

みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 18 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:「50 年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～	

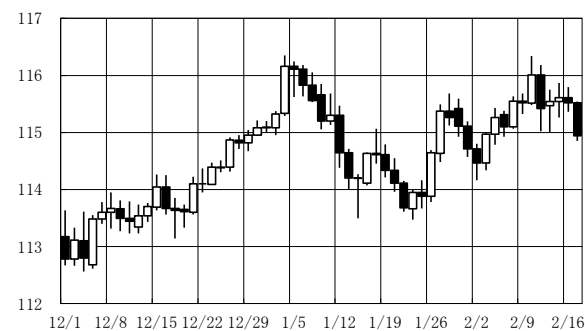
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に下落、軟調な推移となった。週初14日、115.60円付近でオープンしたドル/円は、日銀の指値オペ実施が下値を支える形となり、底堅い動きが続いたが、欧州時間入り、ウクライナ情勢に関する緊張が強まるとリスクオフムードとなり、一時115円付近まで下落。その後は複数の連銀総裁が金融政策の正常化を支持する見方が示される中、米長期金利が2%台を回復したことで115台後半まで上昇した。15日、ウクライナ情勢を睨み、リスク回避の円買いが進む場面があったものの、欧州時間入りのタイミングでウクライナ軍が一部帰還したと伝わると市場心理が改善し一時115.88円をつけた。ただし、その動きは長続きせず上値の更新には材料を欠いた。16日、ドル/円は前半、大きなヘッドラインがない中でレンジ推移が継続。海外時間には、リスクオフの円買いも見られた他、1月FOMC議事要旨ではタカ派傾斜の新規材料が見られなかったことで115円台前半を軟調に推移した。17日、ドル/円ウクライナ情勢を巡る地政学リスクの高まりを受けて軟調に推移した。海外時間においても米株式市場の下落に伴い続落し、一時週安値の114.85円まで下落した。本日のドル/円は前述の安値を更新する展開となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週半ばに高値をつける展開となった。週初 14 日、1.13 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、ウクライナ情勢を受けて一進一退の値動きが継続した。後半にかけては米長期金利上昇に伴うドル買いが優勢となり一時週安値の 1.1280 まで値を下げた。15 日、米 1 月 PPI の強い結果を受け一時ドルの選好が強まったが、ウクライナ情勢の緊張緩和を受けて1.13 台半ばまでじりじり値を戻す展開となった。16 日、ユーロ/ドルは米金利の低下に伴い一時 1.14 付近まで上昇。1 月 FOMC 議事要旨公表後もドル売り地合いが続いて一時週高値の 1.1395 まで上昇した。17 日、ロシア-ウクライナ間での軍事衝突のヘッドラインを受けて上値が押さえられ、1.13 台半ばでの値動きとなった。海外時間ではレーン ECB 理事が短期的な高インフレに過剰反応すべきでないとの発言をするも市場の反応は限定的となりやや方向感を欠いた。本日のユーロ/ドルは 1.1360 付近での取引となっている。

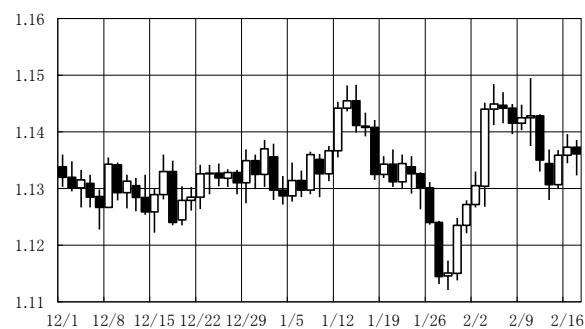
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		2/11(Fri)	2/14(Mon)	2/15(Tue)	2/16(Wed)	2/17(Thu)	
ドル/円	東京9:00	115.59	115.54	115.07	115.64	115.39	
	High	115.75	115.88	115.63	115.78	115.53	
	Low	115.02	115.26	115.06	115.36	114.85	
	NY 17:00	115.55	115.60	115.53	115.45	114.93	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1366	1.1306	1.1441	1.1356	1.1375	
	High	1.1369	1.1368	1.1448	1.1395	1.1386	
	Low	1.1280	1.1304	1.1397	1.1345	1.1323	
	NY 17:00	1.1307	1.1359	1.1417	1.1373	1.1362	
ユーロ/円	東京9:00	131.36	130.63	131.69	131.30	131.27	
	High	131.38	131.52	132.02	131.90	131.49	
	Low	130.05	130.44	131.50	131.11	130.40	
	NY 17:00	130.56	131.33	131.92	131.32	130.58	
日経平均株価		27,696.08	27,079.59	26,865.19	27,460.40	27,232.87	
TOPIX		1,962.61	1,930.65	1,914.70	1,946.63	1,931.24	
NYダウ工業株30種平均		34,738.06	34,566.17	34,988.84	34,934.27	34,312.03	
NASDAQ		13,791.15	13,790.92	14,139.76	14,124.09	13,716.72	
日本10年債		0.23%	0.22%	0.22%	0.22%	0.23%	
米国10年債		1.94%	1.99%	2.04%	2.04%	1.96%	
原油価格(WTI)		93.10	95.46	92.07	93.66	91.76	
金(NY)		1,858.76	1,871.18	1,853.61	1,869.80	1,898.43	

