

みずほマーケット・トピック(2016年9月15日)

G4 通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～

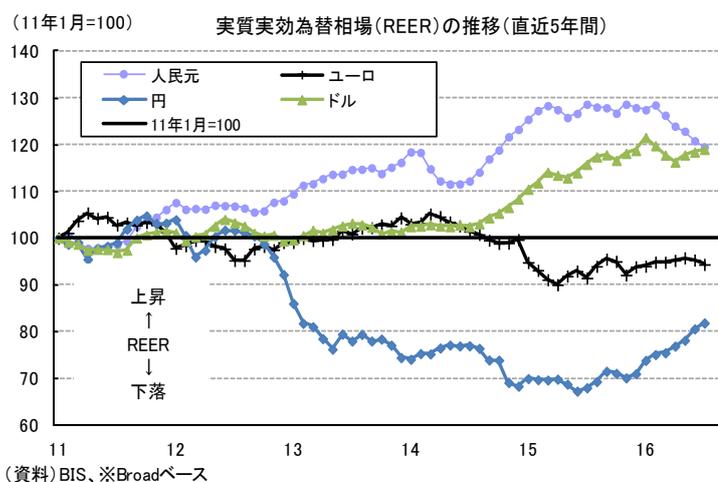
筆者は為替相場見通しの大枠として、G4 通貨(ドル、ユーロ、円、人民元)の実質実効為替相場(REER)の強弱関係に着目してきた。過去 3 年に亘る円安相場の調整(≒円高)は順調に進行しているが、未だその幅は十分とは言えないのが実状。片や、ドルに関しては、FRB が利上げに固執していることも手伝い、ドル高相場の調整(≒ドル安)が進んでいない。現状の REER の強弱関係を見る限り、急速に進んだドル高に対する調整不足、言い換えれば「ドル安不足」を懸念せざるを得ない。こうしたドル安への調整が進む過程で一体、どの通貨が最も通貨高の按分を押しつけられるのかが注目されるが、経験則に従えば、それは円であることが多い。なお、円の REER が長期平均(過去 20 年平均)へ回帰するとした場合、95 円程度までの調整は視野に入りたいところ。

～観測報道に振らされる相場～

昨日の為替相場では円売り優勢の時間帯が目立った。昨日の日本経済新聞一面を筆頭に来週 21 日の日銀金融政策決定会合における追加緩和観測を報じる向きが相次いでおり、ドル/円相場は振れを伴いながらも堅調に推移している。同会合のプレビューに関しては昨日の本欄¹で論じた通りだが、今回は検証結果の公表という位置付けに止める可能性が高いと予想したい。もちろん、イールドカーブのスティープ化を促すにあたって、それが緩和縮小と受け止められ円高が進行する恐れもあるため、これをオフセットするためのマイナス金利深堀りという芽は残る。だが、「そもそもそれでオフセットできるのか」という根本的疑問は拭えず、コストの方が大きいと考えたい。

～G4 通貨の立ち位置～

総括的検証の結果として下される政策決定に関しては様々な議論が錯綜しているが、上述したように結局は円相場次第という印象は拭えず、裏を返せばドル相場次第という側面が否めない。しかし、ドル相場に関しては依然として「ドル安余地」を相当残しているのが現状であり、日銀がどのような政策(除く外債購入)を打っても、そのドル安の波を押し返すのは困難な情勢と見受けられる。筆者は為替相場見通しの大



枠として、G4 通貨(ドル、ユーロ、円、人民元)の実質実効為替相場(REER)の強弱関係に着目し

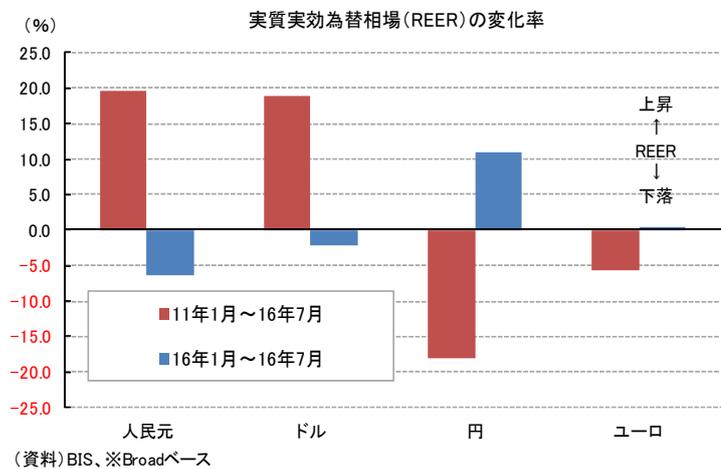
¹ 本欄 2016年9月14日号『日銀会合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～』をご参照下さい。

てきた。過去 5 年の世界の為替相場において最も通貨高の按分を負担してきたのがドルとそれにペッグしてきた人民元であり、その裏で最も通貨安の恩恵を享受してきたのが円とユーロであったという事実は見通しを作成する上で大きなヒントとなる。具体的には、2011 年を起点とすると、2015 年半ばまでの間に人民元は約+30%、ドルは約+20%上昇してきた一方、円は約▲30%、ユーロは約▲10%下落してきた。もちろん、最も円高が進んでいた 2011 年を起点としているため、変化率の絶対値自体に大きな意味を見出すのは危険である。とはいえ、過去 5 年間における為替相場の主要テーマがドル相場の上昇もしくは円相場の下落にあったことは間違いない。なお、図示されるように、実際に為替相場が大きく動き始めたのは 2013 年であり、過去 3 年間という括りで見てもイメージは変わらない(アベノミクス以前からの変遷を辿るという意味で、過去 5 年間に設定したに過ぎない)。

