

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 21 日)

## 円相場の調整余地を探る～試される日銀～

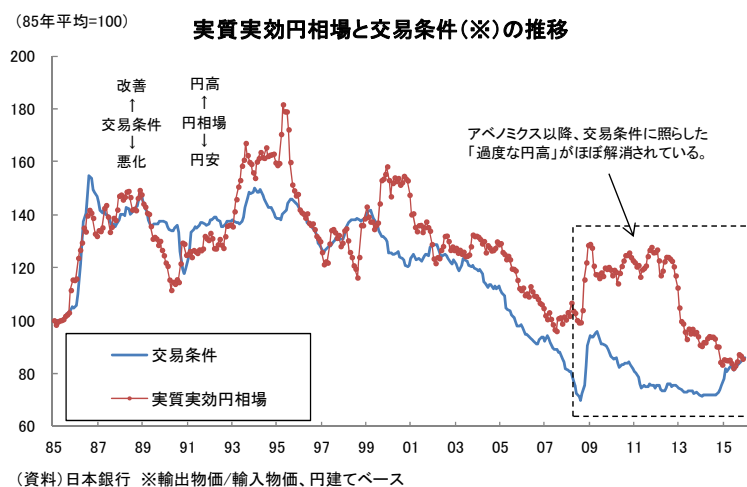
足許の円高の本誌的な理由は「リスク回避」ではない。本欄や『中期為替相場見通し』では繰り返し論じてきた点だが、そもそも円安は限界に近付いていたのであり、その調整が始まることは何ら不思議なことではない。円が買われている理由、それは理論的に見て「売られ過ぎていたから」に尽きる。実質実効為替相場(REER)で見れば、円相場は 1972 年以来、つまり 1 ドル=300 円台だった頃と同等の安値水準に張り付いている。また、実質ドル/円相場の長期平均からの上方乖離はかつてないほど大きなものになっており、過去の経緯を尊重するのであれば、名目相場か物価水準か、それともその双方かにおいて、大きな調整余地が残されているのが実状。例えば、日米物価水準(ここでは生産者物価を想定)の相対関係が横這いとした場合、歴史的にさほど違和感のない「長期平均から+10%の上方乖離」までに戻るためには、名目相場は 100 円程度まで下がる必要がある。金融市場参加者の期待形成に多大なる影響をもたらす 2 大資産価格(株式と為替)は腰折れ寸前であり、政策的なテコ入れが検討されても確かに不思議ではない。

### ～時々刻々と悪くなる日銀の政策環境～

昨日の為替市場は円相場が急伸する展開。原油価格の続落が止まらず、世界的に株価が続落する中、リスク回避の名目で円が買われており、ドル/円は一時 115.97 円と約 1 年ぶりの安値をつけた。節目と見られる昨年安値(115.86 円)は守られたものの、日経平均株価は前日比▲632.18 円の 16416.19 円とこちらは遂に昨年安値(16592.57 円)を割り込んだ。後述するように、来週の金融政策決定会合で日銀が現状維持を決定するにあたって、状況は時々刻々と悪くなっている。

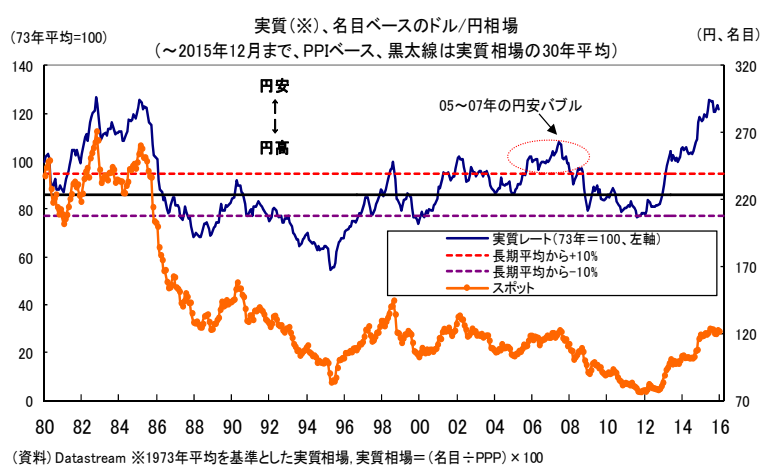
### ～遂に実質円高への調整が始まったのか？～

足許の円高に関し、市場では「リスク回避」という決まり文句で解説が付けられているが、筆者はそう思わない。貿易赤字が慢性化しており、財政ファイナンスの疑惑が付き纏う金融緩和を行い続けている国の通貨が逃避先というのは直感的に腑に落ちるものではない。デフレ通貨ゆえの実質金利の高さというかつての専売特許も今やユーロに立場を譲りつつある(しかもユーロ圏の経常黒字の方が圧倒的に大きい)。もちろん、IMM 通貨先物取引における投機筋の円ショートポジションが維持



