

みずほマーケット・トピック(2015年5月27日)

「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて

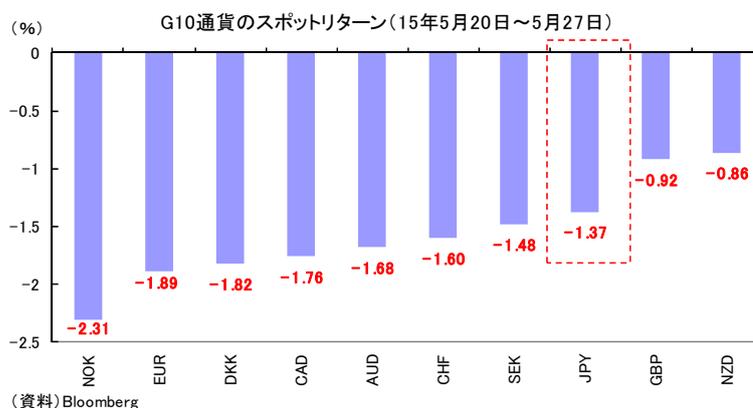
昨日の為替市場ではドル/円相場が一時123.33円と2007年7月10日以来、7年10か月ぶりの高値を更新。但し、7年10か月ぶりの円安をもってしても株価が前向きな反応を示さないことの意味は真摯に考える必要がある。なお、過去1週間(5月20日～25日)に関しG10通貨のスポットリターン(対ドル)を見ると、決して円の下落率は大きいものではなく、主要通貨の中ではユーロ相場の急落がドル相場の上昇を支えた構図が見て取れる。あくまで「米利上げ期待に沿ったドル買い」というドル全面高が前提にあり、その一環としての円安という整理が正しいだろう。当面の注目点は「124.14円」を突破することで円相場が名実共に「もはや金融危機後ではない」という状況に入るかどうか。今後の日本経済を占う上では円安と原油価格上昇の同時進行が最大のリスク。

～ドル買いの一環としての円安～

昨日の為替市場ではドル/円相場が一時123.33円と2007年7月10日以来、7年10か月ぶりの高値を更新している。先週22日のイエレンFRB議長による年内利上げ適切発言が休暇明けの欧米市場で材料視された格好である。なお、5月22日と言えば、2年前の2013年5月22日にバーナンキFRB議長(当時)が量的緩和政策の縮小(いわゆる tapering)

に言及し、翌日の5月23日には日経平均株価が1日で1000円以上下落、ドル/円相場も日次高値から3円近く急落し、後に「バーナンキショック」と呼ばれる出来事があった。今回も当時と同じく出口方向を示唆するFRB議長の発言となるが、与えるインパクトはドル/円にとっては円安、株価にとっては下落となっている(※市場の反応は本稿執筆時点のもの)。7年10か月ぶりの円安をもってしても株高にならないことの意味は真摯に考える必要がある(この点は後述する)。

なお、過去1週間(5月20日～25日)に関しG10通貨のスポットリターン(対ドル、円)を見ると、決して円の下落率は大きいものではなく、主要通貨の中ではユーロ相場の急落がドル相場の上昇を支えた構図が見て取れる。あくまで、「米利上げ期待に沿ったドル買い」というドル全面高が前提にあり、その一環としての円安という整理が正しいだろう。



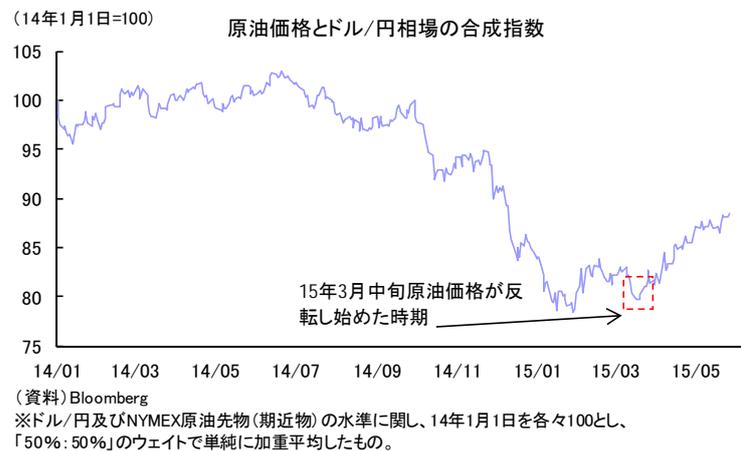
～近づく「もはや金融危機後ではない」円相場～

最新版の弊行ハウスビュー『中期為替相場見通し(6月号)』は5月29日に公表予定だが、「今年4～6月期で125円近傍」は昨年11月28日発行の同欄からの想定であり、概ねハウスビューに沿った動きである¹。先週来の上昇が性急であったこともあって、目先は調整がありそうだが、本欄や外部寄稿でも述べた通り²、4月末時点で投機筋の円ショートポジションがほぼニュートラルになっていること、その巻き戻し過程でも殆ど円高が進まなかったことを踏まえると、ドル/円相場の上振れリスクは強く警戒される状況にあった。

