

みずほマーケット・トピック(2017年5月22日)

ドル相場の現状認識～4月分 REER の公表を受けて～

国際決済銀行(BIS)から4月分の実質実効為替相場(REER)が公表されているので、これを機にドル相場について今一度、現状認識をしておきたい。本欄では「REER ベースで見た過剰なドル高ないし円安相場」を問題視し、ドル/円相場はこの歪(ひずみ)の調整を経験せざるを得ないとの基本認識を示してきた。その思いは今でも不変である。2012年1月から2016年12月までの5年間でドルのREERは+22.5%上昇した一方、円のREERは27.5%下落した。こうした偏った相場が2017年に入りどの程度調整したのかといえば、最新である4月分までドルは2.6%、円は+2.8%調整が進んだ程度。ドルはかなり高く、円はかなり低い状態で迎えた新年度であるという現状認識は忘れるべきではない。また、過去2回のドル高局面と比べても、ドル高のペースはかなり速い。時の指導者とその政権の通貨・通商政策の状況に照らせば、今次ドル高局面は「十分長く続いているし、十分高い所まで来ている」というのが筆者の現状認識。

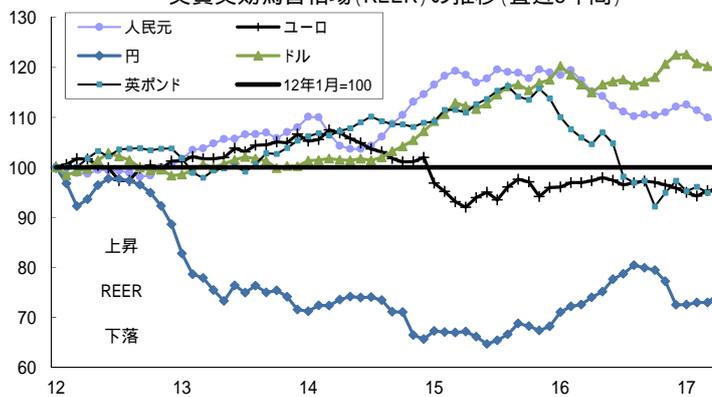
～ドル相場の調整はまだ始まったばかり～

先週1週間でドルインデックスは2%以上下落しており、ドル相場の水準が一段切り下がった状態で週明けを迎えている。なお、先週19日にはブラッド・セントルイス連銀総裁が講演で「FOMCが想定する政策金利の軌道は積極的過ぎることを示唆している可能性がある」と述べ、最近の名目金利やインフレ期待の軟化を受けて自信を喪失し始めている様子を見せているが、このような機運は今後広がっていく可能性があるだろう。過去にも論じたように、市場予想を下回る経済指標が相次ぐ中、利上げの回数を重ね、バランスシートの縮小にまで着手しようという現在のFRBの姿勢は明らかに性急である。トランプ米大統領弾劾という極端なシナリオまで織り込む必要性は低いだが、当面、経済政策どころではないという事実は市場にとって重い。FRBの正常化が止まり、拡張財政にも期待出来ないのであれば、ドル相場の調整はまだ始まったばかりではないか。

～ドル相場の現状認識～

先週17日には国際決済銀行(BIS)から4月分の実質実効為替相場(REER)が公表されているので、これを機にドル相場の現状認識を今一度しておきたい。常々、本欄や『中期為替相場見通し』では「REER ベースで見た過剰なドル高ないし円安相場」を問題視し、ドル/円相場はこの歪(ひずみ)の調整を経験せざるを得ないとの基本認識

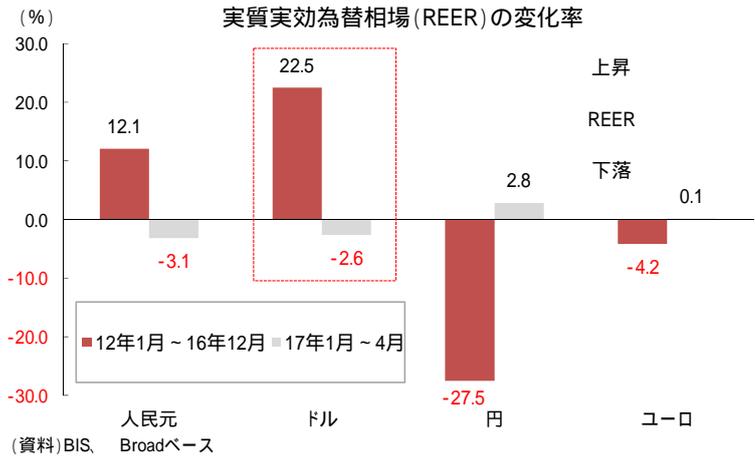
(12年1月=100) 実質実効為替相場(REER)の推移(直近5年間)