できなくなり、「リスクポジションを清算している」という意味での「リスク回避」ならば筆者も賛同できる。しかし、IMM 通貨先物取引における円ポジションは今やネットロングであり、これから先の円高に関してはそのような考え方も通じ難くなりそうである。では何故円高方向への調整が激しいものになっているのか。理由は簡単である。売られ過ぎていたから、である。本欄や『中期為替相場見通し』では繰り返し論じてきた点だが、そもそも円安は限界に近付いていた。実質実効為替相場(REER)で見れば、円相場は1972年以来、つまり1ドル=300円台だった頃と同等の安値水準に張り付いている。長期平均に回帰するREERの傾向を踏まえれば、この維持が難しそうであることは想像に難くない。こうした状況に関し、昨年6月、黒田日銀総裁をしてREERに照らせば「さらに円安はありそうにない」と言わしめたのはまだ記憶に新しい。実際、REERの均衡水準を示すと考えられる交易条件指数に照らしても、もはやREERのさらなる下落は予想しづらいものになっている(前頁図)。

また、実効ベースではなく、物価の相対格差を加味した実質ドル/円相場で見した場合(以下単に実質相場)、名目相場が122円だった2015年12月時点では長期平均から+40%以上、上方乖離した状態にあった(図)。図示されるように実質相場は長期平均から±10%のバンドで推移してきた歴史があるが、円安バブルと呼ばれた2005～07年の局面ですら、この上方乖離は最大で+25%程度だった。現状の



+40%はこれを遥かに陵駕するものであり、仮に調整が始まった場合、円高・ドル安のペースは相当大きなものになると考えるのが自然である。足許の名目相場(117円台)を前提としても実質相場の上方向乖離は+35%程度であり、真っ当に考えれば調整はまだ初期段階と考えられる。

### ～調整余地イメージ～

参考までに、あるべきPPPを105円<sup>1</sup>と仮定し、日米物価水準(ここでは生産者物価を想定)の相対関係が横這いとした場合、歴史的にさほど違和感のない「長期平均から+10%の上方乖離」までに戻るためには、名目相場が100円程度まで下げる必要がある。これが+5%ならば95円、長期平均への回帰(乖離率ゼロ%)ならば90円といった具合である(表)。一方、名目相場が110円で下げ止まると仮定した場合、現状の行き過ぎた実質相場の円安は物価面か

ドル/円相場における実質と名目の対応関係

長期平均からの乖離率	「PPP=105円」と仮定	
	実質ドル/円相場	名目ドル/円相場
-25%	64.5	67.7
-20%	68.8	72.2
-10%	77.4	81.2
-5%	81.7	85.7
0%	86.0	90.3
5%	90.3	94.8
10%	94.6	99.3
20%	103.2	108.3
25%	107.5	112.8

(資料) Datastream。実質相場は日米企業物価を用い、73年平均=100としたもの。

定義: 「実質相場=名目相場÷PPP=名目相場÷(国内物価÷外国物価)」

PPP=105円は2014年に関し、世銀やOECDが算出しているもの。

<sup>1</sup> OECD や世銀が算出するドル/円の PPP はそれぞれ「104.7 円」、「105.3 円」であり概ね 105 円である。

らの調整が必要になる。例えば、試算してみると、米国の企業物価が横這いとした場合、+10%の上方乖離に戻るためには、日本の企業物価が前年比+20%程度上昇することが求められる。いずれにせよ、過去の経緯を尊重するのであれば、名目相場か物価水準か、それともその双方かにおいて、大きな調整余地が残されているのが実状である。むろん、もはや日本は輸出大国ではなく、「円安→輸出増→貿易黒字増→円高」といった為替相場や貿易収支を介した相場調整が起こり難くなっている側面はある。この点、過度な円安が放置される芽はかつてよりは有り得るのかもしれない。だが、それでも変動為替相場制の下で 4 年間、一方向の動きが継続してきた事実は相応に重いはずだ。

