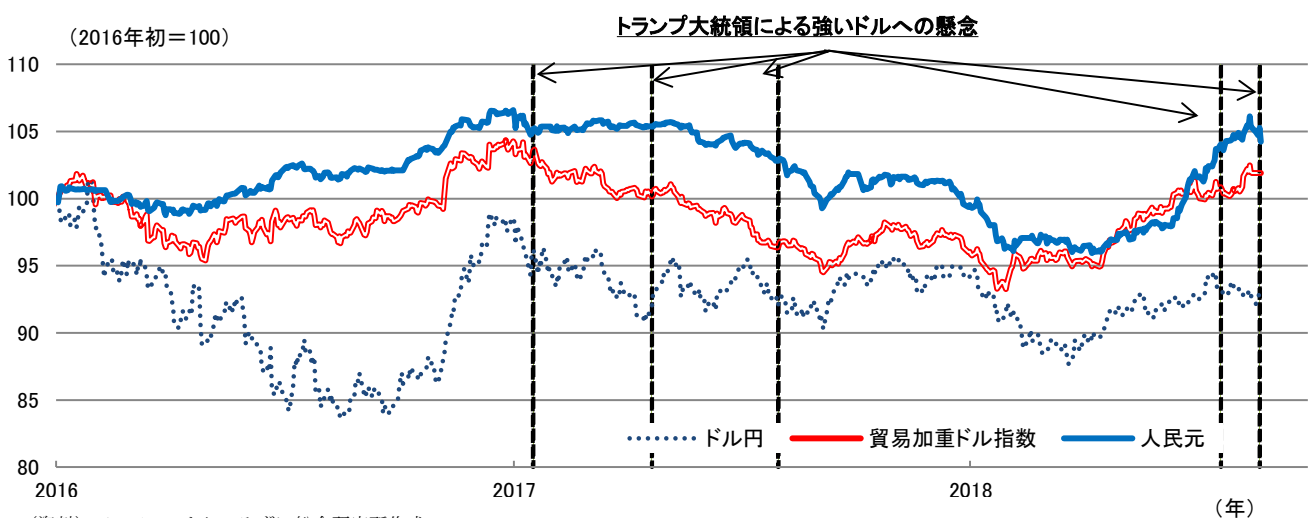
図表4 日米金利差とドル円相場



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

高まっているといえる。図表5ではトランプ大統領がWSJ等の主要メディアに対してどのタイミングでドル高に対するけん制を行ったものを示した。トランプ大統領の関心はドル円相場ではなくFRBが示す貿易加重平均したドル指数であり人民元相場という見方が出来る。一国のトップが為替相場の水準感に言及することは本来極めて異例であるものの、発言以降の相場を見れば一定程度ドル高トレンドが2017年には抑えられている。2017年4月12日のインタビューでは、中国を為替操作国に認定しないとすも、当時のドル相場が強くなりすぎると言及した。また、その後の2017年8月2日のCNBCのインタビューにおいて「ドル高によって、様々な悪影響が出る」と発言している。トランプ大統領の発言はその後ドル高が一服する中で収まった。背景には2018年初よりECBや日銀の金融政策正常化への議論が活発となる中で一部主要通貨を中心にドル安の流れに転換したことが挙げられる。しかし、人民元相場やユーロ相場が弱含むなかドル高が進行した2018年の夏場以降、複数回ドル高に対するけん制をメディアを通じて発信している。2017年と異なるのは自国の金融政策についても言及が行われている点だといえる。今後についてもドル高の流れが止まらないようであれば再度、ブレーキを踏む可能性には留意しなければならない。円高・ドル安について留意すべき点はトランプ発言だけではない。中間選挙前には10月に米国財務省より為替報告書の発表が予定されている。4月に発表された為替報告書ではインドが新たに監視リスト入りした一方で操作国の認定は見送られた。中国に対する米財務省のコメントは同国市場が非市場化に向かっているため、貿易相手国や世界経済の長期成長見通しへのリスクが高まっていると新たに指摘するなど硬化したといえるが、結果的には為替操作国の認定等はなされなかったことから為替市場におけるインパクトは小さかったといえる。ただし、発表前後においてトランプ政権が強硬な保護主義を採用するに当たり通貨政策についてもドル安政策を採用するとの警戒感から円高となった。今回の為替報告書における注目点は、トランプ大統領も8月30日の「為替操作国の認定方式を検討」との発言からも伺えるように中国等、アメリカに対して大幅に貿易黒字を計上し続けている国々に対する為替操作国への認定を示唆したことである。こうした発言を受け

図表5 トランプ発言と為替市場



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

て、足元では金融市場が意識したことから警戒感が高まり始めているといえる。引き続き2018年後半にかけての見通しは内外金利差が拡大するという観点ではFRBによる利上げが順当に行われる中で現状程度の円安圧力が持続すると考えているものの、米トランプ政権の方針が強硬になる際には一段の円高リスクに対して警戒感を高めなければならないだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。