

みずほマーケット・トピック(2015 年 12 月 2 日)

実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場

やや手掛かりを失いつつあるドル/円相場を前に、一步引いて実質実効為替相場(REER)から現状を評価しておくことは重要。2015 年のドル/円相場は極小のレンジで収まる展開となっているが、ドル相場、円相場を切り分けて実効ベースの動きを見た場合、ドル高、円安共に過剰な水準に至っている可能性も見えてくる。例えば、REER で見た場合、ドル相場は 2014 年 6 月以降の 1 年半で+15%も上昇している。これはカーター政権によるドル防衛やボルカー元FRB議長による連続利上げなどを経てプラザ合意へ至った 1978～1985 年の約 7 年間やルービン米財務長官を擁して「強いドルは国益」との掛け声の下でドル高政策が進められた 1995～2002 年までの約 7 年間と比較しても見劣りしないドル高である。一方、円の REER は 1972 年以来、つまり 1 ドル 300 円台だった時代と同程度まで落ち込んでいる。変動為替相場制を敷いている以上、REER が一方向に振れたまま調整しないということは想定されず、やはり反転のタイミングは模索して然るべき。

～やはり見えてきたドル高の余波～

昨日の為替相場ではドル相場が下落する展開。米 11 月 ISM 製造業景気指数が 48.6 と市場予想の下限にすら届かない悪化となったことや、エバンス・シカゴ連銀総裁による「利上げ開始の具体的な時期に拘わらず、FF 金利が 2016 年末時点でなお 1%未満であることが適切となる可能性が高いと考えられる」といった発言を受けてドルを手放す動きが優勢となっている。本欄や『中期為替相場見通し』では繰り返し論じている通り、足許のドル高は明らかに米経済の重石であり、特に製造業の業況に小さくない影響を与える(今回の ISM 製造業景気指数の回答企業においてもドル高の悪影響への指摘が見られている)。引き続き、筆者は来年 1～3 月期を一旦の境目として FRB の正常化プロセスが小康状態に入り、ドル高が一服する展開を予想している。

～現在は歴史的にも稀なドル急騰～

なお、11 月 30 日発行の『中期為替相場見通し』では同様の議論を展開しているが、やや手掛かりを失いつつあるドル/円相場を前に、一步引いて実質実効為替相場(REER)から現状を評価しておくことは重要である。過去の本欄¹でも取り扱ったように、2015 年通年で見た場合のドル/円相場は極小のレンジで収まる展開となっており、全体として方向感に欠ける地合いが続いたという印象が強い。しかし、ドル相場、円相場を切り分けて実効ベースの動きを見た場合、ドル高、円安共に過剰な水準に至っている可能性も見えてくる。例え

過去的大幅なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (①、%)	年数 (②)	年間上昇ベース (①÷②、%pts)
1978年～1985年	30	7	4.29
1995年～2002年	21	7	3.05
2014年～現在	14	2	7.19

(資料)FRB、スタート年の1月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。現在については2015年9月時点のREERを使用。

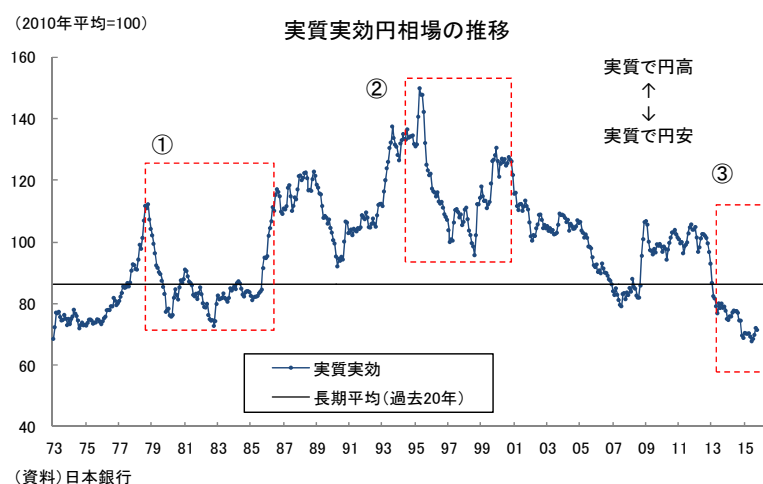
¹ 本欄 2015 年 11 月 4 日号『3 度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅』をご参照下さい。

ば、REERで見た場合、ドル相場は2014年6月以降の1年半で実に+15%も上昇している(前頁表では便宜上、「2年」として見ているが、それでもイメージは変わらない)。かつてルービン米財務長官を擁する米国では「強いドルは国益」との掛け声の下で通貨政策がドル高を志向し、同氏が財務長官に就任した1995年から黒字化した米財政収支が再度赤字化する2002年までの約7年間で約+30%もドル相場が上昇した。なお、それ以前にはカーター政権によるドル防衛策(ドル買い協調介入、公定歩合や預金準備率引き上げなど)やボルカー元FRB議長による連続利上げに加え、イラン革命や旧ソ連のアフガン侵攻など「有事のドル買い」も重なりドル相場が急騰するという時代もあった。結局、このドル高は1985年のプラザ合意で終止符が打たれることになるが、1978～1985年の約7年間で約+21%のドル相場上昇が見られた。これに対し、現状のドル相場は2014年6月前後から始まっており、「孤高の正常化」により世界の運用難となった資金が集中した結果、約2年弱で+14%以上の上昇となっている。この点、今次ドル高局面は当時と比較すれば、まだ期間こそ短いものの、「上昇の角度」で見れば当時より鋭角的という見方もできる。

～REERで見たドル相場、円相場～

しかし、「強いドルは国益」の掛け声の下、通貨高志向を明言し、IT革命の下で生産性改善の恩恵に浴していた1995～2002年と比べれば、今の米経済は決してドル高を甘受できる態勢にはない。過去の本欄²でも議論したように直近の米為替政策報告書などを見ても、「ドル高は国益」と言っているほどの余裕は感じられない。斯かる状況下、2016年から2017年にかけての実体経済への負担を踏まえると、今後1年間に、米通貨政策におけるドル高への懸念は強まることはあっても弱まることはないというのが筆者の率直な思いである。

一方、同様にREERの観点から円相場を評価すると1972年並みの水準まで円安が進んでいる。1ドル300円台の時代と同程度のREERであることが現状において適切かどうかという議論だが、少なくとも理論的にはREERが長期平均から乖離し続けることは無いとの前提は尊重されるものである。図にも示されるように、過去、ドル高が継続的に進んでいた局面(①～③)では円安も進んでいたが、現



² 2015年10月21日号『米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～』をご参照下さい。

局面(③)ほど REER で見た円相場が安値水準に突っ込んでいたことは無い。例えば、②の局面でも円の REER は下落したが、プラザ合意以前まで遡るほどの円安水準ではなかった。

以上のように考えてみると、物価測度に照らし、ドル高ないし円安に過剰感が生じ始めているのは確かではないだろうか。変動為替相場制を敷いている以上、REER が一方向に振れたまま調整しないということは想定されず、やはり反転のタイミングは模索して然るべき時期にあると考えられる。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質資金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長し唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPFI運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)