

みずほマーケット・トピック(2014年9月3日)

105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～

ドル/円相場は8か月ぶりの105円台まで上昇。かつてドル/円相場を考える上で有力ツールとなっていた日米2年金利差は、過去3年ほど使い物にならなかったが、過去1年半に限って見れば明確に拡大傾向が見出せ、ここから水準のイメージを得ることの意味も少しずつではあるが増している。足許の日米2年金利差を前提にすると、概ね「102±2円」程度というイメージ。なお、過去2週間の円安が急激であったこともあり、ここからは買い遅れた実需勢の動きにも注目。一方、名目円安の裏では実質円高へのマグマが着実に蓄積されつつあることも留意すべきだろう。

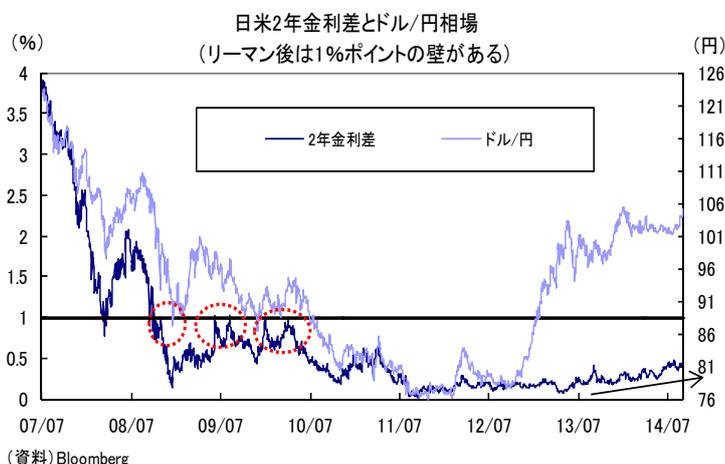
～実需の円売りが追い打ちになる可能性も～

昨日のドル/円相場は一時105.22円まで上昇し、今年1月につけた年初来高値に迫る展開となった。安倍首相の示す内閣改造案において塩崎恭久氏が厚生労働相になるとの報道が「GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の積極運用化→日経平均上昇」という展開を促し、これに伴うリスク許容度の改善が投機筋の円売り再開を後押しした、といった解説が支配的である。だが、このような相場展開(やこれに付随する解説)は完全に思惑主導であり、真つ当とは言い難い。

それよりも昨年発表された米8月ISM製造業景気指数が59.0と2011年3月ぶりの高水準をつけたこと(特に受注指数は2004年4月以来、約10年ぶりの高水準)や、こうした流れを汲む5日(金)の米8月雇用統計も良好な結果が期待されることなどがドル買いを加速させたと考えたい。なお、過去2週間の突然かつ大幅な上昇を前に本邦輸入企業の手当てが追い付いておらず、痺れを切らした円売り・ドル買いが後追的に入ってくる展開を警戒する必要もあろう。一旦はそうした買いたい人が買い終わるまで上昇が続き、その後小康状態を得るという流れになるのではないか。その流れの中で、年初来高値である105.45円を更新する可能性は十分考えられる。

～方向感が出始めた日米2年金利差～

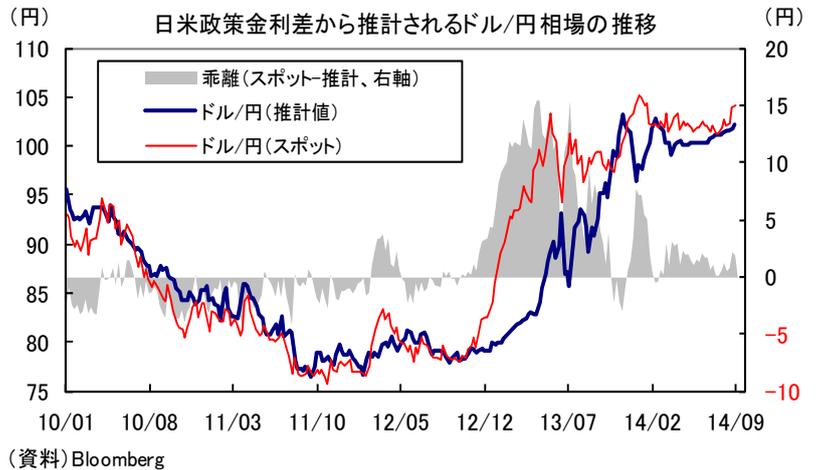
足許の良好な米経済環境を踏まえ、今月そして10月のFOMCでは、いよいよ長きに亘る緩和局面の終了が公式に宣言される見込みである。本当にFRBの利上げが視界に入ってくるのであれば、久方ぶりに日米金利差という観点からドル/円相場の水準を議論することも考えなければならない。ドル/円相場との当て嵌まりが良いとされてきた日米2年金利差は、過去3年あ



