

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 13 日)

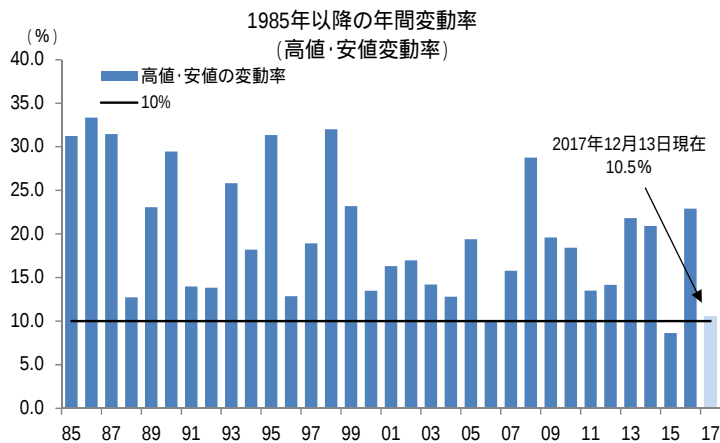
## 今一度、再確認したい円の割安感

過去 30 年で見ると、ドル/円相場の高値・安値の変動率が 11% 未満だった年は今年を含めて 3 回しかない。この手の静かな相場が 2 年連続して続くことは稀であり、特に 2006 年の為替市場が極めて静かだったことは思い返したいところ。もちろん、動かないドル/円相場がフェアバリューと目される水準に近いのであれば特に問題は無い。厳密には、為替にフェアバリューは無いが、それでも物価尺度を通じて得られる理論値から乖離し続ける展開は長持ちしないものである。この点、購買力平価(PPP)、実質実効為替相場(REER)、交易条件といった尺度に照らして現状を評価してみると円相場は割安という評価が優勢であり、少なくとも現状がフェアバリューだと判断する根拠は乏しい。史上稀に見る「動かない年」はこうした明らかな「円の割安状態」の上に成り立っていたことを認識した上で、2018 年の為替見通しを検討していくことが重要。

### ～過去 30 年で 3 回目の低い変動率～

昨日の為替市場も小動き。米 11 月生産者物価指数(PPI)が前月比+0.4%と市場予想を上回り、ドル買い優勢となったものの、これを手掛かりに上離れする雰囲気は見られない。明朝にかけて開催される FOMC、それに付随して公表されるメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が年内に予定される最後の材料となるが、現状の膠着を破るまでには至らないだろう。

過去の本欄でも取り上げたように、活況を呈した株式相場とは裏腹に今年のドル/円相場は近年稀に見るレンジ相場である。高値(118.60 円)と安値(107.32 円)の変動率は 10.5%程度であり、これは 2015 年の 8.6%、2006 年の 10.0%に次いで 3 番目に小さい。なお、過去 30 年で見ても、11% 未満の変動率だったことはこの 3 つの例しかない。過剰なドル高がユーロやメキシコペソの急騰によって調整される中で、偶然、円への調整



が及ばなかっただけというのが筆者の基本認識だが、この手の静かな相場が 2 年連続して続くことは稀である。2015 年の翌年の 2016 年には英国の EU 離脱(Brexit)にトランプ米大統領誕生、2006 年の翌年 2007 年には米投資銀行ベアスターン破たんからのサブプライム危機があった。特に、2006～2007 年は現状と同様、株も債券も商品も堅調というゴルディロックス状態が続き、それが永続するかのような言説が支配的だった。当時との違いで仮想通貨(ビットコイン)の急騰という現象も見られているが、結局、これも「金余り」の一端かもしれない。

