

みずほマーケット・トピック(2020 年 3 月 23 日)

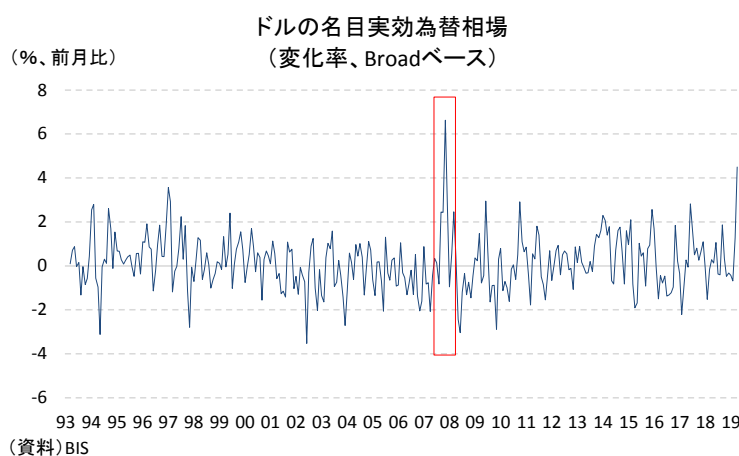
「08 年型のドル高」と円の「2 大ステータス」

現在起きているドル高は文字通り「有事のドル買い」であり、各種計数も歴史的な高値を記録中。国際決済銀行の名目実効為替相場(NEER)で見ると、94 年 1 月以降について比較可能な Broad ベースで 3 月 17 日時点が 129.2 と史上最高。こうしたタイプのドル高は初めてではない。08 年 4 月から 09 年 3 月までの約 1 年間、すなわちリーマンショックの前後でも類似の現象が起きていた。例えば、08 年 10 月のドルの NEER は前月比+6.6%と急騰している。今回は+4%程度と近く、「ドル高の震度」はリーマンショック「級」と言える。当時を振り返れば、09 年春以降は FRB が怒濤の緩和策を打ち続けたことで激しいドル安に転じたが、もはや FRB には糊代がないため、同様の展開を辿るかは不透明。金利差なき世界で何を道標にすべきか。円が持つ 2 大ステータス、「世界最大の対外債権国」と「デフレ通貨」という事実はやはり軽視できないというのが筆者の基本認識である。待ち受けるのはまたも「100~110 円」のレンジ相場か。

～「08 年型のドル高」～

ドル高が止まらない。現在起きているドル高は文字通り「有事のドル買い」であり、危機ムードの進展に伴い市場から流動性が枯渇し(厳密には枯渇することを警戒し)、「とりあえずドル」という取引行動が支配的になっている結果だ。日銀含む主要 6 中銀によるドル資金供給は 19 日、新たにオーストラリアや韓国、ブラジルなど 9 か国が加わっており、各通貨の対ドルでのベースコスト(≡ドル調達コスト)拡大にも一定の歯止めがかかっているが、依然平時には程遠い。いくら供給を増やしても、信用リスクが高まり市場参加者同士が疑心暗鬼になっている状態では抱え込まれたまま放出されない流動性も相当あると推測する。リーマンショック直後の最悪期に見られた現象である。

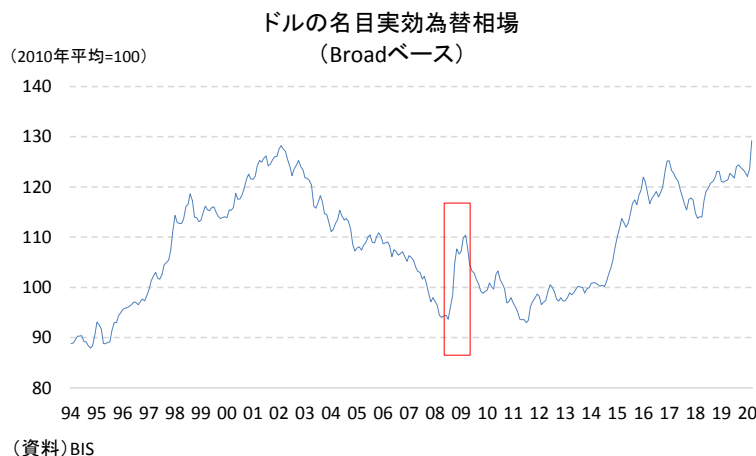
ドル相場は歴史的な高値にある。国際決済銀行の公表する名目実効為替相場(NEER)で見ると、1994 年 1 月以降に関し比較可能な Broad(60 か国)ベースで 3 月 17 日時点が 129.2 と史上最高である。インターコンチネンタル取引所(ICE)のドルインデックスも 1012.805 と約 3 年ぶりの高値だ(次頁図)。ちなみにこうしたタイプのドル高は初めてではない。2008 年 4 月から 2009 年 3 月までの約 1 年間、すなわちリーマンショックの前後でも類似の現象が起きている。2008



