

みずほマーケット・トピック(2016 年 12 月 27 日)

本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で
最終号となります。本年もご愛読有難うございました。
来年も何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

2017 年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～

2017 年に鍵となる通貨があるとすれば、現時点で既に一方的な動きを示しており、しかもそれが米国の通貨政策にとって障害となりそうな通貨だろう。結論から言えば、メキシコペソ及び人民元の動きには注目。現在、ドル相場を名目実効為替相場で見た場合、約 14 年ぶりのドル高にあるが、その原動力となっているのがそれらの 2 通貨である。裏を返せば、この 2 通貨に対しドル安が進まないのならば、米国の通貨政策にとって意味のある調整にはなるまい。なお、円安に関し、黒田日銀総裁は「別に驚くような水準とは思わない」と述べたが、「驚くような水準」ではないのはあくまでも円から見た場合の評価であって、ドル相場自体は相応に高いという視点は重要。一国の国際競争力が最終的には 2 通貨ペアではなく、実効ベースによって評価される以上、「2 年前の 120 円」と「現在の 120 円」では米国にとっての意味が必ずしも同じではない。2017 年の為替相場を見通す勘所を一言で挙げるとすれば、「2 通貨ペアに拘らず、実効ベースで複眼的にドル相場を評価すべき」という点が重要になってくるのではないだろうか。

～2016 年を振り返る～

年内最後となる本欄では簡単に今年の経済・金融・政治を振り返った上で、来年の為替相場を見通す上で鍵となりそうな考え方を提示しておきたい。今年を時系列で振り返れば、人民元の切り下げ(1 月)、原油価格の急落(1～2 月)、日銀のマイナス金利導入(1 月)、英国の EU 離脱(Brexit)方針決定(6 月)、日銀の長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)導入(9 月)、トランプ次期大統領誕生(11 月)などが代表的なキーワードとなった。このうち 9 月の長短金利操作付き QQE は 1 月のマイナス金利導入という失策の尻拭いであり、日銀にとっては「誤算の象徴」でもあった感が強い。だが、「量」との決別が緩やかに進んでいること自体は日銀にとって悪い話ではない。

国際金融市場にとってはやはり Brexit 方針決定とトランプ次期大統領誕生の 2 つが突出して記憶に残る出来事であり、2017 年はこの経過をチェックする位置付けとも言える。両者のイベントが英米という新自由主義の総本山で発生しただけに、巷の「新自由主義の終わりの始まり」との解釈は相応に説得力を帯びるものである。また、同時に、Brexit に関しては「欧州統合の挫折」という文脈でも捉えられており、「EU の終わりの始まり」との形容も頻繁に目にするようになった。とすれば、2017 年も、最終的な結果はどうあれ、ドイツ、フランス、イタリア、オランダなどの国政選挙で同様のうねりが確認されるかどうか市場の注目点となろう。

～狙い撃ちにされるとしたらメキシコペソと人民元～

こうした経緯を踏まえれば、大国における政治リスクを念頭に置き、2017 年に台風の目となる通貨としてユーロに注目すべきかどうかという話になる。ユーロ/ドル相場がパリティを割り込み、史上最安値を狙うような展開になる可能性は決して否定できるものではない。しかし、2017 年に鍵となる通貨

があるとするれば、現時点で既に一方的な動きを示しており、しかもそれが米国の通貨政策にとって障害となりそうな通貨だろう。その意味でユーロより注目すべき通貨は他にもある。

本欄では繰り返し述べているように、ドル相場を実効ベースで見れば既に歴史的な高水準に達しており、しかも過去 2 年半は一方的に動いてきた経緯がある。トランプ次期大統領が何らかの形で自身を支持してくれた製造業の労働者層に報いる必要があるとした場合、それは①保護主義的政策(高関税や非関税障壁等)の導入か②自国通貨の低め誘導によって図られることになるだろう。だが、損得勘定に敏感と言われるトランプ次期大統領が誰も得しないであろう①の選択肢を本当に取るのかは定かではなく、やはり基軸通貨国としては②の選択肢を狙いに行く公算が大きく、それが最もたやすいように思われる。

その際、最も標的になり得る通貨としては何が考えられるか。現在、ドル相場を名目実効為替相場(BIS、ブロードベース)で見た場合、約 14 年ぶりのドル高にあるわけだが、その原動力となっているのがメキシコペソと人民元の下落によってもたらされたものである(図)。共に、トランプ次期大統領の保護主義的な言動の標的となってきた通貨であることを踏まえれば、今後ドル相場が下落した際、最も上昇圧力を被る通貨として注目すべきだろう(メキシコペソは過去 2 年半の間に対ドルで約▲60%も下落している。普通に考えても調整余地は極めて大きい)。裏を返せば、これらの通貨に対しドル安が進まないのなら、米国の通貨政策にとって意味のある動きにはなるまい。

もちろん、メキシコペソや人民元ほどではないにしろ、ユーロも今年のドル高をもたらした通貨の 1 つであることには変わりはない。冴えない物価に基づく高めの実質金利や世界最大の経常黒字など、本来の地力を踏まえれば、やはり反騰を警戒する筋合いはある。

