

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 14 日)

ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～

2021 年の為替市場はドル安予想が支配的。『中期為替相場見通し』でも論じたように、10～12 月期、1～3 月期といった感染拡大の最悪期に相当する期間は筆者も同様の基本認識だが、4～6 月期以降はそこまで直線的な動きにはならないと予想。とはいえ、米金利とドルの底打ちを予想しつつも、V 字や U 字ではなく L 字の横棒がガタつくイメージか。なお、こうした「米低金利の継続」に加え、巨額の財政赤字に根差した「ドルの過剰感」がドル安予想の主たる根拠に用いられることが多いが、為替は常に「相手がある話」だ。ドル安の背景には米国要因だけではなく、相手国の要因もあり、その点を考察する必要がある。そこでドルの名目実効為替相場 (NEER) の動きを寄与度分解してみると、ドル安の 90%以上が元高とユーロ高に起因していることが分かる。中国とユーロ圏は世界の貿易黒字 2 大国である。『金利差無き世界』で重視すべきは需給」という本欄の基本認識は 2021 年も重要になりそう。ポイントは元高の是正に。

～「L字の横棒がガタつくイメージ」を抱く～

2021 年の為替市場の展望に関してはドル安を期待する声が支配的である。本欄や『中期為替相場見通し』でも論じているように、10～12 月期、1～3 月期といった感染拡大の最悪期に相当する期間は筆者も同様の基本認識である。だが、ワクチンの開発・認可・接種に関する前向きなニュースに呼応する格好で米国のインフレ期待は明らかにアフターコロナを視野に入れ始めており、フィッシャー効果を持ち出すまでもなく米国の名目金利も徐々に浮揚してくる公算が大きい。その名目金利の上振れを FRB が如何に政策的に抑え込んでくるかが 2021 年の注目ポイントと考えられる。もともと、方向感として徐々に米金利とドルが上昇するとしても、それが一方的な動きになるとは思えない。V 字や U 字ではなく L 字の横棒がガタつくイメージを筆者は抱いている。

～ドル安の裏側に経常黒字大国～

こうした「米低金利の継続」に加え、巨額の財政赤字に根差した「ドルの過剰感」がドル安予想の主たる根拠に用いられることが多そうであり、それは真つ当な分析と言える。しかし、為替は常に「相手がある話」だ。ドル安の背景には米国要因だけではなく、相手国の要因も効いている。そこで右表はドルの名目実効為替相場 (NEER) に関し、構成通貨のウェイトを用いて寄与度を計算したものだ。11 月末時点でドルの NEER は▲2.7%下落している。このうち▲1.4%ポイントが人民元の上昇、▲1.1%ポイン

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	5.8	-1.4
ユーロ圏	17.0	6.4	-1.1
メキシコ	13.3	-6.2	0.8
カナダ	11.7	-0.1	0.0
日本	7.1	4.1	-0.3
韓国	3.8	4.5	-0.2
台湾	2.2	4.8	-0.1
スイス	1.7	6.4	-0.1
英国	3.2	0.5	-0.0
ロシア	0.6	-18.9	0.1
南アフリカ	0.4	-9.5	0.0
トルコ	0.5	-23.9	0.1
アルゼンチン	0.3	-26.4	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.7
20年1～11月の NEER	-	-2.7	-2.7

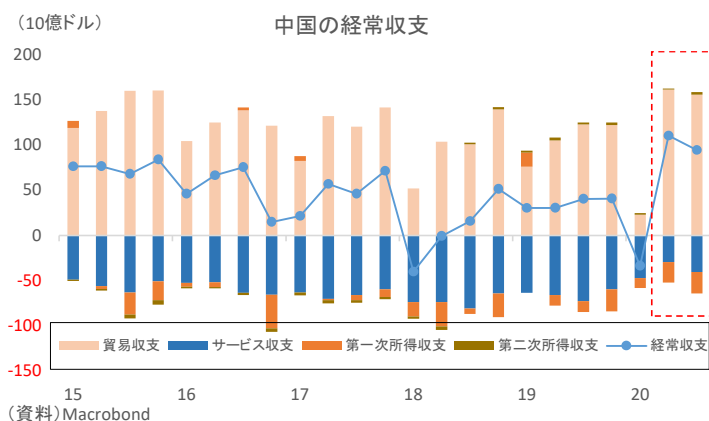
(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～20年11月30日

トがユーロの上昇によってもたらされたものであることが分かる。つまり、ドル安の 90%以上をこの 2 通貨上昇で説明できるという話になる。この 2 通貨に比べれば見劣りするものの、これに日本円の ▲0.3%ポイントが続く。この 3 か国・地域に共通する特徴がある。それは経常黒字大国であるということだ。厳密に言えば、この 3 か国・地域は世界の経常黒字 3 大国であり、ユーロ圏と中国は世界の貿易黒字 2 大国でもある。

FRB がゼロ金利を導入した今春以降、筆者は『金利差無き世界』で重視すべきは需給」との主張を繰り返してきたが、こうしたドルの NEER に対する寄与度を整理してみる限り、この基本認識は概ね正しかったように感じられる。為替市場の潮流は基本的に米国要因に駆動されるものだが、今年見られたユーロや人民元の上昇は強固な対外収支の存在によってもたらされたものである可能性も無視できない。その上で人民元に関してはバイデン政権による親中路線への転換という期待も織り込まれており、その結果がドル安に対する最大の寄与度という話に繋がったのだろう。