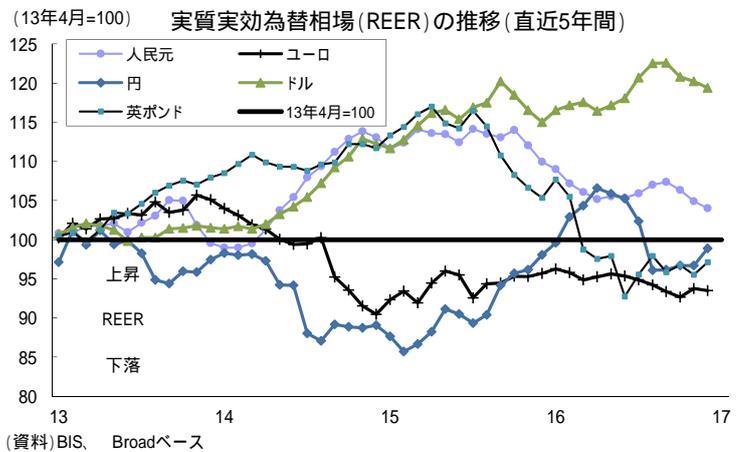
(資料) BIS, Broadベース

を示してきた。前頁図は2012年1月以降の過去5年間に、主要通貨の動きを見たものである。ゼロサムゲームである変動為替相場の世界において、通貨高の按分は誰かが引き受けなければならない。この点、過去5年において世界の通貨高の按分を最も引き受けてきたのがドルおよびそれに追随してきた人民元だったことは一目瞭然である。一方、その裏側で最も通貨安の恩恵を受けてきたのは円であった。『中期為替相場見通し』において円安予想から円高予想に転じたのは2015年6月だが、これは正にドルと円のREERの格差が最大まで拡大していたタイミングだった。その時と比較すれば歪は解消に向かっている様子が窺えるが、まだ十分とは言えない。

前頁図について具体的な変化率で表現し直したものが右図となる。2012年1月から2016年12月までの間の5年間でドルのREERは+22.5%上昇した一方、円のREERは27.5%下落している。こうした偏った相場が2017年に入りどの程度調整したのかといえば、最新である4月分まででドルは2.6%、円は+2.8%調整が進んだ程度である。ドルはかなり高く、円はかなり低い状態で迎えた新年度であるという現状認識は忘れるべきではない。



ちなみに、2012年1月という円高局面(1ドル70円台)を起点にすることがフェアではないという意見はあるかもしれない。だが、アベノミクスとともに円安・ドル高が加速した2012年11月や量的・質的金融緩和(QQE)が導入された2013年4月に起点を変えてみても大きくイメージが変わる話ではない。参考までに右図は2013年4月を起点としたものである。円相場に関しては円安、円高の動きが一巡した印象を受けるものの、偏ったドル高相場に対する印象も全く変わるものではない。今後、ドル高相場の調整は必至と予想される以上、円相場もその余波から免れるのは難しいと考えるべきだろう。フェアバリューの無い為替相場の世界において、どこを起点にしても議論の余地はある。ここではキリの良いところで過去5年としているに過ぎない。



～ 予想は半分当たり、半分はずれ～

『中期為替相場見通し』では2015年6月以降の過去2年間、ドル高・円安局面の終焉をテーマにしており、論理構成も大きく変えていない。こうした予想は半分当たったが、半分はずれてきた。当たった半分は円安局面の終焉であり、実際に2015年6月10日につけた125.86円はそれ以降二度と超えることが出来ていない。2015年6月の円のREERは実に1982年11月以来、約33年

ぶりの円安水準であり、明らかに持続可能性が疑われる状況にあった。円高への反転を予想すること自体、それほど難しいことだったとは言えない。一方、上で見たように、ドル高局面の終焉は現段階においても訪れておらず、この点は筆者の見通しがはずれている。より正確には 2016 年を境に「ドル高の継続」は止まったが、「ドル高の反転」までは始まっておらず、この点が筆者のイメージとは大分異なる。本来、前掲図で示した主要通貨の REER に関し、2015 年 6 月にかけて「ワニの口」のように広がった後は全ての通貨が起点 (100) に向けて収束するイメージを持っていた。確かに円の REER はそうだったが、ドルは依然高止まりしている。

～ドル高のペースも歴史的な速さ～

こうした歪んだ REER の背景には正常化に拘る FRB の姿勢があることは言うまでもない。冒頭でも述べたように、現状の FOMC のタカ派スタンスが实体经济と平仄が合っているとは思えず、もっぱら

過去の大規模なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (A、%)	年数 (B)	年間上昇ペース (A ÷ B、%pts)
1978年～1985年	34	7.0	4.9
1995年～2002年	24	7.0	3.4
2014年～2016年	22	3.0	7.2

(資料)FRB、スタート年の12月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。

「やれるときにやっておきたい」という糊代論に基づいている印象が否めない。このままいけば米経済のオーバーキルを懸念することになるというのが筆者の基本認識である。とはいえ、現実問題として機関投資家や事業法人などの市場参加者からすれば「FRB がタカ派色を取り下げない状況でドル売りはしにくい」という思いがあることも良く分かる。その思いが調整の進まないドルの REER に現れているのだろう。しかし、物価動向も加味した REER が 5 年以上にわたって一方向に変化し続けている現状にはやはり居心地の悪さを覚える。表は過去 2 回のドル高局面に関し、REER の変化率を見たものである。過去 2 回 (1978～85 年、1995～2002 年) のドル高局面について見ると、ともに約 7 年間続き、それぞれ+34%と+24%ほど上昇した。片や、今次ドル高局面に関し、2014～2016 年の 3 年間を取ってみれば REER は+22%上昇している。非常にラフなイメージとして年間の上昇ペースに均して見れば、過去 2 回は年+3～5%ポイント程度のペースだったが、今回は+7%ポイント程度のペースになる。ドル高のペースは歴史的に見てもかなり速いという印象はある。

さらに言えば、過去 2 回のドル高局面はそもそも国策としてドル高を志向していた時代であり、現在のような「正直言って低金利が好きだ」、「ドルは高過ぎる」といった思想の持ち主が大統領だったわけではない。時の指導者とその政権の通貨・通商政策の状況に照らせば、今次ドル高局面は「十分長く続いているし、十分高い所まで来ている」というのが筆者の現状認識である。

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
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イェレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
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～「熱する前に冷やす」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	トランプノミクスと米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
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～)