

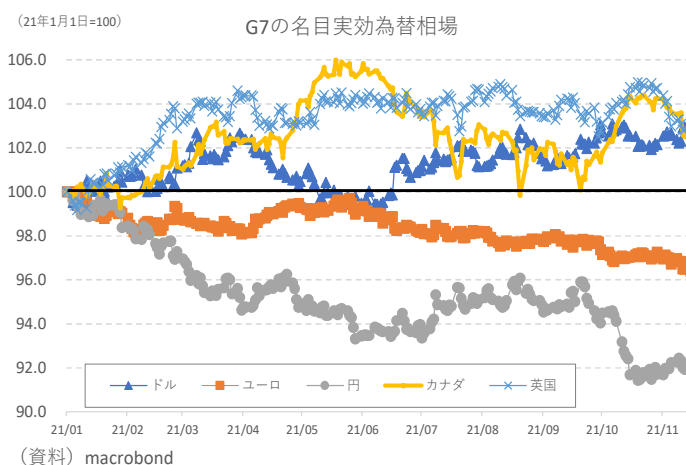
みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 24 日)

ドル/円、115 円台突破を受けて～色濃い日本回避～

ドル/円相場は 2017 年 3 月以来、4 年 8 か月ぶりの 115 円台を突破。その後、下押しされる展開も挟みつつ、本日も 115 円台で推移している。115 円は重要な節目だが、年初来の名目実効為替相場(NEER)における「円一人負け」の構図を踏まえれば、意外感はない。FRB の正常化プロセスが始まったばかりであるとすれば、米金利上昇やこれに伴うドル高も始まったばかりと考えられ、115 円は単なる通過点。これは『中期為替相場見通し』で繰り返し強調してきた通りである。筆者は海外経済の「敵失」があっても日本経済が劣後する状況は大して変わらず、株や為替市場における「日本回避」とも言えるムードは 2022 年以降も続くと考えている。成長率や物価に関する日本の劣後を前提とすれば、今後の注目はドル/円よりも実質実効為替相場(REER)だろう。15 年 6 月(70.64)以来の安値を突破した時、「アベノミクス越え」の水準として大きく騒がれるはず。それは円の購買力が変動相場移行直後まで劣化したことを意味する。2020 年初頭からの NEER の推移を G7 に関し比較すると、ドルは横ばい、ユーロが最強通貨で円が最弱通貨という構図。今後はドルが盛り返す一方で、円の出遅れが続くと予想したい。

～115 円に意外感なし～

東京市場休場となった昨日の為替市場ではドル/円相場が 2017 年 3 月以来、4 年 8 か月ぶりの 115 円台を突破した。その後、下押しされる展開も挟みつつ、本日午前中も 115 円台で推移している。パウエル FRB 議長再任報道が正常化路線継続への期待を後押しし、米金利とドルの相互連関的な上昇に繋がったとの解説が多い。ドル/円相場に関して言えば、10 月以降、115 円台へのトライは 2 度(10 月下旬・11 月中旬)見られていたが、いずれも跳ね返されていた。そうした経緯により

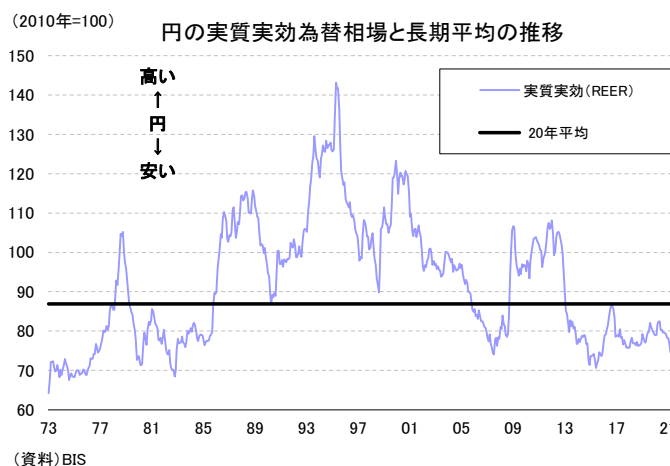


115 円付近を前にしたドル売り・円買い意欲が相応に消化されていたことも今回の動きに繋がった可能性もある。もっとも、こうした解説は後講釈に過ぎない。115 円突破は重要な節目であるにせよ、年初来の名目実効為替相場(NEER)における「円一人負け」の構図を踏まえれば、当然の帰結とも言える。後述するように、FRB の正常化プロセスがまだ始まったばかりであるとすれば、米金利上昇やこれに伴うドル高も始まったばかりと考えられ、115 円も単なる通過点と考えたい。元より『中期為替相場見通し』では今後 1 年の上値を 119 円と置いているが、概ね想定通りの展開と考えられるも

