

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 10 日)

「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ

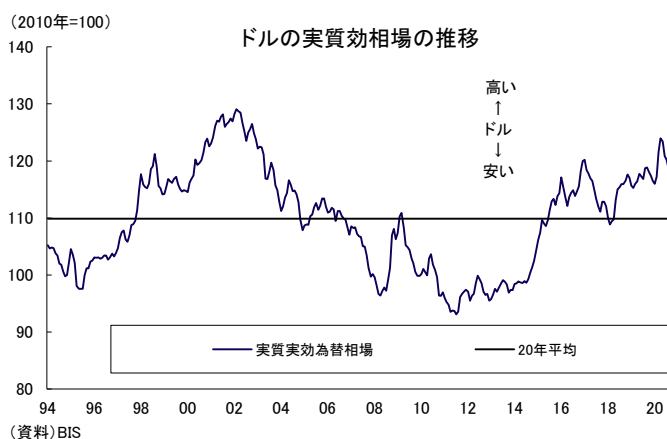
2021 年のドル安予想においてイエレン次期財務長官の存在に言及する向きを目にする。実際、「イエレン次期財務長官と為替」というテーマについては照会も多い。基本的に財務長官の存在が為替市場の潮流に影響を与えるとは思わない。それが品行方正な人格者で知られるイエレン氏であれば尚更である。思い返せば 2014 年 2 月の FRB 議長就任の際にも、イエレン氏について「ハト派志向が強く、ドル安に振れる」という観測があった。しかし、近年のドル高局面はむしろイエレン議長就任と共に始まったものであり、観測は完全に外れた。もちろん、独立性が担保されている中央銀行のトップと、政治の一角を担う行政分野のトップは違う。中銀は元より為替を念頭に置いた意思決定や情報発信をする立場にはないが、財務長官は時にそれが仕事でもある。為替相場の方向感に言及するという行為に関し、「イエレン氏に限って、あり得ない」という解釈が基本だが、皆がそう思っている状況にも危うさはある。実質実効為替相場(REER)で言えば、ドル相場はイエレン議長時代の上昇を戻せていないのが現状である。

～イエレン次期財務長官に関する解釈～

為替市場では小康状態が続いている。2021 年を展望するにあたってはドル安予想が多くなっており、筆者の基本認識も「最悪の冬」に相当する 1～3 月期まではその可能性が高いと考えている。しかし、4～6 月期以降はワクチンありきの「希望の春」が控えており、果たして米金利およびドルが一方向的に下がるのか疑義がある(このあたりは『中期為替相場見通し』をご参照頂きたい)。現状目にするドル安予想の多くは FRB のゼロ金利政策が今後 3 年は変わらないであろうことに加え、巨額の財政赤字に伴う「ドルの過剰感」を挙げるが、なかにはイエレン次期財務長官の存在を(メインではないが 1 つの理由として)挙げる向きも目にする。この点、正式に就任が決まって以降、照会が多いこともあり、「イエレン次期財務長官と為替」というテーマで簡単に議論をしてみたいと思う。

～議長就任時にもあったドル安観測～

基本的には財務長官の存在が為替市場の潮流に影響を与えるとは思わない。イエレン次期財務長官の言動は間違いなく 2021 年の金融市場における注目点の 1 つだが、先進国の政策当局者が為替市場の方向感に言及することは御法度であり、言ってみれば下品な行為である。品行方正で知られるイエレン氏に限って、「為替市場を恣意的に動かそうとすることはない」と



いう認識が市場の一致するところだろう。思い返せば 2014 年 2 月の FRB 議長就任の際にも、イエレン氏(当時はサンフランシスコ連銀総裁)について「ハト派志向が強く、ドル安に振れる」という観測が出ていた。しかし、結果的にイエレン議長の下での FRB は経済・物価情勢を冷静に見極めながら、難しい正常化プロセスを淡々と進め、これに応じてドル相場も騰勢が続いた。前頁図を見れば分かるように、近年のドル高局面はむしろイエレン議長就任と共に始まったものである。

2018 年 2 月、パウエル議長へバトンを渡した時点では既に難しい意思決定は全て済んでおり、同年に行われた 4 回の利上げも淡々と現状追認を重ねただけとの評価が多かった。その無機質な利上げが米経済にとってオーバーキルとなり、2019 年の連続利下げに繋がったという厳しい批判も散見された。それだけイエレン議長の卓越した手腕を認識する向きは多いということでもある。いずれにせよ、かつて見られた「イエレン議長になればドル安」という就任前の観測は全くあてになるものではなかった。今回も同じような目線で評価するのが基本で良いだろう。

