みずほマーケット・トピック（2021 年 9 月 17 日）

内容　1. 為替相場の動向　　2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック：実質実効為替相場（REER）の国際比較～過去 1 年で割安感が加速したのは円くらい～

1. 為替相場の動向（関連レポート：「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」）

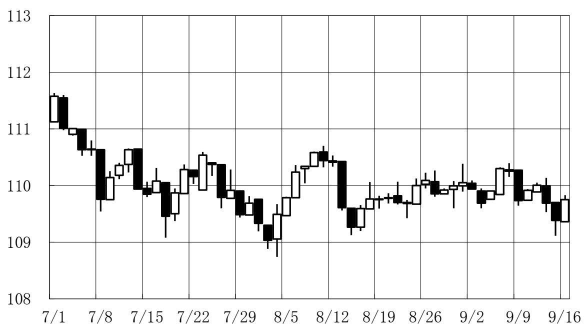
- 今週のドル/円相場は週半ばに値を下げる展開となった。週初 13 日、109.90 円付近でオープンしたドル/円は、日経平均株価の堅調推移にじり高となり、一時週高値の 110.16 円をつけた。14 日、ドル/円は海外時間に米 8 月 CPI の発表を控える中、110 円付近で動意薄の展開となった。海外時間では米金利上昇に伴うドル買いから前日の高値に並ぶも、米 8 月 CPI が市場予想を下回る結果となり、米株も軟調に推移したことでドル売りが加速し、109 円台半ばまで急落した。15 日、ドル/円は前日のドル売り地合いが継続してじり安となり、海外時間には一時週安値の 109.11 円まで続落したが、9 月 NY 連銀製造業景気指数の結果が好調で米金利の上昇も相まって 109 円台半ばまで値を持ち直した。16 日、ドル/円は上値の重い推移となったが、海外時間に入り、9 月フィラデルフィア連銀景況指数の結果が好感され米金利が前日に続き上昇すると、109 円台後半まで急反発した。本日のドル/円は 109 円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に下落した。週初 13 日、1.1810 付近でオープンしたユーロ/ドルは、海外市場でリスク回避の動きが強まり、1.17 台後半まで下落したが、一巡後は、米金利低下に伴うドル売りを背景に 1.18 台を回復した。14 日、ユーロ/ドルは米 8 月 CPI の伸び率鈍化が材料視され、一時週高値の 1.1846 まで上昇したが、その後は株安を受けたユーロ/円の売りに連れ安となり、1.18 付近で上値重く推移した。15 日、ユーロ/ドルは海外時間にユーロ圏 7 月鉱工業生産の良好な結果に 1.18 台半ばまで小幅に上昇したが、その後はドル買い優勢となり、1.18 付近まで反落した。16 日、ユーロ/ドルは 1.18 台前半での横ばいの値動きが継続していたが、その後は米経済指標の結果や米金利上昇によるドル買い圧力に押されて一時週安値の 1.1751 まで下落した。本日のユーロ/ドルも 1.17 台半ばでの取引となっている。

今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今週			
		9/10(Fri)	9/13(Mon)	9/14(Tue)	9/15(Wed)	9/16(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.77	109.92	109.99	109.72	109.39
	High	109.99	110.16	110.16	109.74	109.83
	Low	109.70	109.86	109.53	109.11	109.21
	NY 17:00	109.92	110.01	109.69	109.38	109.75
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1825	1.1812	1.1810	1.1803	1.1819
	High	1.1851	1.1817	1.1846	1.1832	1.1820
	Low	1.1810	1.1771	1.1800	1.1799	1.1751
	NY 17:00	1.1810	1.1810	1.1806	1.1816	1.1768
ユーロ/円	東京9:00	129.80	129.83	129.88	129.49	129.34
	High	130.27	129.94	130.18	129.50	129.35
	Low	129.72	129.60	129.38	129.07	128.61
	NY 17:00	129.82	129.92	129.49	129.23	129.15
日経平均株価		30,381.84	30,447.37	30,670.10	30,511.71	30,323.34
TOPIX		2,091.65	2,097.71	2,118.87	2,096.39	2,090.16
NYダウ工業株30種平均		34,607.72	34,869.63	34,577.57	34,814.39	34,751.32
NASDAQ		15,115.49	15,105.58	15,037.76	15,161.53	15,181.92
日本10年債		0.04%	0.04%	0.04%	0.030%	0.04%
米国10年債		1.34%	1.33%	1.28%	1.30%	1.34%
原油価格(WTI)		69.72	70.45	70.46	72.61	72.61
金(NY)		1,792.10	1,794.40	1,807.10	1,794.80	1,756.70