年 10 月のドルの NEER は前月比+6.6%という急騰を経験している(図中、赤四角部分)。今回は+4%程度(2月末と3月17日時点と比較)である。現在の為替市場で見られている「ドル高の震度」

はリーマンショック「級」といって差し支えない。ちなみにドル/円相場に限って言えば、2008年3月から2008年8月の5か月間でドル/円相場は95円から110円まで押し上げられている。足許で見られている円安・ドル高を過去に例の無い動きであるかのように解説する向きもあるが、今起きている円安は「08年型のドル高」の裏返しと言って良い。なお、当時を振り返れば、2009年春以降はFRBが怒涛の緩和

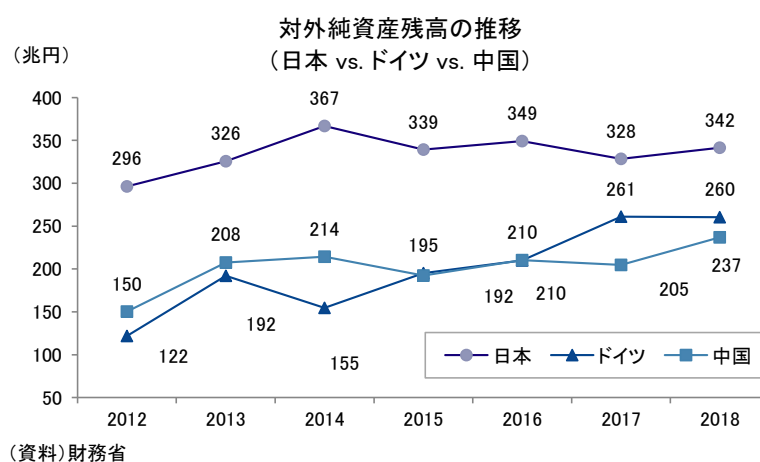
策を打ち続けたことで激しいドル安に転じた。先週の本欄でも議論したようにFRBがマイナス金利を採用する可能性が排除されない以上、ドル安相場への揺り戻しは警戒する必要がある。少なくとも足許で見られている強烈なドル高はベースコストとの落ち着きと共に落ち着く(はず)ものだろう。



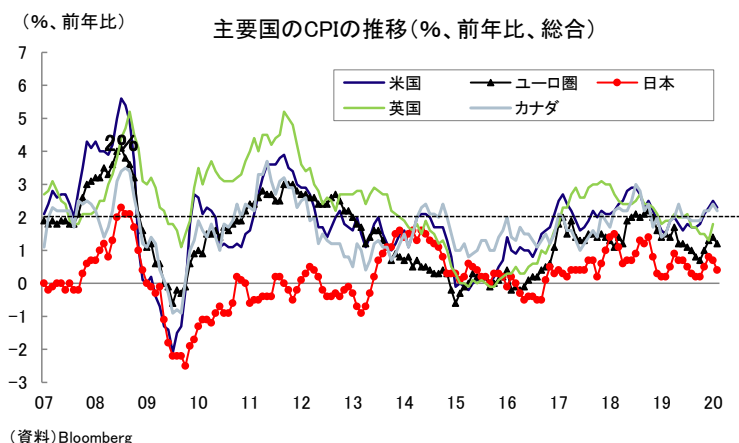
～円の2大ステータス:「世界最大の対外債権国」と「デフレ通貨」～

しかし、勢いは落ちてドル安が潮流になるのかという不透明感もある。なんといっても現在と当時では「FRBの緩和余地がない」という決定的な違いがある。見通せる将来において、FRBの政策対応はタカ派に転じることはなく、「よくて現状維持、場合により追加緩和」だろう。しかし、仮にFRBがマイナス金利を採用しても、限界的に発生する対米金利差の縮小はわずかなものであり、それが為替市場にもたらす影響も必然的に大きくない可能性がある。対米金利差の縮小という為替予想における最も分かりやすく、パワーのある論点が使えなくなる中、見通し策定の難易度は増している。

かかる状況下、金利差なき世界での為替見通しで影響力を持つ変数を考えなければならない。それは日本にとっては「令和のドル/円」をどう考えるかということでもある。筆者は「世界最大の対外債権国」というステータスはやはり重要だと考える立場だ(図)。そもそも巨額の対外債権と対外債務の差を円高以外の何で説明できるというのか。為替は最終的には需給で決まる以上、この論点は無視できない。現在のような「流動性枯渇の危機」という最も危険度の高い局面が終われば、少なくとも最近見られている極端なドル高の揺り戻しはあるはずである。