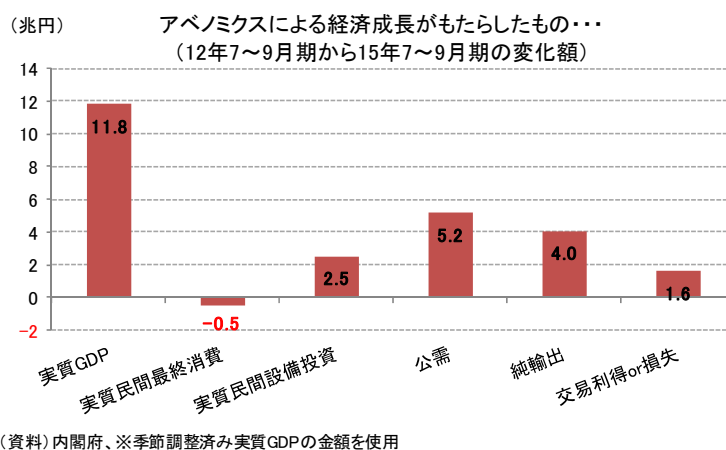
### ～試される日銀:明日が会合当日ならば・・・～

目先という意味では来週 28～29 日の日銀金融政策決定会合に注目が集まらざるを得ない。基本的に現状維持を見込んできた本欄でも日経平均株価が年初 1 か月足らずで昨年安値を割り込んだのに続いて、ドル/円相場まで昨年安値を更新して会合を迎えた場合、現状維持は相当困難だと考えている。会合まであと 1 週間の猶予があるため軽々に前提を変えるつもりは無いが、仮に明日が会合当日であった場合、現状維持の可能性は半々といったイメージである。

黒田日銀はこれまで 2 回、物価目標を先送りし、量的・質的金融緩和(QQE)は 4 月で導入丸 3 年を迎える。「期待に働きかける」ことを枠組みの核に据え置いてきた QQE が、この 1 か月弱の相場混乱を捉えて「期待に影響なし」と断じ、3 回目の先送りをするのは直感的に難しい。少なくとも金融市場参加者の期待形成に多大なる影響をもたらす 2 大資産価格(株式と為替)は腰折れ寸前であり、テコ入れを検討するにあたって、もはや躊躇する状況とは言えない。前月には補完措置という格好で追加緩和の「環境整備」を行ったばかりであり、幸いにも迅速な対応が可能な情勢にある。株が 16500 円割れ、ドル/円相場が 115 円台という状況が 1 週間続くのだとすれば、追加緩和を想定すべきなのだろう。

### ～筋論から言えば追加緩和は不要～

なお、FRB 利上げに際しても同様のことを述べたが、そうした政策変更のタイミングを予想することと、その政策変更を支持するかどうかは別の話である。繰り返し論じているように、筆者は金融緩和による円安が日本の実体経済を本質的に改善させる効果があるとは考えていない。あれほど円安が進んだ 2014 年暦年ないし年度の成長率はゼロないしマイナスだった。



もはや「円安が実体経済にプラスか否か」の論争にはある程度の決着がついたと考えるべきだろう。ここから一段と円安にしても株価は持ち直すかもしれないが、実質 GDP 成長率が顕著に伸びる可能性は低い。アベノミクスが始まって以降の日本経済を俯瞰した場合、需要が顕著に増えたのは

設備投資と財政出動を背景とする公需であり、個人消費は全く伸びが見られなかった(図)。この原因を全て消費増税に求めるのは余りにも無理筋だろう。やはり円安発・輸入物価経由の物価高が所得環境を蝕んだと考えるのが自然であり、そのような筋論からいけば、追加緩和は不要と考えられる。もちろん、筋論だけで黒田日銀の挙動を理解するのは困難である。正式な会合のプレビューは来週の本欄に譲りたい。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer! になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
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
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」への不安も～
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～預金ファンリシ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～株価が実質賃金か～
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～分があるのほどどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCIに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
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年上半年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