ドル/円相場の動向

ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、21（火）～22 日（水）にかけて FOMC が開催される。7 月 FOMC では量的緩和の段階的縮小（テーパリング）に関し、多くの FOMC メンバーは経済が広範囲に回復すれば 21 年中に資産購入ペースを減速させ始めることが適切と判断していることが確認された。8 月末のジャクソンホール経済シンポジウムではパウエル FRB 議長はデュアルマンデートに関する認識に関し、「物価の安定」について「さらなる著しい進展」を認める一方、「雇用の最大化」については課題が残っているとの見解が示された。こうした中、9 月 1 週に公表された 8 月雇用統計は市場予想を大幅に下回る結果に終わり、テーパリングについて「9 月決定、10 月開始」のタカ派シナリオは潰えた格好となった。とは言え、8 月の結果だけで「年内にテーパリング開始」という既定路線が覆ることも考えにくく、今後、①「11 月決定、12 月開始」、②「12 月決定、1 月開始」、③当面棚上げの 3 シナリオに構える必要がある。今回会合においては、FOMC メンバーのドットチャートと経済見通し（SEP）が更新予定であり、FRB の金融政策正常化プロセスは「量」から始まり、その後「金利」へと及ぶものとみられるため、ドットチャートの仕上りはテーパリングの開始時期とそのペースを示唆する材料となる。経済見通しは、ワクチン接種進捗の成果もあって前回（6 月）、前々回（3 月）とまとまった幅で引き上げられてきたが、デルタ株拡大への懸念や高止まりする物価動向を受けて消費者心理の悪化が確認されていることに留意したい。FRB はここまで物価の上昇は一時的との認識を示してきたが、8 月 CPI の結果を踏まえた足許の見解に関しても注目が集まる。

- 本邦では、21（火）～22 日（水）に日銀金融政策決定会合が開催予定。7 月会合では金融政策の大枠に変更はなく、前回 7 月会合は短期金利を▲0.1%、長期金利の指標になる 10 年物国債利回りを 0%程度に誘導する長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の維持を賛成多数で決めた。上場投資信託（ETF）を年 12 兆円を上限に必要に応じて買い入れるといった各種の資産購入策は全会一致での継続を決めた。また、新型コロナオペが 22 年 3 月末に期限切れとなるとなることが見越して、気候変動対応に係る金融機関の投融資（環境オペ）の骨組みも議論された。また、前回会合にて「経済・物価情勢の展望（展望リポート）」が更新されたが、依然、低成長・低インフレを脱する内容とはならなかった。ワクチン接種はほぼ欧米と遜色ない水準まで進展したものの、経済活動の正常化と実体経済の立て直しに結びついておらず、アフターコロナを見据えた金融政策の正常化には程遠い状況にある。今回会合においても緩和姿勢の維持が有力と考えたい。

	本　　邦	海　　外
9 月 17 日（金）	――――――――――――――	・ユーロ圏 8 月 HICP（確報） ・米 9 月ミシガン大学消費者マインド（速報）
20 日（月）	・祝日（敬老の日）	――――――――――――――
21 日（火）	・8 月工作機械受注（確報） ・日銀金融政策決定会合（22 日まで）	・米 4～6 月期経常収支（確報） ・米 FOMC（22 日まで）
22 日（水）	・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏 9 月消費者信頼感指数 ・米パウエル FRB 議長会見 ・米 8 月中古住宅販売件数
23 日（木）	・祝日（秋分の日）	・ユーロ圏 9 月製造業/サービス業 PMI（速報） ・米 8 月シカゴ連銀製造業活動指数 ・英 BOE 金融政策会合
24 日（金）	・8 月全国 CPI ・9 月製造業/サービス業 PMI（速報）	・米 8 月新築住宅販売件数

【当面の主要行事日程（2021 年 9 月～）】

日銀金融政策決定会合（9 月 21～22 日、10 月 27～28 日、12 月 16～17 日）
FOMC（9 月 21～22 日、11 月 2～3 日、12 月 14～15 日）
ドイツ連邦議会選挙（9 月 26 日）
自民党総裁選挙（9 月 29 日）
ECB 政策理事会（10 月 28 日、12 月 16 日、1 月 20 日）

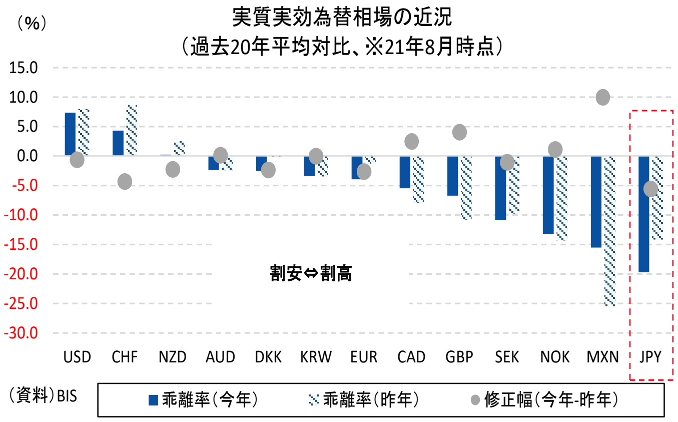
3. 実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去１年で割安感が加速したのは円くらい～

