

みずほマーケット・トピック(2019 年 9 月 25 日)

為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～

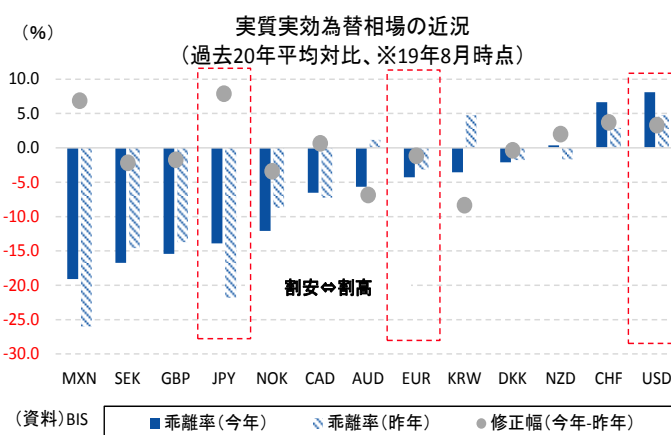
国際決済銀行(BIS)の公表する実質実効為替相場(REER)を用いて為替市場の現状を概観できる。G3 通貨に関し総括すると、①円は依然割安だが、かなり大きな修正が進んでいること、②ドルの割高感が広がっていること、③ユーロの割安感は 1 年前と大して変わっていないことが指摘できる。特に目を引いたのは①であり、円の長期平均からの乖離率は 8 月末時点で▲13.9%と昨年(▲21.8%)から 7.9%ポイントも縮小している。これは過去 5 年間では最も割安感が解消された状況。ドル/円相場において円高・ドル安は限定的なものにとどまってはいるが、REER ベースでの円高はまとまった幅で進んでいるという認識は持ちたい。一方、②で示すように、ドルの割高感はドル相場の急落を招いた 2017 年の水準まで高まっている。なお、過去 5 年間で言えば、G3 通貨は全て買われている。「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図の中でドル/円相場を筆頭とする主要通貨ペアに値幅が出ていないというのが実情に近い。

～大統領弾劾手続きに付随する2つの論点～

昨日の為替市場ではトランプ米大統領に対する正式な弾劾手続きが始まる可能性や弱い米経済指標を受けてドル売りが進んでおり、対ユーロでは 1.10 に復帰し、対円でも一時 107 円を割り込む動きが見られている。もっとも弾劾手続きは下院で通過しても上院を通過するのは難しく、大統領選挙を睨んだ民主党によるけん制だという見方は多い。とはいえ、①手続きが始まれば対中貿易交渉に割かれる時間と体力は減ると思われること、②トランプ政権が大統領選挙に向けて企図する拡張財政への動きが難しくなりそうなことは注目すべき 2 つの論点として念頭に置きたい。

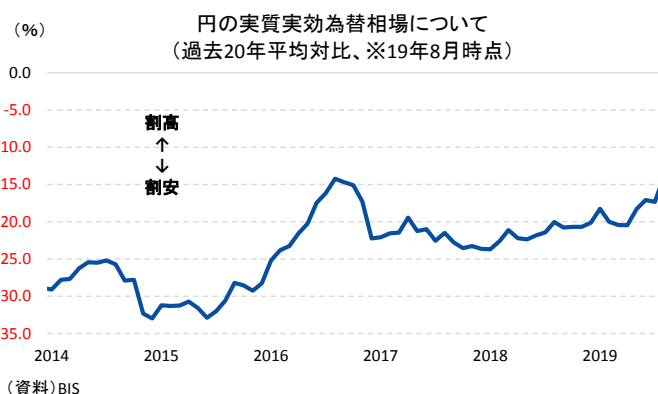
～REERで見るG3通貨の現状～

ところで本欄では為替市場の全体感を把握するにあたって国際決済銀行(BIS)が月次で公表する実質実効為替相場(REER)の動きに着目している。具体的には各通貨の長期平均(20 年平均)と当該月の水準を比較した上でその乖離率に着目し、今後の修正余地や方向感の勘所としてきた。先週 18 日に 8 月末時点の水準が公表されており、これを比較したものが右図である。G3 通貨という目線から評価すると、①円は依然割安だが、かなり大きな修正が進んでいること、②ドルの割高感が広がっていること、③ユーロの割安感は 1 年前と大して変わっていないこと、などが指摘できる。特に目を引いたの



