

みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 12 日)

近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後

為替市場では米金利の上昇が一服するに伴ってドル高も小康を得ており、「円安・ドル高は終わりだと思うか」との照会を頻繁に受ける。筆者は今少しの上値はあると考えている。米 10 年金利は年初 3 か月間で概ね倍になり、ドルは名目実効為替相場ベースで最大+4.6%上昇している。この間、ドル/円相場の値幅は 8.12 円を記録しており、これは 2019 年の年間値幅(8.30 円)とあまり変わらない。「年初 3 か月間で 8 円以上動く」という地合いは、近年の動きに慣れたドル/円市場参加者にとっては「1 年分の値幅をやってしまった」という感覚に近い。米潜在成長率との相対関係を思えば、米 10 年金利の 2.0%到達は不思議な話ではないが、そこからの続伸には相当違和感もある。9 年半ぶりの利上げに着手できた 15 年 12 月の平均が 2.2%、5 回目の利上げを行った 17 年 12 月の平均が 2.4%、9 回目の利上げを行った 18 年 12 月の平均が 2.8%。現状を思えば 2%でも相当高い印象。近年の年間値幅に匹敵する相場をこなし、ドライバーだった米 10 年金利上昇の天井も見え、円相場の需給にも偏りがなくなっているのが現状。日米金利差に着目すればドル/円相場の上昇余地はありそうだが、それほど大きくはないと予想。

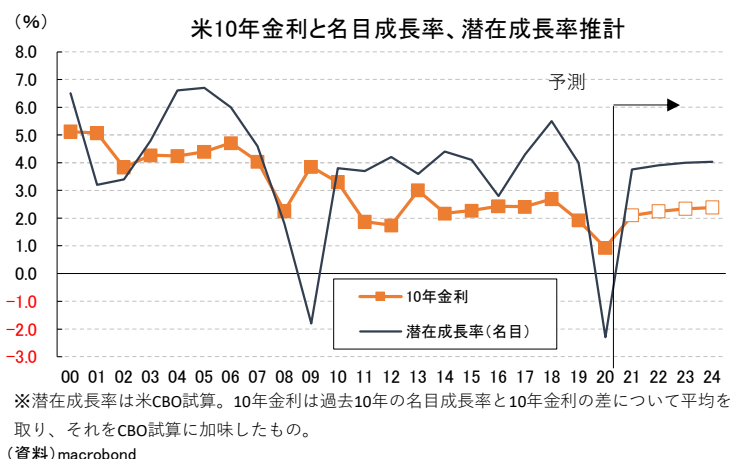
～2019 年に匹敵する値幅をこなした 3 か月間～

為替市場では米金利の上昇が一服するに伴ってドル高も小康を得ており、対円では 110 円台後半から 109 円台、対ユーロでは 1.17 台前半から 1.19 前後まで引き戻されている。こうした動きに関し「これで円安・ドル高は終わりだと思うか」との照会を頻繁に受けるが、筆者は今少しの上値はあると考えている。足許のドル高調整は「買われ過ぎたから売られた」と言っても差し支えない範囲のものであり、むしろ健全な動きではないか。米 10 年金利は年初 3 か月間で概ね倍(0.90%程度→1.70%程度)になり、ドルは名目実効為替相場(NEER)ベースで最大+4.6%上昇した。この間、ドル/円相場の値幅は 8.12 円(110.72 円-102.60 円)を記録しており、これは 2019 年の年間値幅(8.30 円)とあまり変わらない。ちなみにコロナショック以前の 3 年間(2017～2019 年)の年間値幅は平均+9.86 円であり、「ドル/円相場は値幅 10 円という極小の時代に入った」という声もあった。あれほどの混乱があった昨年も 11.28 円とどまっていた。本日の本欄の趣旨から逸れるので詳述はしないが、ドル/円相場に動意が出ること自体が珍しい時代に入りつつあったのは間違いない。そのような経緯を考えると「年初 3 か月間で 8 円以上動く」という地合いは、近年の動きに慣れたドル/円市場参加者にとっては「1 年分の値幅をやってしまった」という感覚を抱いてもおかしくはない。

～米 10 年金利「2.0%」が持つ意味～

今後のドル/円相場の先行きは、これまで通り、米 10 年金利の趨勢に依存するだろう。確かに米金利はやや軟化しているが、厳密には反転というよりも高止まりと言った方が正しい。3 か月で倍の水準になったものが多少足踏みをする事自体、さほど不思議な話ではない。コロナショック以前の

10 年間(2010～19 年)を振り返ってみると、米国の名目 GDP 成長率は平均+4.0%、10 年金利は平均+2.4%だった。この 10 年間はリーマンショック後の後退期や利上げ局面の始まった 2015 年以降を含む期間であり大きな上下動を含むが、好不況を包含するこの 10 年間で 10 年金利が▲170bps 程度、名目成長率よりも低位誘導されており、それによって実体経済が支えられてきたという事実は参考になる。IMF 春季