～「驚くような水準ではない」は独り善がり～

円に関しては、どう考えるべきか。黒田日銀総裁は先週 20 日の金融政策決定会合後の記者会見で「別に驚くような水準とは思わない」と半ば円安を容認する発言をしているが、上述した実効ドル相場の議論を踏まえれば、驚くような水準ではないのはあくまでも円から見た場合の独り善がりな評価であって、ドル相場自体は相応に高い水準に至っているという視点

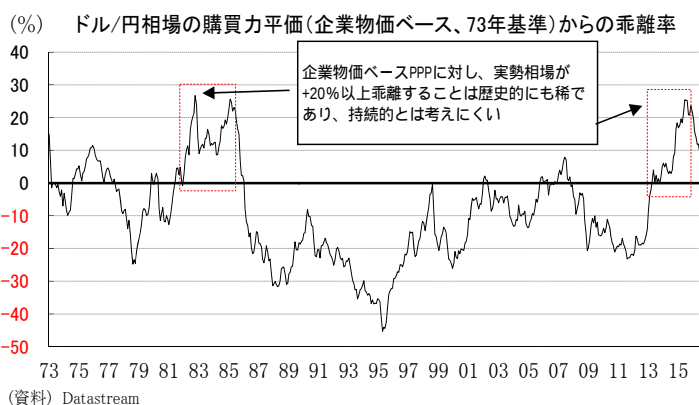
を持ちたい。一国の国際競争力が最終的には 2 通貨ペアではなく、実効ベースによって評価される以上、「2 年前の 120 円」と「現在の 120 円」では米国にとっての意味が必ずしも同じではないこと

16年1月～11月のドルのNEER変化率と寄与度

国名	シェア	16年1～11月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	-5.7	1.2
ユーロ圏	16.6	-2.5	0.4
カナダ	12.9	3.0	-0.4
メキシコ	12.5	-16.4	2.0
日本	8.0	5.0	-0.4
韓国	3.6	0.3	-0.0
台湾	2.2	3.3	-0.1
スイス	1.5	-1.5	0.0
英国	3.1	-15.1	0.5
その他(残差)	39.6	-	-2.6
16年1月～11月のNEER	-	0.7	0.7

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。

通貨変化率は15年12月31日～16年11月30日



は留意すべきだろう。また、本欄では繰り返し論じているように、そもそも 120 円以上の円安・ドル高水準は購買力平価 (PPP) に照らして +20% 以上の上方乖離であり、歴史的に見れば持続性がかなり疑われる領域に入ってくる (前頁図)。今後、120 円以上に入ってくる可能性を完全に排除するつもりはないが、そのような水準は中長期的には「持たない」との認識を持ち、売り買いを意識することが最終的には報われると考えたい。

なお、本日の日本経済新聞朝刊一面において菅官房長官が「経済・金融政策で力を入れるものは」と問われ、「為替に関しては (トランプ相場で) 黙って (円安に) なったといわれるが私たちが為替の危機管理をちゃんとやっているからだ」、「私たちの為替への意識は強く、中途半端な決断ではない」と回答している。具体的な危機管理に関しては「そこは色々」と明言を避けているが、つくづく日本の経済政策にとって為替が重要な説明変数になっていると感じさせる一コマである。実際、株価を念頭に置けば、為替の危機管理が重要であることは論を待たない。とはいえ、仮に基軸通貨を司るトランプ次期大統領が明確にドル相場の方向感に関し「高い」と口にすれば、円を含めたあらゆる通貨が巻き戻しを迫られる可能性は残念ながら高い。それが変動相場制の本質だろう。

～実効ベースで複眼的に～

上述してきたように、2017 年の米国が最も気になけそうな通貨はメキシコペソ及び人民元であり、仮に昨日の本欄¹で述べたような第二次プラザ合意的な国際協調がなされるにしても、この 2 通貨を十分に巻き込んだ措置が検討されることになる。1985 年 9 月のプラザ合意では日本及びドイツが標的となったが、約 30 年が経過し、それがメキシコと中国に変わったということである。

とはいえ、本欄でも断続的に議論しているように、ドイツ率いるユーロ圏の経常黒字が看過され続けるのも難しいと考えられ、遠くない将来にその調整を余儀なくされるはずである。実際、2016 年に開催された G7/G20 を振り返ってみれば、「ドイツを如何に説得できるか」という文脈で解説が行われることが多かった。既に見たように、ユーロは実効ベースでもドル高に寄与する一因となっており、米国が是正を求める筋合いはある。そのような中で円に関しては、これまで突出して対ドルで買われていた分、過去 2 か月で約 17 円も円安・ドル高が進んだ。だが、既に円以外の通貨における対ドルでの下落余地が限定されつつある以上、円だけが下がり続ける展開が果たして現実的なかを考える局面に入ってきているように思われる。2017 年の為替相場を見通す勘所を敢えて一言で挙げるとすれば、「2 通貨ペアに拘らず、実効ベースで複眼的にドル相場を評価すべき」という点が重要になってくるように思われる。

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。

¹ 本欄 2016 年 12 月 26 日号『2017 年のブラックスワンはどこに現れるのか?』をご参照下さい。

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.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12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～ 避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
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～
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のテーパリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつ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	ブレイナード講演を終えて～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～注目はバロメーター修正の「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	明らかに始まった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～