

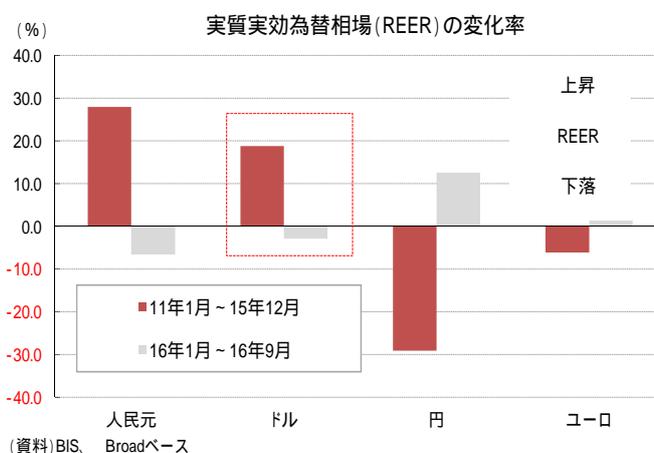
みずほマーケット・トピック(2016年10月27日)

ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～

筆者が現時点で想定している 2017 年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」であり、2016 年はその発端となる年、言い換えれば「ドル高の相場の終わりの始まりの年」だったと位置づけている。日本人の目線からすれば、年初 20 円超の円高・ドル安が進んだため、大分調整が進んだように感じるかもしれないが、それは円単体の話であって、主要通貨に対するドル安は実は大して進んでいない。例えば、ドルの名目実効為替相場(NEER)の構成通貨に着目した場合、1～9月で 2.7%の下落だったが、その半分が対円で下落(=円高)でもたらされた。しかし、そうした下落は対英ポンド、メキシコペソ、人民元での上昇に掻き消されており、その結果、ドル相場全体の下落が進まず、2017 年への調整余地を残すという構図になっている。もちろん、「円は十分上昇したのだから、ドル相場全体が今後下落しても、円高は限定的」という考え方もあり得るが、「ドル相場が下がるのならば円相場は上がる」というのがこれまでの経験則。

～2017年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」～

昨日の本欄では、現時点でのメインシナリオに対するリスク要因(円安リスク)を提示したが、基本的に筆者は現在のメインシナリオ(2017年でも円高・ドル安続行)にさほど不安は抱いていない。筆者が現時点で想定している 2017 年のテーマは「ドル高相場の巻き戻し本格化」であり、2016 年はその発端となる年、言い換えれば「ドル高の相場の終わりの始まりの年」だったのではないかと位置づけている。実質実効為替相場(REER)を尺



度とした場合、年初までの過去5年でドルは約+20%上昇したが、年初から足許(～9月)の下落幅は約3%に過ぎない(図)。日本人の目線からすれば、年初20円超の円高・ドル安が進んだため、大分調整が進んだように感じるかもしれないが、それは円単体の話であって、主要通貨に対するドル安は実は大して進んでいない。

～帳消しにされた円高相場～

こうした議論は、REERよりも名目ベース且つ具体的な通貨ペアで見た方がもっとイメージが沸くかもしれない。まず、ドルの名目実効為替相場(NEER)に関し、年初来(2016年1月～2016年9月)の変化率を見ると2.7%下落している。これに関し、NEERを構成する高ウェイト通貨について、2通貨ペアの変化率及び寄与度を見たものが次頁表となる。対ドルで上昇した通貨のトップは円で

あり、+16.2%上昇し、NEER の下落幅全体に対しては寄与度 1.3%ポイントとなっている。これはつまり、今年に入ってからドル安の半分が円高の寄与という話である。こうした円に続いて、カナダドルが+5.6%で寄与度 0.7%ポイント、ユーロが+2.7%で寄与度 0.5%ポイントとなっている。片や、対ドルで下落した通貨のトップは英ポンドであり 10.8%で寄与度 +0.3%ポイントだった。これにメキシコペソの8.4%で寄与度+1.0%ポイント、人民元の2.8%で寄与度+0.6%ポイントが続いている。これらの寄与度を見れば分かるように、ドルの対円、対カナダドルでの下落分は、対英ポンド、対メキシコペソ、対人民元の上昇分で完全に掻き消

16年1月～9月のドルのNEER変化率と寄与度

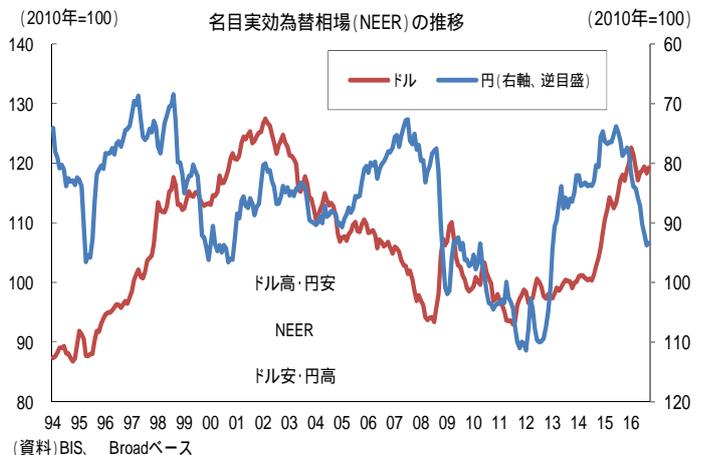
国名	シェア	16年1～9月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-2.8	0.6
ユーロ圏	16.6	2.7	-0.5
カナダ	12.9	5.6	-0.7
メキシコ	12.5	-8.4	1.0
日本	8.0	16.2	-1.3
韓国	3.6	5.2	-0.2
台湾	2.2	3.8	-0.1
スイス	1.5	1.9	-0.0
英国	3.1	-10.8	0.3
その他(残差)	39.6	-	-1.4
16年1月～9月のNEER	-	-2.7	-2.7

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。
通貨変化率は15年12月31日～16年8月31日

されており、その結果、ドル相場全体の下落が進まず、2017年への調整余地を残すという構図になっている。ドル安が進まない最大の理由はFRBの利上げへの固執だが、他にも英国のEU離脱(Brexit)や中国の人民元切り下げの影響も大きいことが分かる。

～ドル安下での円安はあり得るのか？～

もちろん、「円は十分上昇したのだから、ドル相場全体が今後下落しても、円高は限定的」という考え方もあるかもしれない。その可能性はないとは言えない。実際、ファンダメンタルズ(経常収支や実質金利等)に照らして、本来もっと上昇しなければならない通貨は円ではなくてユーロだろう。だが、為替市場の参加者がよく承知しているように、ドル相場全体が下がる中で円相場全体も下がるという局面は非常に稀である。実際、ドルと円のNEERは



逆相関の関係を持ってきた印象は強い(図)。「ユーロフォリア(ユーロの熱狂)」と呼ばれたユーロ相場全盛の時代に、円キャリー取引と共にドルキャリー取引も隆盛を極めた2005～07年の時代を除けば、「ドル相場が下がるのならば円相場は上がる」というのがこれまでの経験則である。いち早く円高が進んだからと言って、ドル相場の調整が進んでいない以上、もうこれで十分という話には残念ながらもなりそうにないというのが筆者の2017年に対する率直な思いである。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にととのてのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「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年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦略」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	「空気を讀まない」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	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「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」にしないために～)
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 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」と言う勇気と奇襲の「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は現状維持を賣けるか～戻らないIHICP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「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～)