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、本日 18 日(金)に 1 月中古住宅販売件数、24 日(木)に 1 月新築住宅販売件数の発表を控える。12 月中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は 618 万件で前月比▲4.6%と 4 か月ぶりに減少となり、市場予想も下回った。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は 1.8 か月と昨年 1 月以来となる 2.0 か月未満の水準まで縮小し、過去最低も更新した。販売価格(中央値)は前年比+15.8%上昇し、2 か月連続で上昇している。将来的な利上げが確実視される中、住宅ローン金利も上昇基調にあるが、足許の動向を踏まえると住宅市況が減速した原因は供給面の要因が大きいことが垣間見える。また、住宅購入の先行指標である 12 月住宅販売成約件数は前年比▲3.8%と 8 か月ぶりの大幅低下を記録しており、今後も伸び悩みが予想される。また、新築住宅販売件数に関しては、同+11.9%となる 81.1 万件と 9 か月ぶり高水準を記録。在庫月数は 6.0 か月と 1 年前の 3.8 か月からやや増加したが、直近 2 か月に関しては減少が続いている。なお、ブルームバーグの事前予想では中古住宅販売件数の結果に関し、前月比▲1.3%(610 万件)、新築住宅販売件数については、同▲0.1%(81 万件)としている。
- 欧州では 23 日(火)にユーロ圏 2 月 PMI(速報)が発表される。1 月総合 PMI は 52.3 と 2 か月連続での悪化となり、昨年 2 月以来の低水準を記録した。総合 PMI は昨年 7 月をピークに減速傾向にある。内訳を見ると、製造業が 58.7 でサービス業は 51.1 となった。製造業に関しては 12 月から改善し、堅調さを保った。供給制約は若干緩和したことで、先行きの生産能力についての期待が高まりつつあることや人手不足に伴う雇用の拡充が進んでいる点が報告された。サービス業に関しては、前月に続いていた悪化となった。製造業と比較してオミクロン株の感染拡大による行動制限措置の影響が根強く、対面サービス部門が軒並み減速する格好となった。国別にみると、概ね軟調な結果となっているが、各国の感染拡大状況には差が出ており、フランスでは 2 月に入りピーク時の 4 分の 1 程度まで新規感染者数は抑制されている一方、ドイツでは断続的に新規感染者数の最大を更新している。特にサービス業についてはこういった動きが結果に反映される展開も想定される。なお、ブルームバーグの予想では 2 月の結果に関し、総合が 53.4、製造業、サービス業をそれぞれ 58.6、51.7 としている。

	本 邦	海 外
2 月 18 日(金)	・1 月全国 CPI	・ユーロ圏 12 月経常収支 ・ユーロ圏 2 月消費者信頼感指数(速報) ・米 1 月中古住宅販売件数
21 日(月)	・2 月製造業/サービス業 PMI(速報)	・ユーロ圏 2 月製造業/サービス業 PMI(速報)
22 日(火)	・1 月工作機械受注(確報) ・1 月企業向けサービス価格指数	・米 2 月コンファレンスボード消費者信頼感指数
23 日(水)	—————	・ユーロ圏 1 月消費者物価指数(確報)
24 日(木)	—————	・米 10~12 月期 GDP(確報) ・米 1 月シカゴ連銀製造業活動指数 ・米 1 月新築住宅販売件数
25 日(金)	・12 月景気動向指数(確報)	・ユーロ圏 2 月消費者信頼感指数(確報) ・米 2 月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米 1 月耐久財受注(速報)

【当面の主要行事日程(2022 年 2 月～)】

ECB 政策理事会(3 月 10 日、4 月 14 日、6 月 9 日)

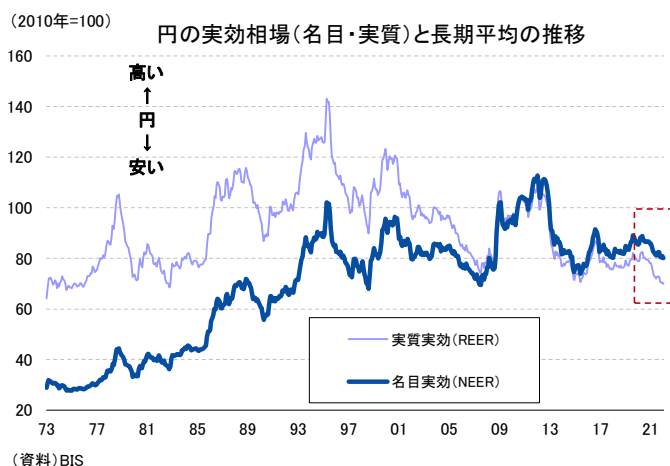
FOMC(3 月 15~16 日、5 月 3~4 日、6 月 14~15 日)