まり、ほぼゼロで横這いであり、殆ど使い物にならない状況が続いてきた。だが、本欄で着目している日米2年金利差「1%ポイントの壁」こそまだ遠いものの、過去1年半に限って見れば日米2年金利差の方向感 は明確に拡大しており(前頁図)、ここからドル/円の節目を考えることの意味も少しづつではあるが増しているように思われる。

～2年金利差からの推計値～

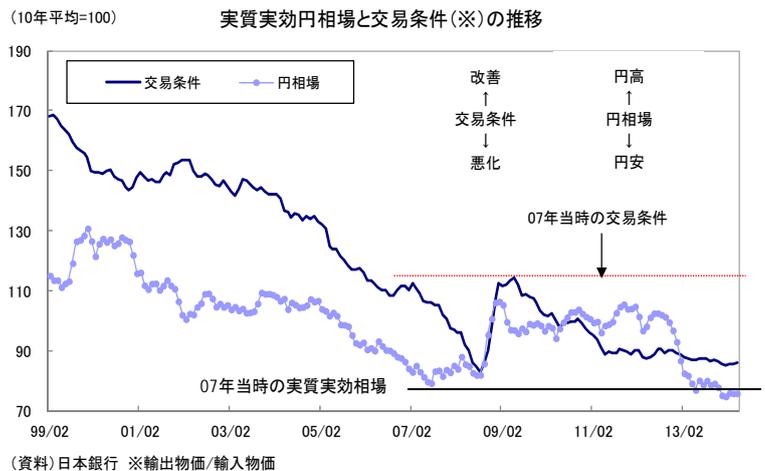
右図は直近1年間の日米2年金利差とドル/円相場(スポット)の動きを元に、現在の2年金利差からイメージされるドル/円の推計値を示したものである。2012年11月から2013年5月頃までの約半年間は金利差からイメージされる推計値とは無関係にスポットが上昇してきた(この間、量的・質的金融緩和(QQE)に動揺した本邦の金利急騰もあって、推計値が極端に円高を示す局面もあった)。し



しかし、今年に入ってから概ねスポットと推計値の乖離が埋まり始め、見通し作成上、「金利差から得られる目途」も斟酌し得る状況になりつつある。ちなみに、足許の日米2年金利差を前提にすると、概ね「102±2円」程度というイメージとなる。2014年に入り、断続的に生じた円高局面においても、常にスポットが推計値に対して上振れる傾向が続いてきた事実を踏まえれば、105円前後というのはさほど無理をしている水準にも見受けられない。冒頭述べたように、買い遅れた実需の動き(円売り)が炙り出されてくる可能性などを踏まえると、105円程度の円安は不思議ではない。

～蓄積される実質円高へのマグマ～

但し、本欄で幾度も議論しているように、金利の面からある程度の上昇は許容できても、実質実効為替相場など、物価を加味した場合、足許の円安はかなり無理していると言わざるを得ない。既に現在の実質実効円相場は円安バブルと呼ばれていた2007年上半期よりも円安であり(図)、長期平均に収斂するという性質を踏まえれば、もはや底打ちが近いようにも見受けられる。もちろん、理論的には実質実効為替相場の



均衡レートと見なされる交易条件(輸出物価÷輸入物価)も着実に切り下がっているため、経験則に逆らって安値で推移することが正当化できないわけではない。だが、図示されるように、既に足許

の実質実効為替相場(最新 7 月時点)は交易条件を下抜けして、未だじりじりと下がっているのが現状である。4 月以降の実質実効円相場が消費税引き上げによる上昇バイアスを帯びていることも踏まえれば、実際の水準はもっと低い可能性もあるだろう。

実質実効為替相場における過度な円安が修正されるためには①名目相場が円高になる、②日本が米国よりもインフレになる、③米国が日本よりもデフレになる、のどれか(もしくは複数の組み合わせ)が必要になる。上述したような日米金利差の状況や日本の経常黒字が往時の水準を復元できないであろうことを踏まえれば、もはや①に期待するのは困難かと思われる。また、③も同じくらい考え難いだろう。だとすると残すは②しかなく、実際、経済停滞の要因に供給制約が指摘されるようになって今、これは十分考えられるシナリオである。名目相場の円安進行の一方で、インフレ進行による実質円高というこれまで日本が経験したことの無い調整へのマグマが溜まり始めていることを忘れてはならない。

以 上

国際為替部
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。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～量目掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを広めかきつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政支出はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらざる
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)