次に、デフレ通貨というステータスも忘れてはならない。確かに消費者物価指数(CPI)は慢性的なマイナス圏での推移を強いられていないので現状はデフレではないのかもしれない。だが、常に「相手のある話」の為替市場では相対的な立ち位置が大事になる。金利同様、物価についても各国間の格差は明らかに消滅傾向にあるが(図)、日本が先進国の中で相対的に物価上昇率の低い国で

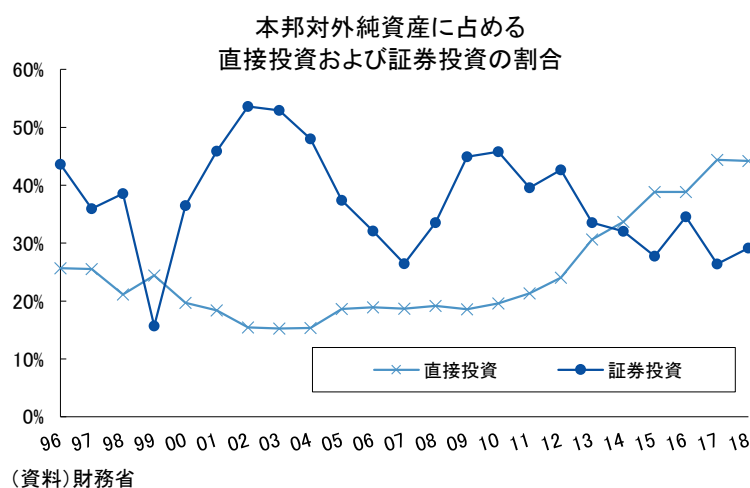


ある事実は残る。それは理論的には通貨価値の上昇を正当化する。少なくとも平成を振り返れば、ドル/円の歴史は「円高の歴史」であり、それは「デフレの歴史」であった。円高だったからデフレになったのではない。デフレだったから円高になったというのが理論的に正しい。この論点は平成から令和へ時代が変わっても残るものであり、奇抜な主張でも何でもないだろう。

もちろん、対外債権国という巨大な需給やデフレという物価情勢に関する論点は長期的な流れを規定する変数だが、短期的な流れを説明するには向いていない尺度ではある。しかし、世界的に危機モードが続く中、世界最大の対外債権国通貨でありデフレ通貨である円が一方的に売られ続ける理由には乏しい。日本経済も多数問題を抱えているので円高が腑に落ちないという向きは多いと思われるが、円を売る前に売るべき通貨はいくらでもあるというのが筆者の基本認識である。繰り返しになるが為替市場は「相手のある話」である。

～金利差なき世界で待つ「100～110 円」のレンジ～

その上で「かつてほど円高に振れない理由」を検討すべきである。記述したように、金利ばかりではなく、物価の格差も消滅していることは、もはや為替変動を説明する理論的な変数が 2 つも消失しているということであり、れっきとした「円高に振れない」理由である。このほか需給面でも言及せねばならない理由がある。それは本欄でも繰り返し論じているように、世界最大の対外債権の中身が変わ



っているという事実だ。2000 年代前半、対外債権の中身は半分以上が有価証券(証券投資)だった。それが今や直接投資に取って代わられている(図)。過去 10 年にわたって本邦の企業部門が旺盛な海外企業買収を繰り返した結果である。危機ムードが高まって外貨建ての有価証券を売却し円貨に戻す投資家はいても、買収した海外企業を売却する企業はそう多くない。その意味で日本経済が抱えている巨大な対外債権は円高を肯定する事実としては残るものの、その小さくない部

分が「外貨のまま戻って来ない」という性質のものだという認識を持つべきである。今回のショックに伴ってドル/円相場が 100 円すら割り込まなかったのは「限界的な米金利の低下余地が小さいこと」と「日本の対外資産構造が変わっていること」の 2 点が原因だったのだろう。そして、その 2 点は簡単に変わるものではない。「08 年型のドル高」が当時よりもしつこい可能性はあるものの、このまま一方的にドル/円相場が押し上げられるというシナリオも正当化が難しいはずである。

今回、急変動したとはいえ、ドル/円相場は「100～110 円」という大まかなレンジに収まっている。アベノミクス直後に 125.86 円まで一直線に上がった相場や金融危機後に 75.25 円まで一直線に下がった相場のように、力強い潮流は感じられない。当面は「100～110 円」のレンジにおいて、危機ムードが高まれば 100～105 円、楽観ムードが続けば 105～110 円という整理で良いのではないか。そもそもこれらのレンジはドル/円相場の購買力平価 (PPP) と重なることを思えば、金利差なき世界でこのレンジが続くこと自体はある意味で自然な結末にも見受けられる。

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
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュ戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～