

みずほマーケット・トピック(2016年4月6日)

ドル/円相場、110円割れの読み方

昨日のドル/円相場は一時109.92円と2014年10月31日以来、1年5か月ぶりとなる109円台を記録。日銀によるハロウィン緩和が実施されて以来の円高水準である。この点、黒田日銀のロジックに従えば、インフレ期待ないし実際のインフレ率を巡る状況がハロウィン緩和前に回帰したとも考えられ、再び「クリティカル・モーメント」が訪れていると判断し、追加緩和を決断する可能性は上昇したと言える(それでも可能性は低いだろうが)。なお、実質実効為替相場(REER)や実質ドル/円相場の動きに照らせば、円高・ドル安の調整は「まだ始まったばかり」というのが率直な印象。110円割れは「理論的に見て然るべき調整」の第一歩に過ぎず、日銀にとっては大きな問題でも、取り立てて大騒ぎするほど、意外感のある動きとも考えられないというのが筆者の立場。

～クリティカル・モーメント?～

昨日の為替市場も円相場が続伸する展開で、ドル/円相場は一時109.92円と2014年10月31日以来、1年5か月ぶりとなる109円台をつけている。要するに、日銀によるハロウィン緩和が実施されて以来の円高水準ということになる。これは重要なポイントである。黒田日銀総裁は就任以来、「為替は経済の基礎的条件(ファンダメンタルズ)を反映し安定的に推移するのが望ましい」ことを幾度も強調しており、ハロウィン緩和から約2か月後の講演¹でも「わが国でデフレ状況が継続していたため、趨勢的に円高が進行してきました」と述べていた。これ自体はもちろん、正しい主張である。2013年4月以降のドル/円相場急騰の背景に量的・質的金融緩和(QQE)を受けたインフレ期待の盛り上がりの一部寄与していた面はあろう(もっとも最大のドライバーはFRBの正常化願望であり、この雲行きが怪しくなり始めたことが最近の円高傾向の根底にあることは忘れてはならないが)。

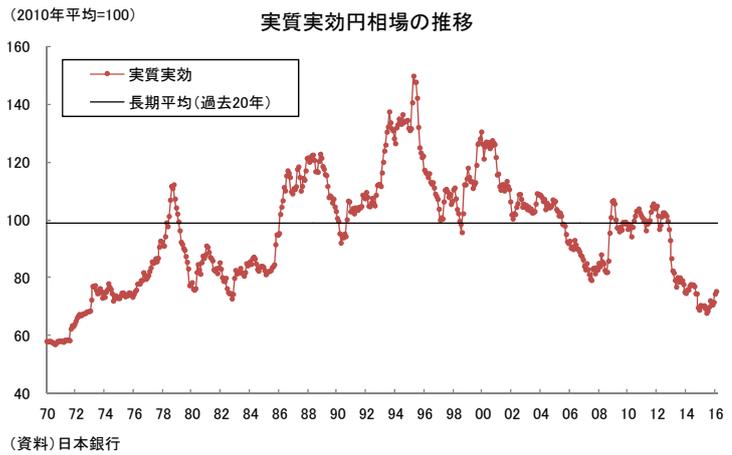
ということは、足許で110円割れを見たということは、インフレ期待ないし実際のインフレ率を巡る状況がハロウィン緩和前に回帰したということにもなる。2014年10月31日のハロウィン緩和は「今がデフレ脱却の正念場、クリティカル・モーメント」と述べ、再びデフレマインドに舞い戻ることを避けるための予防的緩和という位置付けであった。結果、インフレ期待が焚きつけられ、円売りが加速したという経緯がある。裏を返せば、あれから1年5か月が経過して109円台となったことで、黒田日銀が再びクリティカル・モーメントが訪れていると判断する可能性は水準の上では十分ある。

～REERに見る調整余地～

とはいえ、本欄では幾度も議論してきたように、実質実効為替相場(REER)で見れば円相場は昨年6月に1972年以来の安値をつけている。1972年と言えば1ドル300円台だった頃であり、REERが長期平均に回帰する性質を備えていることも鑑みれば、大型調整を警戒して然るべきである。次頁図で示されるように、その後、REERは底打ちしており、直近2月分では2014年8月以来の安値