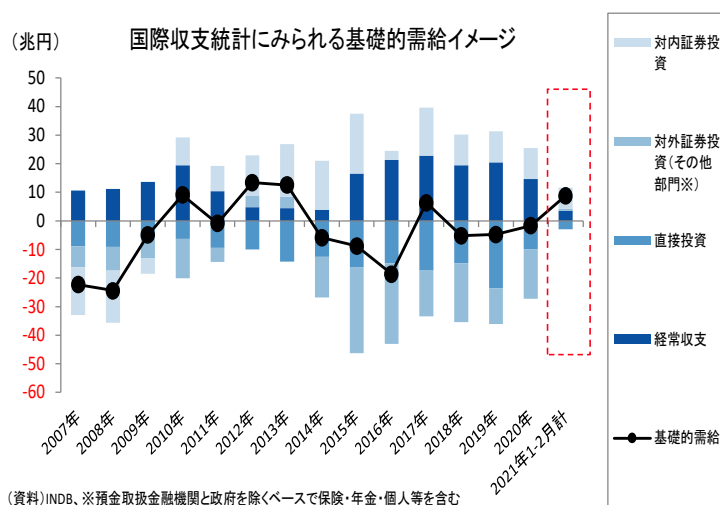


世界経済見通し(WEO)は 2021 年の米国の名目成長率を+8.3%と予想している。だが、「悲観の極み」からの反発に過ぎないため、この高成長をベースに国債利回りの水準を検討することは適切ではないだろう。米議会予算局(CBO)によれば、2021 年の潜在成長率は+3.8%程度、3 月の FRB スタッフ見通しにおける長期成長率も+3.8%程度である(実質長期成長率が+1.8%なので、これにインフレ率+2.0%を乗せたイメージ)。+3.8%から▲170bps 程度、低め誘導した水準は 2.0%強だ(図)。市場参加者は米 10 年金利の次の節目について当然 2.0%に至る可能性を視野に入れているだろうが、以上のように考えると、2%は全く説明がつかないという水準でもない。

しかし、裏を返せば、米経済の地力に照らしてそれ以上の水準は難しそうとも言える。9 回の利上げをした 2015 年から 2018 年の間でも米 10 年金利の最高到達点は 3.2%程度だった。金融危機後、9 年半ぶりの利上げに着手できた 2015 年 12 月の平均が 2.2%、5 回目の利上げを行った 2017 年 12 月の平均が 2.4%、9 回目の利上げを行った 2018 年 12 月の平均が 2.8%である。現状、雇用・賃金情勢は未だ悲惨な状況にあり、利上げも全く現実的ではないことを踏まえれば、2.0%をはっきりと超えて続伸する姿を描くのは難しいように思える。

～円相場の需給に偏りはない～

『中期為替相場見通し』で今後 1 年の上値を 114 円としているのは、「米 10 年金利が最高でも 2.0%程度までしか上がらない」という前提に立てばその程度だという認識に基づいている。それに加えて、需給面からも円安・ドル高が加速するようには見えないという事実もある。具体的に見てみよう。まだ、年明け以降のデータには乏しいが、需給は円売り・円買い、いずれにも傾斜していないように見える。為替市場への影響が最も注目



される貿易収支は昨年上半期(1～6 月期)の▲2.2 兆円という巨額赤字が、下半期(7～12 月期)

には+2.8 兆円と巨額黒字で相殺されており、今年に入ってから 1～2 月合計で約▲1100 億円と若干の赤字だが、本稿執筆時点で明らかになっている 3 月上中旬の貿易収支は約+2600 億円なので、1～3 月期の貿易収支は一段と均衡イメージが強まりそうだ。

本欄で予想の指針とする国際収支統計から試算する基礎的需給バランスは 1～2 月合計で約+8.8 兆円の円買い超過となっており、円高を予感させる。しかし、これは対外証券投資の少なさに由来した結果だ。国際収支統計に先んじて 3 月分が発表されている「対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)」を見ると、3 月の対外証券投資は+247 億円の売り越し、対内証券投資は▲8 兆 835 億円の売り越しとなり¹、ネット合計では▲8 兆 588 億円と巨額の流出超を記録している。対内証券投資の売り越しは、世界的な金利上昇の流れを反映して非居住者において債券を手放す動きが進んだ結果と思われる。いずれにせよ、5 月に発表される 3 月分の国際収支統計から算出される基礎的需給バランスに関しては、対内証券投資の売り越しが主導する格好で円売り超過への揺り戻しが予想される。結局、1～3 月期を合計して見れば、円売り・円買いのどちらにも傾斜していないという姿になるのではないか。

近年の年間値幅に匹敵する相場をこなし、ドライバーだった米 10 年金利上昇の天井も見え、円相場の需給にも偏りがなくなっているという現状を踏まえると、ドル/円相場は例年通りのレンジ相場に収束する可能性が高まっている。もちろん、米 10 年金利の若干の上昇や高止まりは予想される場所であるため、日米金利差に着目した円売り・ドル買いは慢性的に期待できる。それも考慮した上で年内 114 円程度というのが 1 つの上値目途と考えている。

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。

¹ 符号は日本から見た資本の動きに合わせている。+(プラス)は日本への流入、▲(マイナス)は日本からの流出

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
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡」に映った自分～に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられず～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄目も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
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～
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「收穫通減」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・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秋季世界経済見直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」