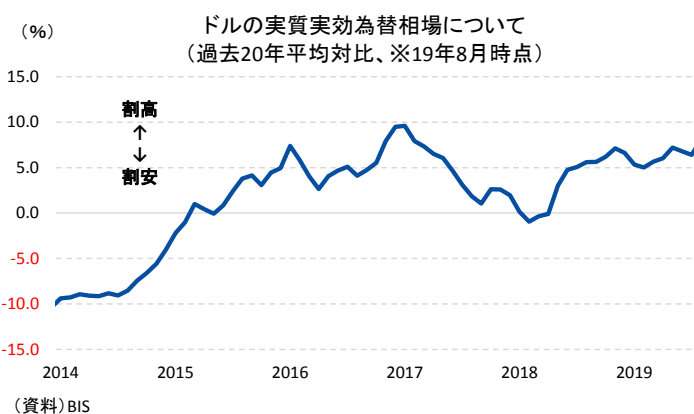
と、③ユーロの割安感は 1 年前と大して変わっていないこと、などが指摘できる。特に目を引いたの

は①である。円の長期平均からの乖離率は 8 月末時点で▲13.9%と昨年(▲21.8%)から 7.9%ポイントも縮小している。前頁図で示されるように、過去 1 年の主要通貨の中で最も乖離率の振れ幅が大きかった通貨である。ちなみに▲13.9%は依然、小さくない割安評価ではあるが、過去 5 年間では最も割安感が解消された状況でもある。ドル/円相場において円高・ドル安は限定的なものにとどまっています、REER ベースでの円高はまとまった幅で進んでいるという認識は持ちたい。



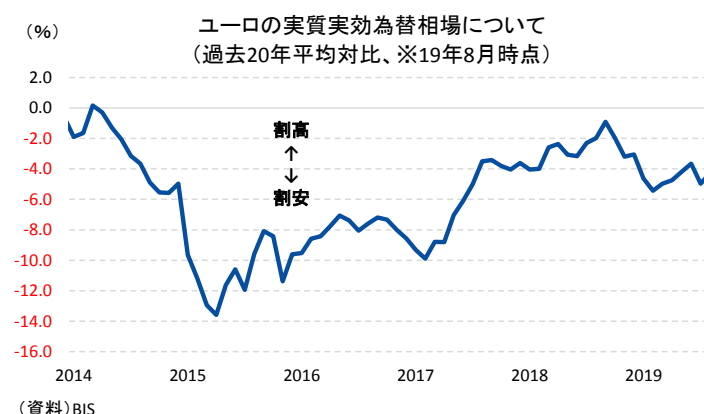
～ドルの割高感は非常に大きい～

ドルについて同様の視点で評価すると +8.1%と昨年(+4.8%)から+3.3%ポイントも拡大している。この間、FRB の金融政策は 2 回利上げ(昨年 9 月・12 月)して 2 回利下げ(今年 6 月・9 月)するという急旋回を見せており、直感的にはドルの REER は下落している方が腹落ちするが、むしろ騰勢を強めている。世界の経済・金融情勢が悪化し、全世界的に金利が低下する中で絶対金利水準に旨味があるドル建て資産に世界の運用難民が殺到したという理解が適切だろうか。いずれにせよ REER ベースで円がまとまった幅で高くなっている一方で、ドルも同様に高くなっているというのが過去 1 年間の為替市場で起きたことであり、結果としてドル/円相場の値幅が相変わらず狭いものになっているのは必然の帰結と言える。なお、+8.1%は過去 5 年間で割高感がピークに近い状況であり、これに近かった 2017 年は大幅にドル安が進んだことは思い返しておきたい。