～中国の経常黒字はどうなるのか～

この点、中国やユーロ圏の経常黒字の帰趨がドル相場の予想にとって重要という話になる。まず、中国に関して言えば、元高による輸出鈍化はある程度不可避であろう。また、これまでは「新型コロナウイルスにいち早く倒れ、いち早く復活した」ということから中国以外からの輸出が中国によって代替されていた可能性も考えられ、それが剥落する動きも考慮すべきかもしれない。とすれば、

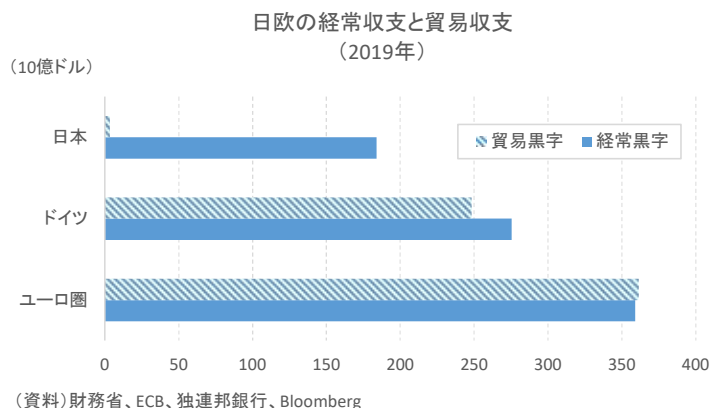


2021 年の輸出はやはり減速の可能性を孕む。さらに、漏れ伝わってくるワシントンの様子を踏まえる限り、バイデン政権はトランプ政権より穏当なのかもしれないが、米国の対中政策がそこまで軟化するのかという疑義もある。東アジアにおける領土的野心や人権意識の希薄さは政権が代わっても米国政治として容認できる論点ではないだろう。とすれば、「追加関税撤廃→輸出増」といった経路をどこまで期待すべきか逡巡する部分もある。こうした状況下、2021 年の輸出が顕著に減ってくれば、中国当局は元安誘導を検討し始めるだろう。

これらは貿易黒字の減少を懸念する話だが、これまで経常黒字の押し上げ要因となってきたサービス収支赤字、厳密には旅行収支赤字の減少が今後は増加に転じる公算もある。世界的にアフターコロナが視野に入ってくれば、当然、中国から海外への旅行者は増えるだろう。いや、そうないなければアフターコロナと呼ぶには難しい状況とも言える。いずれにせよサービス収支赤字の拡大が経常黒字を削り、元高を抑制する経路は看過できない。以上のような議論を踏まえると、2021 年は元高がピークアウトする動きに合わせて、ドル安圧力も緩和する可能性に構えた方が良いのではないかと考えたい。それはやはり 4～6 月期以降の展開となる可能性が大きいだろうか。

～ユーロ圏や日本の経常黒字はどうなるのか～

一方、ユーロ圏の経常黒字はどうか。ユーロ圏の経常黒字は概ね貿易黒字であり、その 7 割はドイツに由来している。足許のユーロ高は名目実効ベースで見ても史上最高圏で推移しており、主要貿易相手国に対するユーロ圏の競争力悪化が予見される。ゆえに、域内から域外への輸出が多少減速することは不可避であろうが、ドイツの貿易黒字は「永遠の割安通貨」に駆動されたものであり、ユー



ロ高を受けても「超巨大な黒字が巨大な黒字になる」程度の認識ではないか。ユーロ高によって「輸出減少→黒字減少」という動きが多少発生したとしても、「世界最大の経常黒字・貿易黒字」というユーロ相場の強みは根本的には変わらないと考えたい。その上、米国対比で見ればデフインフレの状況が続く域内情勢に鑑みれば、購買力平価で見たユーロ高・ドル安も正当化される状況は続くだろう。日本の経験を踏まえれば、「巨額の黒字」と「慢性的なデフインフレ状況」に裏打ちされた通貨高は粘着性が強く、ドル側で明確な反転要因が出てこないと収束は難しいと考えたい。

最後にドル安への寄与度で 3 番手につける円だが、語るべきことは多くない。経常黒字こそ大きいものの、その中身は概ね第一次所得収支黒字であり(前掲図)、それ自体は円転されるものではない。「需給が評価されて円高・ドル安に寄与した」とは言っても、それはアウトライートの自国通貨買い・ドル売りが発生する貿易収支ではなく「世界最大の対外債権国」の地位を念頭に置いた動きなのだろう。それゆえに「リスクオフの円買い」も、今年がそうだったように、かつてのような派手な動きにはなりにくいのである。なお、過去の本欄で繰り返し論じているように、もはや日本の貿易収支は円相場への感応度を落としているため、2021 年の貿易収支が例年と比べて劇的に上下動することは考えにくいという前提で見ておきたい。

以上のようにドル安を米国以外の視点から分析してみると、やはり本欄で重視してきた『金利差無き世界』で重視すべきは需給」との論点が 2021 年の展望を議論する上でも非常に重要なものになっている現実が見えてくる。ユーロ圏や日本の経常黒字・貿易黒字が劇的に変わることはなさそうである一方、今年のドル安に最も寄与した元高は是正される可能性も高そうであり、それは春先以降、明るいムードが強まる中で加速する動きではないかと筆者は考えている。

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。

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11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
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
2020年12月8日	前門のブレグジット、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「収穫遅滞」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ブレ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はあるのか?
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～求められる緩和と仕草～
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・ブレグジット 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	ブレグジット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バランスシート
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	越えリスクという論点～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～PSP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(明らかになる「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～