REER の国際比較

今週の本欄[1]では円の実質実効為替相場（REER）が 1970 年代前半並みの水準まで落ち込んでいることを議論した。昨日の日本経済新聞は「iPhone 価格、10 年で 3 倍の 19 万円　日本人平均月収の 6 割」と題し、新しい iPhone の値段が日本人にとって高騰している事実を報じていたが、iPhone に限らず、高級車や高級時計など輸入されるブランド品は過去に比べて明確に値段が上がっている。もちろん、定価自体の上昇も世界的に認められるだろうが、その程度をどれくらい大きなものと受け止めるかどうかは当該国のマクロ経済情勢に依存する部分もある。以下で議論するように、過去 1 年間において円の下落幅は主要通貨の中でも群を抜いて大きなものであり、これは購買力の著しい劣化を意味する。

過去１年で最も長期平均から乖離した円

図は今週、国際決済銀行（BIS）から公表された今年８月分の REER に関し、長期平均(20 年平均) との乖離率を見たものである。参考までに１年前（2020 年８月）から見た変化幅も分かるように示した。8 月時点で円の長期平均からの乖離率は▲19.7%を記録しており、これに次ぐメキシコペソの▲15.5%と比べてもかなり大きなマイナス幅だ。しかも、メキシコペソは 1 年前の▲25.5%から+10%ポイント程度上方修正が進んでいるが、円は 1 年前の▲14.2%から▲5.5%ポイント、下方修正が進んでいる。図示されるように、<u>この下方修正幅も主要通貨の中では突出して大きい</u>。スイスフランスは▲4.3%ポイントの修正幅でこれに次いで大きいが、そもそも 1 年前は+8.7%過大評価が進んでいたところ、今年+4.3%まで下方修正されているという話である。

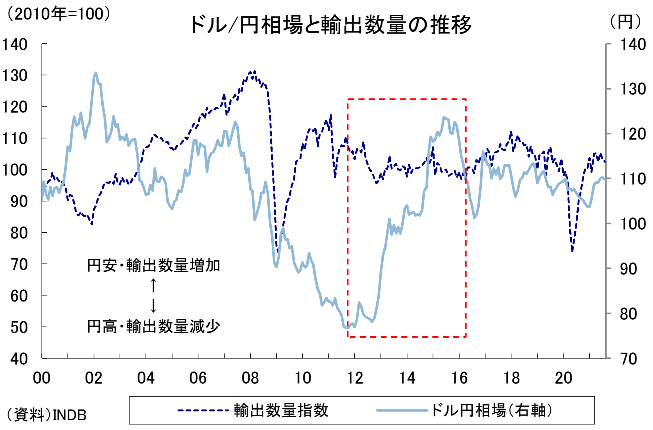


（資料）BIS

円の割安修正の経路は今のところ断たれている

<u>要するにメキシコペソは過大な割安が割高方向へ、スイスフランスは過大な割高が割安方向へ調整が進んでおり、それ自体は健全な話である。しかし、円は過大な割安がさらに過大な割安に進んでおり、それは健全な話では全くない</u>。ちなみにドルは過去 1 年間を通じて+6～7%の割高が維持されている。現状、ドル/円という通貨ペアは「最も割高な通貨」と「最も割安な通貨」の組み合わせであり、REER が平均回帰性向を有することを思えば、円高・ドル安を予想するのが理論的に無難である。筆者もかつてはそのような基本認識を抱いていた。

だが、過去の本欄でも論じたように、REER の割安感が日本の輸出数量増加ひいては貿易黒字に



（資料）INDB

[1] 本欄 2021 年 9 月 14 日号『70 年代前半まで落ち込む円の価値、その意味』をご参照下さい。

リンクしてこない以上、名目ベースの円相場が上昇する経路は断たれたままである。前頁図の赤点線四角部分が示すように、アベノミクスが持て囃され、ドル/円相場が+50%以上上昇しても輸出数量は緩慢な動きが続いた。「円安が過剰」と評価されるためには、結局それが貿易黒字に直結していずれ通貨高を招き、割安感が解消される必要がある。既に多くの日本企業が海外生産移管を進め、「円安→輸出」という経路が機能不全になっている以上、REER の割安感が名目円高を約束するとは限らない。

また、REER の割安感は日本の一般物価が諸外国に比べて出遅れていることに起因しており、それ自体が日本経済の宿痾だと言われて久しい。物価が延々と低迷している状態ならば REER の割安感も放置が続いてしまう。平均回帰性向を踏まえ、「REER はいずれ修正するもの」という考え方に立つのは教科書的には正しいものの、これを前提とした為替予想は危険を孕みそうである。

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に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
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5 月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏＆日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)