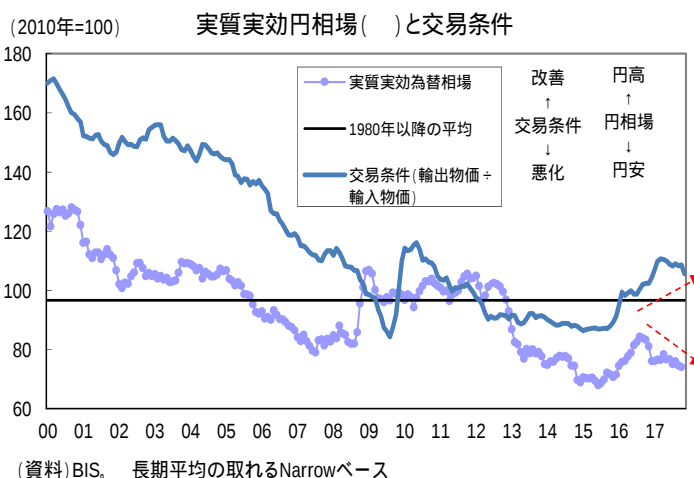
## ～どう見ても割安な円～

もちろん、動かないドル/円相場がフェアバリューと目される水準に近いのであれば特に問題は無い。厳密には、為替にフェアバリューは無いが、それでも物価尺度を通じて得られる理論値から乖離し続ける展開は長持ちしないものである。この点、本欄では円の割安感を繰り返し論じてきた。図は企業物価ベース(1973 年基準)で算出したドル/円の購買力平価 (PPP) に関し、実勢相場との乖離率に着目したものである。一瞥して分かることだが、変動相場



制移行後、ドル/円相場が PPP から上方乖離するケースは稀である。そのような動きが 3 年以上続いたのはプラザ合意前の 1981～85 年、そしてアベノミクスが取り沙汰されるようになった 2013 年から足許までの 2 回だけだ。プラザ合意前のケースでは 5 年弱(55～56 か月)、そのような局面が続いたが、今回もいよいよ同程度の期間に至っている。2018 年以降も 110 円以上の値動きが続くようであれば、それは歴史にチャレンジする動きと言える。ちなみに、2005 年から 2007 年は円安バブルとも言われたが、図示されるように PPP からの上方乖離はせいぜい 2007 年の 1 年程度であり、しかもその程度は今に比べれば穏当なものだった。

また、米財務省の為替政策報告書では「実質実効為替相場(REER)において長期平均から 20%ほど割安」との指摘も続いている。要するに、ドル/円という 2 通貨ペアで見ても、実効ベースという総合的な視点で見ても、円相場は割安という評価が優勢であり、少なくとも現状がフェアバリューだと判断する根拠は乏しい。また、定義上、REER と近似する交易条件(輸出物価÷輸入物価)との対比で見ても円の割安感は示唆されるところであり(図)、調整の必要性を感じさせる。史上稀に見る「動かない年」はこうした明らかな「円の割安状態」の上に成り立っていることを認識した上で、2018 年の為替見通しを検討していくことが重要と考える。