なお、ここまで来ると次のターゲットは2007年6月22日につけた「124.14円」である。この日、この水準を境に2005年から始まった超円安局面が終焉し、長きに亘る超円高局面に入った。この「124.14円」を突破することで円相場が名実共に「もはや金融危機後ではない」という状況になるため、ここを超えてくることで「130円」という声も再び勢いづく可能性もある。

～日本経済にとって最大のリスクは円安&原油高の同時進行～

冒頭述べたように、久方ぶりの円安・ドル高水準にも拘わらず株式市場はこれを好感していない。これは真つ当な反応と言えるだろう。今後の日本経済にとって最大のリスクは原油価格上昇と円安進行が同時に進むことである。1～3月期実質GDPにおいて個人消費が予想外に強かった背景には原油価格下落を軸とする交易条件の改善とそれに付随する実質賃金の持ち



直し、ひいては国民総所得(GDI)の押し上げがあったと考えられる。逆に言えば、消費増税の反動減の影響などとつぐに消えても良いはずの2014年下半期に消費・投資が伸び悩んだのはドル/円相場の急騰が輸入物価経由で実質賃金を押し下げたからである。図は原油価格(NYMEX原油先物、期近物)とドル/円相場について、単純にその水準に関し2014年1月1日を100として、双方を「50%:50%」で加重平均したものである。基本的には指数の上昇は日本経済の重石になるイメージになる。図示されるように、今年3月以降、指数は反転しているが、これは原油価格の反転にけん引されたものである。周知の通り、年初来で見ればドル/円相場は概ね横這いの状況が続いていたために、指数の上昇はこれでも抑制されていたということになるが、先週来のようなドル/円相場の上げ基調が続いた場合、今度は原油価格が横這いでも指数は上昇することになる。

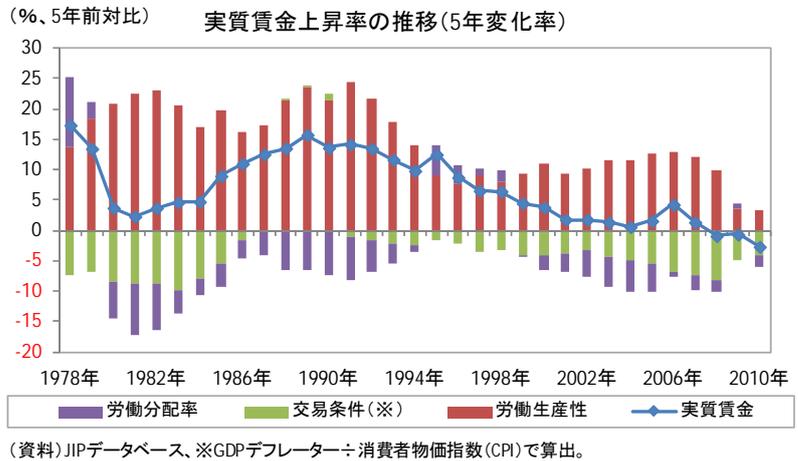
過去の本欄でも述べたように、日本経済にとって最大の問題は「デフレの定義」が曖昧なまま、

¹ 「15年4～6月期」の予想レンジに関し、12月号(14年11月28日発行)及び1月号(14年12月26日発行)では「117～126円(期末:124円)」、2月号(15年1月30日発行)及び3月号(15年2月27日発行)は「117～126円(期末:123円)」、4月号(15年3月31日発行)及び最新5月号(15年5月1日発行)は「117～125円(期末:122円)」としてきた。過去半年間において、6月までの上値は125円程度というのが本欄の見通しである。

² 本欄4月28日号『投機筋の円ショート縮小をどう読むか?』やライター外国為替フォーラム5月19日配信『投機筋の買い戻しに耐えた「円安」シナリオ』などをご参照下さい。

厄介な経済・金融情勢は全てデフレという言葉の中に押し込んでリフレ政策に邁進したことにあると筆者は考えている。端的にデフレとは消費者物価指数(CPI)のマイナスと思われがちだが、それは時の為政者(政府・日銀)にとっての定義であって、企業にとっては結局のところ円高、家計にとっては実質賃金の低迷であったように思われる。アベノミクスを介してCPIや為替上の「デフレ」は解決しており、この点は前向きな評価があっても然るべきと思われる。

だが、実質賃金に関しては依然歴史的な低水準に沈んだままである。実質賃金は定義上、「実質賃金＝名目賃金－インフレ率」だが、「労働生産性(実質GDP÷雇用者数)×交易条件(GDPデフレーター÷CPI)×労働分配率(名目賃金÷名目GDP)」とも表現される(表)。なお、労働生産性は「実質GDP÷雇用者数」、交易条件は「GDPデフレーター÷CPI」、労働分配率は「(1人



当たり名目賃金×雇用者数)÷名目GDP」である。原油価格上昇と円安が同時進行することによる交易条件の悪化は家計のデフレ感増大に直結する筋合いになる。今回、円安が大きく進行したにも拘わらずこれが好感されなかった背景として、このような経済情勢を理解しておく必要があるのではないだろうか。今後の日本経済を占うにあたっては、円安を手放しで喜ぶことなく、原油価格の動静も踏まえ、実質賃金にもたらす影響を冷静に評価していく必要がある。

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-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の撤退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について)
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPPの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和と政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株値の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議長証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPと欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	FRB利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～