

## みずほマーケット・トピック(2017年8月1日)

## 実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～

本欄が予想の主軸としてきたドル安シナリオが現実となりつつある中、実効相場で見ると、どの通貨に対してどの程度のドル安が発生しているのかを把握しておきたい。2012年1月から2016年12月までの5年間に於いてドルの名目実効為替相場(NEER)は+27.6%上昇したが、この半分(+12.3%ポイント)が中国、日本、ドイツ(ここではユーロ圏)、メキシコの4か国の通貨によりもたらされている。一方、2017年1～6月のNEERの下落幅は4.3%であり、過去5年間の騰勢を踏まえればまだ調整の途上というのが筆者の基本認識。現状の調整状況を通貨別に整理すると、史上最安値からの反騰が大きいメキシコペソの寄与度が2.1%ポイントと年初来のNEER下落の半分を占める。ユーロやメキシコペソがドル安の受け皿となれなくなった場合、その役割はまだ小さな調整にとどまっており、購買力平価の上でも過剰な円安・ドル高が示唆されている円に回ってくる可能性は高いと考えたい。

## ～やはり無理だった「円安・ドル安」の共存～

昨日の為替市場はドル全面安の展開。トランプ政権は10日前に就任したばかりのスカラムチ広報部長の解任を発表。混迷を極める米政治情勢を受けてドルを手放す流れは強まり、ドルインデックスは遂に93を割り込み、昨年6月24日以来の安値をつけている。ドル売りの相手方は基本的にはユーロであり、ユーロ/ドルは一時1.1845まで上昇している。だが、こうした相場ではやはりドル/円も下落を回避することが難しく、本日東京時間には110円割れを臨む直近安値圏で推移している。6月以降、本欄で繰り返し述べてきたように、やはり「円安・ドル安」の共存は無理そうである。

## ～過去5年のドル高を支えたのは・・・～

本欄が予想の主軸としてきたドル安シナリオが現実となりつつある中、実効相場で見ると、どの通貨に対してどの程度のドル安が発生しているのかを把握しておきたい。2012年1月から2016年12月までの5年間に於いてドルは独歩高を見せたが、2017年1月以降はその巻き戻しが始まっているという位置付けである。

まず、ドルの名目実効為替相場(NEER)に関し、2012年1月からの5年間における各通貨の対ドル変化率とNEERへの寄与度を見たものが右表となる。5年間でドルのNEERは+27.6%上昇しており、あらゆる通貨に対して

2012年1月～2016年12月のドルの名目実効為替相場(NEER)

国名	シェア	12年1月～16年12月のドル vs. 各通貨(%)	寄与度(%pts)
中国	21.7	-9.3	2.0
ユーロ圏	16.6	-19.4	3.2
カナダ	12.9	-24.8	3.2
メキシコ	12.5	-34.2	4.3
日本	8.0	-34.4	2.7
韓国	3.6	-4.7	0.2
台湾	2.2	-6.1	0.1
スイス	1.5	-8.5	0.1
英国	3.1	-21.2	0.6
その他(残差)	17.9	-	11.1
12年1月～16年12月のドルNEER	-	27.6	27.6

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。  
通貨変化率は12年1月3日～16年12月30日

満遍なく大幅に上昇している。対米貿易黒字の大きさからトランプ政権が目の敵にする中国、日本、ドイツ(ここではユーロ圏)、メキシコの4か国合計では+27.6%のうち+12.3%ポイントと約半分を占める。トランプ政権がドル高を是正したいのであれば、この4か国に対してドルの低め誘導を果たすことが必要となる。なお、ドル高に最も大きな寄与を果たしたメキシコとの間で北米自由貿易協定(NAFTA)における為替条項導入を巡って対立が報じられているのは象徴的な出来事である。

～2017年上半期の調整状況～

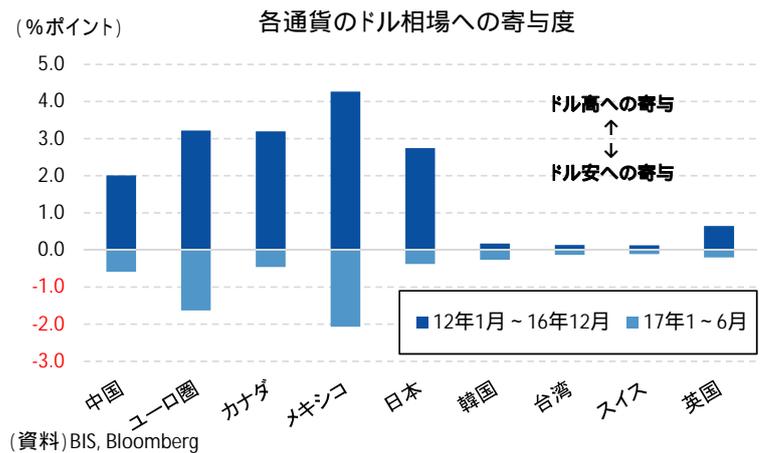
一方、右表は2017年1月以降のNEERである。打って変わって、あらゆる通貨に対して満遍なく下落している。年初から6月までのNEERの下落幅は▲4.3%であり、過去5年間の一方的な騰勢を踏まえればまだ調整の途上というのが筆者の基本認識であり、その意味で本欄のメインシナリオはまだ始まったばかりとも言える。現状の調整状況を通貨別に整理すると、史上最安値からの反騰が大きいメキシコペソの寄与度が▲2.1%ポイントと年初来のNEER下落の半分を占める。これに次ぐのがユーロで▲1.6%ポイントだが、7月に入ってからユーロ/ドルの急伸を踏まえれば、年初来のドル安をけん引した主役はユーロに変わっているかもしれない。なお、上述したように、メキシコペソとユーロは過去5年間のドル安に対して最も寄与度が大きかった通貨と2番目に寄与度が大きかった通貨であるため、ひととき大きな調整が生じるのも自然である。

