

みずほマーケット・トピック(2019年1月8日)

財界トップの相場観と静か過ぎる「波」

昨日は経済3団体(日本経済団体連合会、日本商工会議所、経済同友会)の新年祝賀会が開催され、各団体トップが株・為替に対する相場観を披露している。いずれも「100円割れはない」という予想に収まるが、内閣府調査などによれば日本企業の採算レートは100円近傍にあるため、これは「予想」とすると同時に採算を意識した「希望」という含みもありそう。とはいえ、各種購買力平価(PPP)に照らして、ドル/円相場の収まりが良いレンジ(以下 PPPのコアゾーン)は「95～110円」という印象であり、100円割れは必ずしも異常ではない。プラザ合意以降、「ドル/円の歴史」は「円高の歴史」であり、これは「デフレの歴史」と重なってきた結果でもある。米国に比べて物価が低い分、自国通貨の増価という格好で国際競争力が相殺されてきたという話であろう。日米の相対的な物価格差は今も大して変わっていないとすれば、想定すべき構造圧力がどちらに傾斜しているかは想像に難くないというのが筆者の基本認識である。

～経済3団体トップの相場観～

金融市場では引き続き株式市場を中心に値を戻す展開が見られている。しかし、昨日の本欄でも議論したように、「バブルは崩れてからがバブル」という過去の教訓は忘れないでおきたいところである。また、昨日は東京都内で経済3団体(日本経済団体連合会、日本商工会議所、経済同友会)の新年祝賀会が開催され、各団体トップが株・為替に対する相場観を披露している。取り立てて材料視されているわけではないが、財界トップの相場観ということで整理しておきたい。ドル/円相場の見通しについて、経団連の中西会長は「100～110円」、日本商工会議所の三村会頭は「100～115円」、経済同友会の小林代表幹事は「104～115円」と概ね似通ったレンジを提示してい

「企業行動に関するアンケート調査」による1年後の予想レート及び採算円レートの推移(単位:円/ドル)

調査年度	1年後の予想円レート()	採算円レート()	調査直前月の円レート()	-	-	-1年前の(つまり予想とのズレ)
12(2000)	114.2	107.0	112.2	7.2	5.2	4.6
13(2001)	132.8	115.3	127.4	17.5	12.1	13.2
14(2002)	124.5	114.9	122.3	9.6	7.4	-10.5
15(2003)	109.3	105.9	107.9	3.4	2.0	-16.6
16(2004)	106.4	102.6	103.8	3.8	1.2	-5.5
17(2005)	113.2	104.5	118.6	8.7	14.1	12.2
18(2006)	115.5	106.6	117.3	8.9	10.7	4.1
19(2007)	111.0	104.7	112.3	6.3	7.6	-3.2
20(2008)	97.0	97.3	90.4	-0.3	-6.9	-20.6
21(2009)	95.9	92.9	89.6	3.0	-3.3	-7.4
22(2010)	88.4	86.3	83.4	2.1	-2.9	-12.5
23(2011)	80.3	82.0	77.9	-1.7	-4.1	-10.5
24(2012)	88.4	83.9	83.6	4.5	-0.3	3.3
25(2013)	105.7	92.2	103.5	13.5	11.3	15.1
26(2014)	119.5	99.0	119.4	20.5	20.4	13.7
27(2015)	120.9	103.2	121.8	17.7	18.6	2.3
28(2016)	113.1	100.5	116.0	12.6	15.5	-4.9
29(2017)	114.3	100.6	113.0	13.7	12.4	-0.1

注1)「予想円レート」は階級値平均、「採算円レート」は実数値平均の値である。注2)「採算円レート」は、輸出を行っている企業のための値である。

注3)「調査直前月のレート」は、平成6(1994)年度及び20(2008)年度を除き、いずれも12月の値である(1994年度及び2008年度は、調査月が2月のため1月の値)。

(資料)内閣府、Bloomberg

る。これらを要約すると「昨年と似たような静かな相場」ということになるだろうか。筆者は 100～110 円のレンジを前提に 100 円割れも警戒すべきという基本認識ゆえ、中西会長の見通しに最も近い。

だが、このレンジについては「100～105 円」の時間帯を長く想定するのか、それとも「105～110 円」の時間帯を長く想定するのかで本邦および世界経済に対する見立てはかなり変わってくるだろう。筆者は株価の続落を懸念する立場だが、中西会長は株価に関し「2 万円をキープ」と述べており、ドル/円相場のレンジはどちらかと言えば「105～110 円」の時間帯を長めに想定しているのではないかと見受けられる。ちなみに内閣府が毎年 2～3 月に公表する「企業行動に関するアンケート調査」によると、2018 年初頭にかけて実施された平成 29 年度分に関し（結果は 2018 年 3 月 2 日公表済み）、2018 年 1 月の調査時点から 1 年後の為替レートについて「114.3 円」、採算レートは「100.6 円」との回答が見られている（前頁表）。現実には 108 円までの円高が進んでいるが、採算レートから見れば、まだ余裕のある水準と考えられる。同時に、3 団体トップが「100 円割れはない」と予想しているのは「予想」であると同時に採算を意識した「希望」という含みもあるだろう。