の、市場では FRB 利上げが 2022 年前半に食い込むとの見方も浮上している。だとすれば、120 円すらも 1 つの通過点と見なす余地はある。

～注目の節目は「120 円」ではなく「70.64」～

後述するように、筆者は海外経済の「敵失」があっても日本経済が劣後する状況は大して変わりそうになく、株や為替市場における「日本回避」とも言えるムードは 2022 年以降も続く公算が大きいと思っている。成長率や物価に関する日本の劣後を前提とすれば、今後の注目はドル/円の水準よりも実質実効為替相場 (REER) のそれではないだろうか。既に円の REER は今年 10 月時点で 70.82 と 2015 年 6 月 (70.64) 以来の安値を記録し

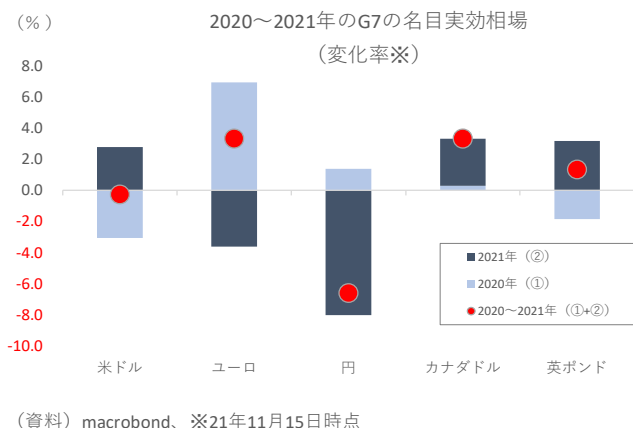


ている。2015 年 6 月はドル/円相場が 125.86 円をつけ、REER の水準について黒田日銀総裁が「これ以上円安になりそうもない」と述べた時期である。円相場の次の節目と言えはドル/円相場における「120 円」と思われがちだが、筆者は REER における「70.64」を割り込む展開を注視している。それは変動相場制移行直後と概ね同水準に円の価値が回帰するということでもある。

当時よりもドル/円相場の水準が円高気味であるにもかかわらず、REER の水準が当時並みに安くなっているのは、ひとえに日本の物価が国際的に見て低いからである。相対的な物価の低さはそのまま実質為替レートの下落に効いてくる。理論的にはその物価格差は名目ベースの円高で調整されるはずだが、もはや貿易黒字を持たず、対外純資産における証券投資割合も低下した現状を踏まえると、円買いの源泉を見出すのは困難である。REER が長期平均から乖離している事実を踏まえ、平均回帰性向を理由に円高を予想したくもなるが、それが現実になる経路が見当たらない。

～2020 年初頭からの評価:ドル横ばい、ユーロ上昇、円下落～

足許の状況に着目すれば、ドル全面高の色合いも強く、下がっているのは円だけではない。しかし、2020 年初頭から足許までの変化率を見れば、ドル相場は昨年の下げをようやく取り返したところである。図は G7 の NEER に関し、2020 年通年と 2021 年年初来の変化率を比較・総合したものである。ドルは 2020 年に▲3%程度下落したが、それを 2021 年の上昇で打ち消しており、ようやく「横ばい」とのイメージに落ち着いている。パウエル FRB 議長再任を経



て、FRB が現行の正常化プロセスの継続性を確固たるものにしたと考えれば、「利上げを当て込んだ米金利上昇に伴うドル高」はこれからが本番という考え方もできる。また、足許ではユーロ相場の下げに着目する向きもあるが、2020 年に+6.9%と大幅上昇したものが 2021 年は▲3.6%下落したに過ぎず、まだ半値押しですらない。むしろ過去 2 年弱の相場を踏まえるのであればユーロは依然として G7 における最強通貨である。片や、円は 2020 年の+1.4%上昇に対して 2021 年は▲8.0%と大幅に下落しており、その下げ幅は G7 において突出している。

こうした相場から汲み取れる情報は色々考えられるが、似たような日本の劣後は株式市場からも読み取ることができ、やはり金融市場における「日本回避」の色合いは否めないものがあるように思える。供給制約や高インフレ、そして新型コロナウイルスの感染再拡大は欧米を中心とする世界経済の大きな下押し要因に違いないが、結局、そうした敵失で日本経済の貧相さが隠されるわけではないことを 2021 年の円相場の動きはよく示している。このような基本認識は 2022 年の見通しを策定する上でも有用だと筆者は考えている。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(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～)
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～にわかに出口ロード～
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～新ガイドラ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～現実味帯びる「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～実現に近づくウォーラ想定～
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	気候変動オベを受けて～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～