2017年1～6月のドルの名目実効為替相場(NEER)

国名	シェア	17年1～6月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	21.7	2.7	-0.6
ユーロ圏	16.6	9.8	-1.6
カナダ	12.9	3.6	-0.5
メキシコ	12.5	16.5	-2.1
日本	8.0	4.8	-0.4
韓国	3.6	7.5	-0.3
台湾	2.2	6.0	-0.1
スイス	1.5	7.3	-0.1
英国	3.1	6.4	-0.2
その他(残差)	17.9	-	1.5
17年1月～17年6月のドルNEER	-	-4.3	-4.3

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。通貨変化率は17年1月31日～17年6月30日

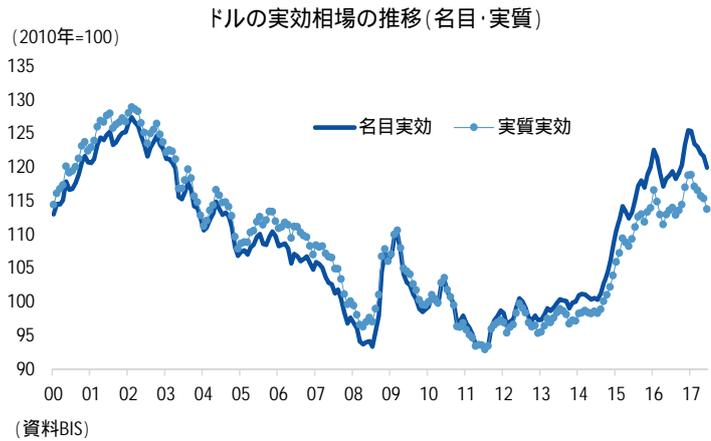
片や、人民元は▲0.6%ポイント、円は▲0.4%ポイントであり、調整は限定的である。人為的に為替相場を管理している人民元はまだしも、円の調整は今少し深いものになっても不思議ではないのではないか。もちろん、2012年1月は超円高(1ドル77円前後)であっただけに、過去5年間の対ドルでの下落幅(▲34.4%)はある程度、割り引いて考える必要はある。だが、本欄でも繰り返し指摘して



いるように、そもそも110円以上という水準が企業物価ベース購買力平価(1973年基準)から+10%以上の上方乖離であり、歴史的には希少な状況という認識も踏まえ、総合的に考えたい。なお、上述のようなドル相場への寄与度の議論を一枚の図にしてみると、上図のようなイメージになる。一瞥して、全体的にまだドル高相場への「振れ」が解消されたような印象は持てない。

～NEERとREERの乖離について～

また、近年のNEERを見ると、実質実効為替相場(REER)との乖離が目立ってきたという特徴もある。ドル高が軌道に乗り始めた2015年以降、NEERはREERよりも加速してきた様子が窺える。これは何を意味するのか。本来、名目相場が内外物価格差も織り込みながら、購買力平価に沿って推移するならばREERとNEERは類似の動きをすることが想定される。もちろん、現実世界では一物一価が徹底



されているわけではないため両者の乖離は生じるものだが、2000年以降のドルのNEERとREERを見る限り、それほど両者が離れたことはない。現状、離れてしまっている原因はどこにあるのか。

ひとえに冴えない物価情勢が原因である。2015年以降のドル高がFRBによる「孤高の正常化」でもたらされたことは周知の通りだが、物価情勢がそうした政策運営を裏付けてきたわけではなかった。例えばコアPCEデフレーターは5年前から衰えている。具体的には、2012年平均は+1.9%であったのに対し、2016年平均は+1.7%、2017年上半期平均は+1.6%であり、むしろ減速している。この間、FRBのトークに乗じて名目相場(NEER)でのドル高が進んだものの、物価が低迷しているため実質相場(REER)ではドル高がさほど進まなかったのである。両者の乖離は①これから物価が上がってくる(REERがNEERに追いつく)か、②ドルの名目相場が下がってくる(NEERがREERに追いつく)かのどちらかで解消されるが、現状を見る限り、②の可能性は高そうである。

～ドル安の受け皿は変わっていく～

今後もドルのNEERが下落すると考えた場合、そのけん引役はどの通貨になるのか。既に見てきた通り、年初来ではメキシコペソとユーロがドル安を主導してきた。だが、ユーロに関して言えば、これほどのユーロ高に全加盟国が耐え続けるという想定は現実的ではなく、どこかで音を上げる国は現れるだろう。また、元より低いユーロ圏消費者物価指数(HICP)はさらに下押しされるという副作用も不安視される。こうした現実を前にECBがどのような政策運営を迫られるかが課題となる。メキシコペソにしても年初からの上昇幅を踏まえれば、そろそろ減速は自然だろう。ユーロやメキシコペソがドル安の受け皿となれなくなった場合、その役割はまだ小さな調整にとどまっており、購買力平価の上でも過剰な円安・ドル高が示唆されている円に回ってくるのではないかと筆者は考えている。

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](mailto: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.mizuho.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuho.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuho.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU帰帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしどろした模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
2017年6月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	プラトECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラントレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりがない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンセル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月22日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月19日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月17日	週末版
2017年5月16日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月15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～おさらい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～
2017年4月25日	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～揺る「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～ベネシ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ュカリへ～
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～内政の奇立ちを外交で発散へ～
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を前に～
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～進む地獄、戻る地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)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21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ圏の底流にあるもの～
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感～)