重要なポイントは、変動相場制を採用している以上、REER が一方向に傾き続けることは有り得ないということである。昨年 6 月に最大限まで拡大した 4 通貨の格差は今年に入ってから急速に縮小している。なお、中国は完全な変動相場制ではないが、結局は長年ドルにペッグする形で人工的に一方向の動きを演出してきたツケが昨年 8 月に清算を迫られ、変動相場制(≡市場の意思)に従った値動きを強いられたのは周知の通りである。だが、前頁図を見ても分かるように、ドル相場は 2014 年半ばから急騰した後、今年 1~4 月こそ下落基調に入ったかに見えたが、その後反転、上昇し始めており、一方向の動きは未だ本格的な調整を迎えていない。これはひとえに FRB が利上げに固執している結果であり、筆者がこうしたドル高の動きを持続的ではないと見ていることは、これまでの本欄で繰り返し論じてきた通りである。

～懸念される「ドル安不足」～

年初来の為替相場は非常に激しい動きに晒されている印象が持たれやすいが、REER で見れば、大きく動いているのは円と人民元くらいであり、ドルとユーロは大して従前の調整が進んでいるようには見えない。直近データが明らかになっている今年 7 月時点について、2011 年 1 月からの変化率を見ると(図中赤グラフ)、ドルは約+20%上昇、人民元は約+20%上昇となっている一方、円は約▲20%下落、ユーロは約▲5%

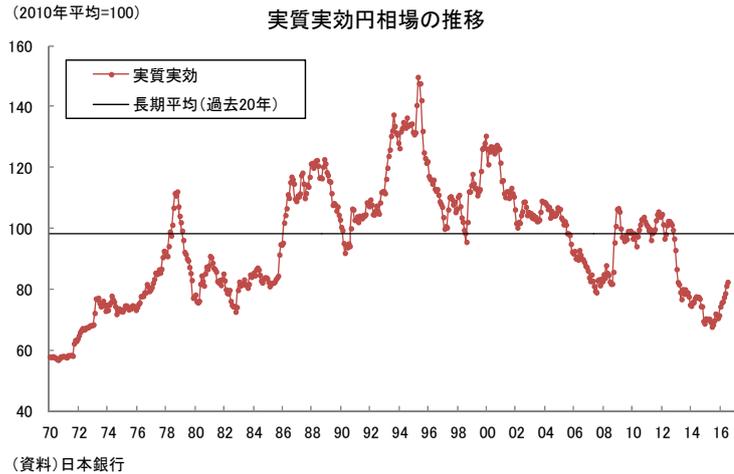


下落となっている。その上で、今年に入ってから発生した調整(図中の青グラフ)を重ね見ると、円は約+10%、人民元は約▲6%と相応の幅で調整が進んでいることが分かるが、ユーロはほぼ横這い、ドルは約▲2%しか下落していない。こうした調整状況や前頁図から懸念すべき含意は、急速に進んだドル高に対する調整不足、言い換えれば「ドル安不足」ではないだろうか。

～95 円までの調整は視野に入る～

上述の議論を踏まえれば、REER に関し、依然として円は上昇余地、ドルは下落余地を残している

ことになる。なお、円のREERは昨年6月には1972年9月以来の水準まで下落していたものの、今年7月時点では2013年1月以来、つまり黒田日銀発足前の水準にまで戻している。長期平均(過去20年平均)から乖離は約▲5%まで縮小しており、仮に7月末のドル/円相場(102円付近)がこの幅で調整するとすれば、97円程度までの下落は想定される(これは8月31日発行の『中期為替相場見通し』で



示した2016年の予想レンジ下限と一致するイメージである)。得てしてオーバーシュートしやすい為替相場の性質を踏まえれば、95円までの調整は視野に入るだろう。

過去3年に亘る円安相場の調整は順調に進行しているが、未だその幅は十分とは言えないのが実状だろう。フェアバリューの特定が難しい為替相場では「適切な調整幅」を見出すことも難しい。しかし、そうだとすると、これまでのドル高相場の震度に照らせば、ドル安への揺り戻しは明らかに不十分であるように思えてならない。これはFRBが利上げを諦めず、少しでもドル相場が下落すれば、タカ派化し、「米金利上昇→ドル相場上昇」という相場を形成してきた結果である。だが、今のFRBが望んでいるのは金融政策の正常化であって、具体的には将来のための「利下げ余地」である。そこで生じる副作用たるドル高は全く望まれておらず、これは米財務省に代表される米政治も同様の考えと推測される。

この点が、国策としてドル高を演出していた1980年代前半や1990年代後半に見られたドル高との大きな違いである。当時は「ドル防衛」ないし「強いドルは国益」など、大手を振るってドル高を受け入れる度量が米国にはあった。今の米国にとってドル高は重石でしかなく、その副作用を際限なく受け入れることは有り得ないだろう。いずれにしても、REERベースで見たドル安余地が未だ大きく残っているようなことは念頭に置きたい材料であり、これが調整される過程で一体、どの通貨が最も通貨高の按分を押しつけられるのかが注目される。経験則に従えば、それは円であることが多い。

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。

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/esson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月14日	日銀金合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総合的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマホ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしたいために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和とリスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≠ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のディス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～