～「過剰な円高」と「過剰な円安」～

とはいえ、100 円割れという水準が異常とも言い切れない面はある。本欄では繰り返し紹介しているように、各種購買力平価（PPP）に照らして、ドル/円相場の収まりが良いレンジ（以下 PPP のコアゾーン）は「95～110 円」という印象であり、「過剰な円高」は 95 円以下、「過剰な円安」は 110 円以上というのが筆者の基本認識である（右表）。過去 5 年を振り返れば、ドル/円相場がこのコアゾーンの中でも円高方向に突っ込んだケースは英国民投票でブレグジット方針が決定した 2016 年 6 月 23 日の瞬間風速（99.0 円）くらいである。一方、円安方向に関しては 2014 年 10 月以降、基本的には 110 円以上の時間帯が支配的であり、コアゾーンからの逸脱が常態化してきた。2016 年 4～11 月頃は 110 円割れが続いたものの、それもコアゾーンの中での出来事に過ぎない。昨日、財界トップが示したような「100 円割れはない」との相場観は市場予想の中心に近いものと思われるが、PPP に照らせば、「過剰な円安」と評価し得る水準が長らく続いてきたことは、今後の見通しを考察する上で考慮したい事実ではある。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
57.6	購買力平価（輸出物価、73年基準、2018年11月）
72.0	ビッグ・マック平価（英エコノミスト誌、2018年11月）
74.3	購買力平価（輸出物価、80年基準、2018年11月）
77.0	※1.購買力平価（輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2018年9月）
90.5	購買力平価（企業物価、80年基準、2018年11月）
96.5	購買力平価（企業物価、73年基準、2018年11月）
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
99.6	購買力平価（OECD、2017年、GDPベース、※2.）
99.6	購買力平価（世界銀行、2017年）
100.6	18年3月時点の採算レート（内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」）
101.2	購買力平価（消費者物価、80年基準、2018年11月）
106.2	購買力平価（OECD、2017年、民間消費ベース、※2.）
108.5	2019年1月7日
109.4	想定為替レート（日銀短観、2018年12月調査、通年）
114.3	18年3月時点の1年後予想レート（内閣府「2017年度企業行動に関するアンケート調査」）
124.0	購買力平価（消費者物価、73年基準、2018年11月）
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
159.0	工業製品等 総合の購買力平価（経済産業省、2016年度調査）
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価（経済産業省、2016年度調査）

（資料）各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2. OECD購買力平価は17年7月公表時点（毎年6月・12月に適宜改定あり）

～「ドル/円の歴史」≡「円高の歴史」≡「デフレの歴史」～

なお、近年の相場環境を踏まえ

れば、財界トップが揃って「ほぼ動意なし」という相場観を持つのは無理もない。直近 5 年を振り返ると、黒田日銀のセンセーショナルな緩和やブレグジット方針の決定、ランプ大統領誕生など大型材料が頻出した 2014 年と 2016 年を除けば、2015 年は史上 2 番目、2017 年は史上 6 番目、そして昨年(2018

年)は史上 1 番目に狭い値幅にとどまった。2017～18 年という 2 年間について言えば、「史上最も動かなかった 2 年間」でもある。1985 年のプラザ合意以降、今年で 33 年目に突入するが、これほど動意に乏しい局面は経験がない。図示されるように、大きな「波」で捉えようとした場合、現在は 11 番目に相当するという認識を筆者は抱いているが、これといった方向感は見出せない(ただ、敢えて言えば 2015 年 7 月を起点として円高気味ではある)。

とはいえ、図のように俯瞰すれば一目瞭然だが、「ドル/円の歴史」は「円高の歴史」である。これは「円高の歴史」が「デフレの歴史」と重なってきた結果だろう。米国に比べて物価が低い分、自国通貨の増価という格好で国際競争力が相殺されてきたのであり、理論的には起こるべくして起こった円高である。2012 年 12 月に第二次安倍政権が誕生し、翌 4 月には黒田日銀による未曾有の金融緩和が打ち出されたが、結局、日本の物価情勢が根本的に変わるには至らなかった。当然、米国との相対的な物価格差も変わってはいない。とすれば、今後想定される構造的な圧力がどちらに傾斜しているのかは想像に難くないのではないか。近年の静けさに甘んじることなく、理論的に然るべき展開も忘れたくない。



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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いボリシームックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～露寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～