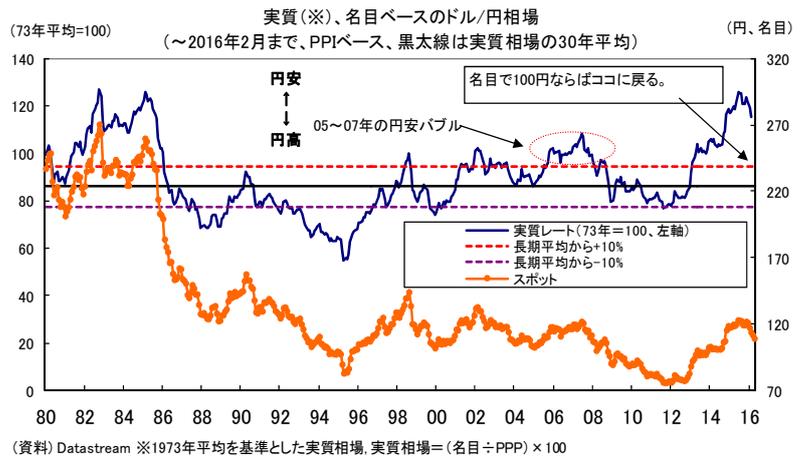
¹ 2014年12月25日、日本経済団体連合会審議員会における講演、『「2%」への招待状』をご参照下さい。

まで戻している。この点だけを捉えれば、2015年6月で円安局面は終わっていたとも言えるだろう。なお、足許においても長期平均(過去20年平均)から▲10%以上、下方乖離した状態にあるため、大所高所に立てば「調整はまだ始まったばかり」という状況にも見受けられる。正確には2月時点のREERは長期平均に照らして約▲13%の下方乖離だが、円が対ドル以外の通貨に対しても同様の変化をすると仮定した場合、ドル/円相場は95円程度まで下落することで長期平均に収斂するイメージになる(110円から▲13%下落で約95円である)。仮に、そこまで来た場合、2013年6月以来の安値ということになり、ハロウィン緩和どころか、黒田日銀発足当初とほぼ同じ水準ということになる。



～実質ドル/円相場に見る調整余地～

なお、実効ベースではなくドル/円相場を実質化したものが図となる。この点も本欄では繰り返し議論しているが、黒田日銀によるQQE導入以降、実質ドル/円相場は歴史的に見ても異様な上離れを起こしている。図示されるように、実質ドル/円相場が長期平均から±10%以上の上方又は下方乖離することは稀だが、例えば今年2月時点の実質ドル/円相場は+20%以上の上方乖離となっていた。



これほどの上方乖離はカーター政権のドル防衛やボルカー元FRB議長の連続利上げを受けてプラザ合意に至るまでのドル高局面以来、見たことがない。裏を返せば、+10%までの上方乖離ならば歴史的に見ても許容し得るため、そうなるためには何が起きれば良いかという試算は可能である。実質ドル/円相場が円高・ドル安方向に調整するための経路としては雑駁に言って、①名目ドル/円相場が円高・ドル安になる、②日本が米国に比べて相対的にインフレになる(≒米国が日本に比べてデフレになる)の2つがある。黒田日銀の下での円安は②を先取りした上での動きだったという印象が強いが、今の日米物価情勢を見る限り、②を期待するのはもはや無理筋であろう。

とすれば、(過去そうだったように)①の経路を警戒することになる。仮に、日米物価の相対関係が現状から横這いであり、購買力平価(PPP)を105円(OECDや世銀算出の水準)とした場合、名目ドル/円相場だけで+10%の上方乖離まで戻すためには99～100円程度までの調整がイメージさ

れる。現状、弊行のハウスビューである『中期為替相場見通し』²では「今後 1 年間で 100 円割れを臨む」ことを重要なメッセージとしているが、こうした水準予想の背景には上述のような物価尺度で考えた上での円高警戒がある。転じて言えば、110 円割れはこうした「理論的に見て然るべき調整」の第一歩に過ぎず、日銀にとっては大きな問題であろうが、取り立てて大騒ぎするほど、意外感のある動きとも考えられない。

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

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。

² 最新号は 2016 年 3 月 29 日発行です。ご参照下さい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ纏る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≠「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
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版の補充措置へ向けて～
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「瘦せ我慢」
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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
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/円見直しに影響なし～
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	イェ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～預金ファンリティア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)