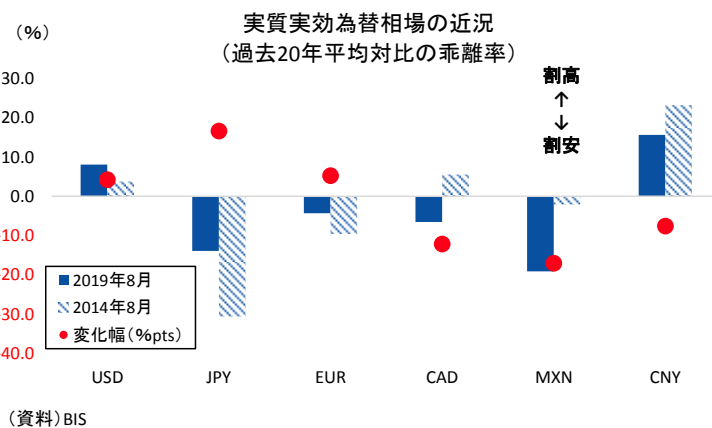
～「G3通貨 vs. その他通貨」の構図～

なお、最近 1 年という期間について見ればユーロの REER に大きな動きはない。長期平均からの乖離率で評価すると 8 月末時点では▲4.3%と昨年(▲3.2%)から▲1.1%ポイント、割安幅が拡大している。拡大資産購入プログラム(APP)の停止まで漕ぎ着けた昨年末から 1 年も経たないうちに利下げと APP 再開を決定したわけだが、この急旋回から抱かれるイメージは



どユーロは下落していないとも言える。とはいえ、年初には想定されていなかったドイツのリセッションリスクが浮上する中、ユーロが買われる材料は「ドルが買われ過ぎているから」くらいしか思い当たらないのも事実だろう。昨日の本欄でも詳細に議論したように、階層化システムを導入することで利下げ余地が拡大したと考えると、REER ベースでも上値は重い状況が続きかねない。

だが、軟調な動きが続いているユーロの REER でも、5 年前から見れば明らかに割安感の修正が進んでいる。これはユーロだけではなく、ドルも円も同様だが、過去 5 年に区切ってみれば G3 通貨の REER は全て上昇している(図)。当然、この裏側ではその他通貨が下落しているわけだが、例えばドルの REER を考察する上で大きなシェアを占めるカナダドルやメキシコペソ、そして人民元



などは 5 年前から▲7%～▲17%ポイント程度、割安方向に幅を拡大させていることがわかる。とかく G3 通貨間の値動きに注目が集まりやすいが、実効ベースで見れば「全て買われている」という認識は重要であり、だからこそ「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図の中でドル/円相場を筆頭とする主要通貨ペアに値幅が出ていないというのが現状の為替相場の概観となるだろう。

こうした現状をもたらしている要因は様々と考えられるが、既述の通り、ドルに関しては絶対金利水準の高さが作用している部分があるだろう。片や、絶対金利水準の低い円やユーロが買われている理由を取えて考えるとすれば、新興国の金利の方が下げ余地が大きく、とりわけ過去 5 年においてはその動きが為替の動きに強く作用したということだろうか(円やユーロはもう下がり切っているので低金利を理由に売られにくい)。しかし、その新興国でも金利の下げ余地が使い果たされつつある中、「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図が今後 5 年も続くと考えるのは危ういだろう。金利変動が為替変動を説明できる部分が小さくなっていけば、やはり物価尺度で見た調整余地を映し出す REER の「歪み」は重要なヒントを与えてくれるのではないか。円については割安感の、ドルについて言えば割高感の修正余地が残っていることは忘れないでおきたい。

市場営業部
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9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半年期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=70円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに閉まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場との関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外資準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=700」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なブーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)