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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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12月11日 | 米金利の逆イールドはいつ発生しそうか? ~遅くとも19年~                    |
| 2017年12月8日  | 週末版(円相場の基礎的需給環境~「ねじれ」構造は健在~)                     |
| 2017年12月7日  | 株高の真因を考える~「付加価値の取り分」という視点~                       |
| 2017年12月6日  | 6つの要人発言で振り返る2017年                                |
| 2017年12月5日  | テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ                        |
| 2017年12月4日  | 米税制改革の為替相場への影響について                               |
| 2017年12月1日  | 週末版(「働き方改革」で給料は減るのか~残業代カットの影響について~)              |
| 2017年11月27日 | メインシナリオへのリスク点検~中立金利の行方~                          |
| 2017年11月24日 | 週末版(欧米中銀の会合議事要旨について~FRBは自信喪失、ECBは内部分裂~)          |
| 2017年11月22日 | リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)                     |
| 2017年11月21日 | 欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響                           |
| 2017年11月20日 | やはり「選挙の年」だった欧州の2017年                             |
| 2017年11月17日 | 週末版                                              |
| 2017年11月15日 | 本邦7~9月期GDPを受けて~「デフレ脱却宣言」も視野?~                    |
| 2017年11月14日 | 一足早い「2017年の為替相場」振り返り                             |
| 2017年11月13日 | 利上げでも買えないボンドの苦境~BOE利上げの読み方~                      |
| 2017年11月10日 | 週末版(円相場の基礎的需給環境~気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」~)             |
| 2017年11月8日  | 「常識的な論点」から見直したい相場の現状                             |
| 2017年11月7日  | 「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状                           |
| 2017年11月6日  | パウエル理事の議長指名を受けて~意識すべき論点~                         |
| 2017年11月2日  | 週末版(FOMCを終えて~「危ない橋」を渡り続けるFRB~)                   |
| 2017年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を受けて~最もビュアな片岡委員~                       |
| 2017年10月31日 | メインシナリオへのリスク点検~日米FTAと欧州政治~                       |
| 2017年10月30日 | ECB政策理事会を終えて~「弱気な強気」の正常化~                        |
| 2017年10月27日 | 週末版                                              |
| 2017年10月24日 | 「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ                               |
| 2017年10月23日 | 衆院解散総選挙を受けて~増税可否、日銀人事、政策への影響~                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)                      |
| 2017年10月20日 | 週末版                                              |
| 2017年10月19日 | 為替政策報告書と日米経済対話~忍び寄る日米FTA~                        |
| 2017年10月18日 | ECB政策理事会プレビュー~「腫れ物」を触るかのような正常化~                  |
| 2017年10月17日 | 「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク                             |
| 2017年10月16日 | G20財務相・中央銀行総裁会議~最後のショイブレ節~                       |
| 2017年10月13日 | 週末版(内部留保課税を巡る論点整理~何が正しくて、間違っているのか~)              |
| 2017年10月12日 | FOMC議事要旨~危うい法廷弁護士のごとき政策運営~                       |
| 2017年10月11日 | 円相場基礎的需給環境~円高地合い続く~                              |
| 2017年10月10日 | 米9月雇用統計を受けて~過信は禁物~                               |
| 2017年10月6日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)~APPは「小さく減らして長く延長」が有力~) |
| 2017年10月5日  | 正規雇用の賃金は本当に上がるのか?                                |
| 2017年10月4日  | 好調過ぎる日銀短観に見る危うさ                                  |
| 2017年10月3日  | 「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について                          |
| 2017年10月2日  | カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について                           |
| 2017年9月29日  | 週末版                                              |
| 2017年9月27日  | 次期ECB総裁人事に関する現状整理                                |
| 2017年9月26日  | メインシナリオへのリスク点検~本邦政局リスクは後退~                       |
| 2017年9月25日  | 日銀金融政策決定会合を終えて~「寝た子を起こす」反対票~                     |
| 2017年9月22日  | 週末版                                              |
| 2017年9月21日  | FOMCを終えて~短期は強気、長期は弱気の金利見通し~                      |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)                      |
| 2017年9月20日  | 衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて                    |
| 2017年9月15日  | 週末版                                              |
| 2017年9月14日  | 日銀金融政策決定会合プレビュー~総括的「再」検証も視野に~                    |
| 2017年9月13日  | ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて                  |
| 2017年9月12日  | クーレ理事発言の真意~ユーロ高はもう看過できない~                        |
| 2017年9月11日  | 円相場基礎的需給環境~ドルインデックス半値押しで思うこと~                    |
| 2017年9月8日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて~解せないユーロ買い~)                     |
| 2017年9月7日   | タカ派の劣勢が強まるFOMC~フィッシャー辞任を受けて~                     |
| 2017年9月6日   | 追い込まれる日銀~倒錯した政策運営の現状・展望~                         |
| 2017年9月5日   | ECB政策理事会プレビュー~テーバリングまで至るのか?~                     |
| 2017年9月4日   | ユーロ買いに対する現状認識について                                |
| 2017年9月1日   | 週末版                                              |
| 2017年8月30日  | メインシナリオへのリスク点検~急浮上してきた地政学リスク~                    |
| 2017年8月29日  | 北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて                                |
| 2017年8月28日  | ジャクソンホール講演~イエレン・ドラギ講演のレビュー~                      |
| 2017年8月25日  | 週末版                                              |
| 2017年8月23日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)                      |
| 2017年8月18日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)~強まる為替への問題意識~)         |
| 2017年8月17日  | FOMC議事要旨を受けて~疑われるフィリップス曲線~                       |
| 2017年8月16日  | 17年上半期の対米証券投資~下半期に向けてのみどころ~                      |
| 2017年8月15日  | 米インフレ期待の現状について~NY連銀消費者調査~                        |
| 2017年8月14日  | VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整                       |
| 2017年8月10日  | 週末版                                              |
| 2017年8月9日   | 2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて                         |
| 2017年8月8日   | 技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状                            |
| 2017年8月7日   | 米7月雇用統計~加速しない賃金と伸び悩む「賃」~                         |
| 2017年8月4日   | 週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状~フラット化して下方シフト~)              |
| 2017年8月3日   | フォワードルッキングという幻想~OECD景気先行指数を通じて~                  |
| 2017年8月2日   | フォワードルッキングという幻想~日銀議事要旨が示唆する戒め~                   |
| 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~                      |
| 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ド派化も?~                        |
| 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~花道的正常化は続く模様~                        |
| 2017年7月12日  | EU回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                           |