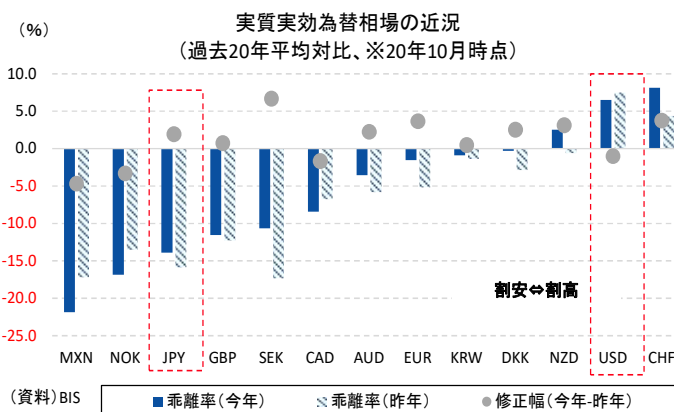
～ドルは高い山から降り始めた～

もちろん、独立性が担保されている中央銀行のトップと、政治の一角を担う行政分野のトップは違う。中央銀行は元より為替を念頭に置いた意思決定や情報発信をする立場にはないが、財務長官は時にそれが仕事でもある。これまでよりも政治色の強いポジションに置かれる中で、事情が変わってくる可能性はある。誰がどう見てもドル高が実体経済に悪影響を及ぼしている状況になっていた場合、ドル相場にアプローチをする方法は、FRB 議長ならば金利調節という迂遠な方法しかなかったが、財務長官であれば為替安定化基金の運用も含めた為替介入のほか、為替政策報告書、そして自身の言動を含めた情報発信など多様かつ、時に直接的な方法も想定される。「イエレン氏に限って、それはあり得ない」という解釈が基本だが、そのような思惑が流布されているからこそ、そうなった場合の震度は大きいという認識は持っておいても良いだろう。

少なくとも、イエレン議長時代の正常化プロセスに伴って上昇したドルの実質実効為替相場(REER)は未だに長期平均を超えたままだ(前頁図)。かつてブレイナード FRB 理事は 2014 年 6 月から 2016 年 1 月の REER 上昇が FF 金利にして +200bps の利上げと述べたことがあるが、REER の水準を見ると 2016 年 1 月の 117.12 に対して足許(2020 年 10 月)は 117.01 とあまり変わっていない。確かに今年、ドル安は進んでいるが、それは「高い山から降り始めた」ということでもある。

～ドルはまだ過大評価。一方、日本円は・・・～

理論的には REER は長期平均に収斂することで知られている、もちろん、そのペースや程度は決して確度が高いとは言えないものの、フェアバリューの無い為替の世界において REER を尺度とする過大・過小評価は国際比較の際によく用いられる。図は今年 10 月時点の主要通貨の REER について長期平均からの乖離率、1 年前(すなわち 19 年 10 月時点)の乖離率、そして



過去 1 年での修正幅を一覧したものだ。これを見ると、ドルはスイスフランの次に長期平均からの上方乖離、すなわち過大評価が放置されている通貨であり、それゆえにドル安方向の動きが正当化されやすい状況である。今年、主要通貨の中で著しい上昇を見せたユーロは 1 年前の約▲5%という下方乖離、すなわち過小評価がほぼ解消されており、中立と言える状況に接近している(ちなみに 1.21~1.22 というユーロ/ドル相場の現在の水準はちょうど購買力平価付近である)。

一方、過小評価が大きく放置されている通貨の上位がメキシコペソ、ノルウェークローネ、そして日本円だ。ただし、メキシコペソやノルウェークローネは産油国通貨であり、今年上半期に席卷した原油価格急落の動きに引きずられているという面もある。そのため「不当に通貨安誘導が行われている」とは指差されにくい状況には思える。日本円も 2014~15 年に▲30%以上という異様な過小評価が放置されていた状況と比較すれば健全な調整が進んでいるが、主要通貨の中では「上昇して然るべき」と評価されそうな立ち位置にはある。実際、為替政策報告書はこのロジックの下で日本円の過小評価を指摘し続けている。もちろん、先週の本欄¹でも議論したように、金融危機後に日本の貿易構造は大きく変化しており、過去の傾向(ここで言えば長期平均)と比較して円が過剰に安くなったところで、「輸出増→貿易黒字」というパスは期待できない。ゆえに、「過去と比べて過小評価されているので通貨高になりそう」という主張は現実を無視していると言えるのだが、そこまで構造的な議論が為替政策報告書で認識されることはない。

いずれにせよ、こうした各国通貨の立ち位置を踏まえた上でイエレン次期財務長官の下での米財務省がどのような挙動を示してくるのかは 2021 年の注目点である。トランプ政権は為替に対して率直な情報発信を展開し、為替政策報告書も(主に人民元を標的として)恣意的な運用が進められてきた。その影響もあり、4 月・10 月という報告書の公開時期も大幅に乱れてしまっている。だが、報告書公開のたびに注目される「監視リスト」は実は 2016 年 4 月に新設されている。すなわちトランプ政権ではなくオバマ政権が始めた枠組みだ。過去の経緯もあって、米民主党政権と円高の相関を心配する向きは根強いが、今回もそうなるのかどうかは注目したい。

筆者も「イエレン氏に限って、それはあり得ない」と考える立場だが、「イエレン次期財務長官と為替」が 2021 年において耳目を集めるテーマであることは間違いなさそうである。

市場営業部・金融市場部
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。

¹ 本欄 2020 年 12 月 1 日号『実質金利とドル/円相場にまつわる議論について』をご参照下さい。

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12月8日	前門のフレッグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収束通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とフレッグジット交渉の行方 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・フレッグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	フレッグジット Q&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランシシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)