

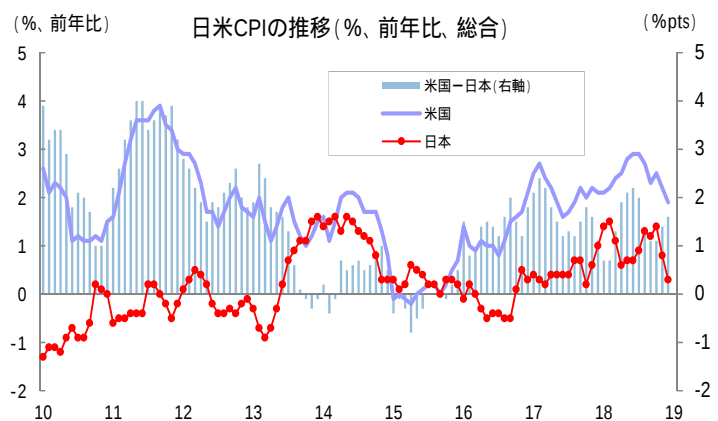
みずほマーケット・トピック(2019 年 2 月 13 日)

ドル/円相場は新常态にあるのか？

ドル/円相場は再び膠着地合いである。足許、不安な材料には事欠かないが、どれも決定打に欠けるという受け止めが多い。このような状況では目先の材料を追うのではなく、一步退いた視点で現状評価を行うことが必要だろう。例えば、日米物価格差に照らした議論をしてみたい。2013 年以降の両国の物価上昇率を比較すると、日米間では 1.0～1.5%ポイント程度の格差が常態化している。例えば 5 年前となる 2014 年 2 月、ドル/円相場は 101～102 円で推移していた。そこから毎年 1.5%ポイント、5 年で 7.5%ポイントの物価格差を均すように為替が動くとなれば 95 円程度までの円高が進んでも不思議ではなかった。もちろん、現実はそのまで単純ではないが、「物価尺度で検討した場合の円高・ドル安圧力は着実に蓄積している」という懸念を抱くことは、極めて正常な基本姿勢である。一方、輸出拠点としての日本経済の力が弱まったことを理由に、現状を新常态と肯定する見方もあり、相応の説得力を持っている。とはいえ、構造変化の存在を認めるにせよ、足許からの方向感として円安よりも円高という可能性はやはり高そう。

～膠着相場における一步退いた視点～

ドル/円相場は再び 110 円台を回復し、方向感に乏しい地合いで膠着している。対中関税引き上げ期限の行方、国境警備案を巡る米議会の混乱、英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉の混迷など、不安な材料には事欠かないが、どれも決定打に欠けるという受け止めが多い。このような状況では目先の材料を追うのではなく、一步二歩退いた視点で現状評価を行うことが必要だろう。変動為替相場の下での為替レートは二



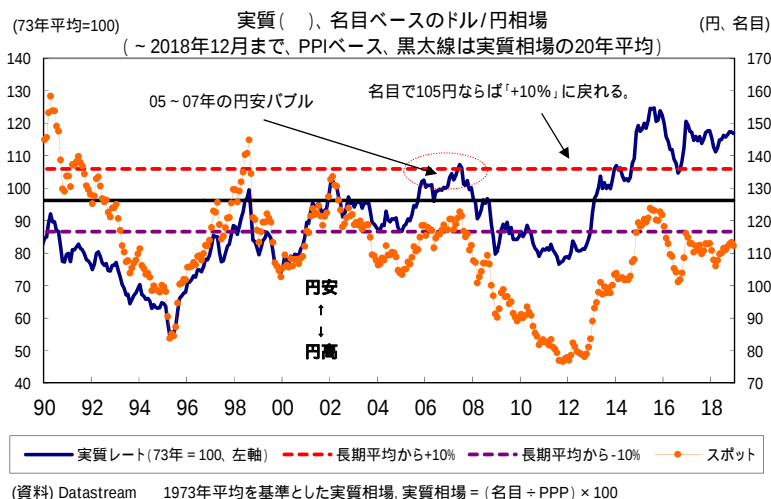
国間の物価格差を均すように動くはずである。この点、今晚には米 1 月消費者物価指数(CPI)が発表予定であり、前年比+1.5%と前月からの減速が見込まれている。昨年央から米国の物価の騰勢はピークアウトしているが、日本の物価との差は依然明白である。日本は未曾有の金融緩和の効果は殆ど出ておらず、粘着的なデフインフレ状況を感じざるを得ない。具体的には 2013 年以降の両国の物価上昇率を比較すると、1.0～1.5%ポイント程度の格差が常態化している(図)。

為替市場を中長期的に展望するにあたって、こうした事実をどう捉えるべきか。例えば 5 年前となる 2014 年 2 月、ドル/円相場は 101～102 円で推移していた。そこから毎年 1.5%ポイント、5 年で 7.5%ポイントの物価格差を均すように為替が動くとなれば 95 円程度までの円高が進んでも不思議ではなかった。もちろん、現実の世界では為替市場はあらゆる材料に反応するため、そうした極め

て簡略化した値動きは実現しない。しかし、「物価尺度で検討した場合の円高・ドル安圧力は着実に蓄積している」という懸念を抱くことは、極めて正常な基本姿勢でもある。

～発想の転換をする時？～

とはいえ、現状を新常态と肯定する見方もある。右図は日米物価(CPI)格差を加味した実質ベースのドル/円相場である。一瞥して分かるように、過去30年弱のドル/円相場の歴史を振り返ってみても、過去5年の円安・ドル高は相当過剰な印象を受ける。スケールの問題があるため1990年以降のチャートとしているが、これほど実質ドル/円相場が長期平均(20年平均)を上抜けて定着しているケースはプラザ



合意直前の1980年代前半くらいである。円安バブルと言われた2005～07年ですら実質ドル/円相場の長期平均からの乖離率は+10%を超える程度だった。過去5年平均では+20%程度の乖離が常態化しており、歴史上経験したことのない異質な地合いである。

何故、このようなことが起きているのか。そもそもドルを買う動機が昔に比べて強まっているのは間違いない。金融危機を経て利上げを期待できる通貨がドルしかなくなったこと、各種規制が強化される中でドル需要がひっ迫していること、ドルの対抗馬たるユーロが全く受け皿になれていないことなどは指摘できる。しかし、最も指摘されるのが輸出拠点としての日本経済の力が弱まったからという事実である。これは単に日本企業の輸出競争力が劣化したという経緯もあるのだろうが、企業戦略として海外生産を選んだ日本企業も多いという事実が影響している。行き過ぎた円安が調整を経て円高に向かうためには「円安で輸出が急増し、貿易黒字が急拡大する」というプロセスが必要になるが、周知の通り、もはやそのような動きは確認されない。「過剰な円安」が「過剰な黒字」をもたらして初めて物価尺度が意味を持つという論点は確かに無視できない。

とすると、実質ドル/円相場が長期平均から+10%程度乖離したり、実質実効為替相場で見ても+20%程度乖離したりする動きが「普通」なのだという発想の転換がやはり必要になる。だが、本当にそうした頭の切り替えが必要かどうかは、FRBがB/S縮小を含めた現行路線をはっきりと撤回し、米金利が低下局面に突入した時に考えれば良いだろう。円高の「底」となる水準が80円台や70円台となる可能性は低下したとしても、方向感として円安予想が難しい地合いは変わっていない。

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2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
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の前に～
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～金利に追随する株価～
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」が勢いづかない理由
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ポリシーミックス～)
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CLI～
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」が勢いづかない理由
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(国際と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	ベース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～継ぎせは新興国に～
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