日銀金融政策決定会合(3 月 17~18 日、4 月 27~28 日、6 月 16~17 日)

3. 「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～

「黒田ライン」突破と「50年ぶりの円安」

昨日、国際決済銀行（BIS）から公表された1月分の実質実効為替相場（REER、narrow ベース）は69.81と1982年10月以来、約40年ぶりの安値を更新した。しかし、1973年や1974年の平均が69.8～69.9程度なのでヘッドラインでは「50年ぶりの円安」との表現が躍っている。ちなみに比較可能な時系列が短くなるが、より多数の通貨を対象としたbroad ベースでは67.55と過去最低を更新していることも目を引く。REER（narrow ベース）の低水準に関しては2015年6月の70.64



が一部で「黒田ライン」と呼ばれ注目されていた。これは2015年6月10日にドル/円相場が125.86円とアベノミクス下での最高値をつけた時期であり、同日の衆議院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語ったことに由来している。今やREERは黒田ラインを▲1%以上割り込んでいる。7年前、総裁自らの口から「ありそうにない」と言われた事態が進行中なのである。

名目と実質の格差が最大に

ここまでで違和感を覚えた読者もいると思うが、ドル/円相場の最高値に関し、2015年6月は125.86円、2022年1月は116.35円であり、名目為替レートに関して言えば10円近くも現在の方が円高である。上図に示すように、名目実効為替相場（NEER）ベースの円安は穏当なものにとどまっている。具体的に長期平均（20年平均）と比べた場合、2022年1月のREERは▲19.3%過小評価されているが、NEERは▲6.9%にとどまっている。REERとNEERの差は諸外国との物価格差なので、ここからは海外



と比較した日本のデフレーション状況が著しい現状が見て取れる。日本の物価情勢が芳しくないことは元々の話ではあるが、REERとNEERの格差がここまで開いたことはない（図）。

こうした状況に至った背景は明確である。世界の景気循環が均質化している現代において、過去1年は日本だけが断続的にマイナス成長を繰り返した。その理由はこれまで何度も論じているが、日本特有の情緒的なコロナ対策の結果としか言いようがない。2021年、欧米は潜在成長率の倍速以上で成長したのに日本だけそうならなかったのは、政策的に消費・投資意欲を削ぐ措置が慢性化していたからに他ならない。必然的に「経済の体温」である物価に関し、日本とそれ以外の国で差は開く。

もちろん、諸外国は程度の差こそあれ、物価上昇に順じる格好で賃金も伸びている。ということは、今後、ドル/円相場などに象徴される名目相場の水準がどうであれ、実質相場の停滞を背景に日本が国際貿易の世界において「買い負け」することが懸念される。実際、魚介類や肉類の買い付けにおいて中国に競り負けるというニュースは近年散見されるようになっている。世の中はドル/円相場の水準に着目しがちではあるが、REER の下落も日常生活に多大なる影響を持つことは忘れてはならない。いや、むしろ名目のドル/円相場が動意を失っている以上、為政者は REER を注視した方が賢明ではないかと思える。

アフターコロナでは日本のサービスを買いに来るはず

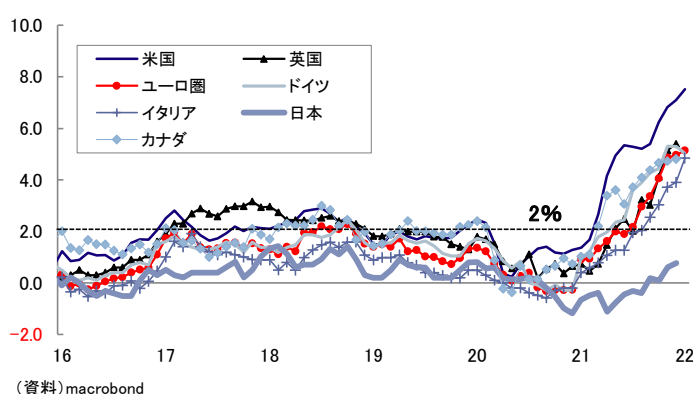
なお、「REER が安い」という事実は今後、海外から日本へやってくる人々が目にする価格設定が相対的に安く感じることも意味する。言い換えれば、REER が大幅に下がったことで「コロナ以前と比較して購買力が著しくパワーアップした人々が海外からやってくる」という状況が到来することになる。これを「観光立国化の起爆剤」と捉えること可能であると同時に「安い日本の始まり」と捉えることも可能である。いずれにせよ経済活動において「コストが安い」という事実は重要な競争力の源泉であることは間違いないのだから何とかこの状況を活かして日本経済の復調を図るしかない。そのように考えると従前継続され、非科学的な措置だと批判されてきた入国規制の在り方などは長期的なビジョンに欠ける愚策であったと言わざるを得ない。元より人口が減少傾向にあり、資源も持たない日本は海外から人やモノを受け入れない限り、活路を見出すことはできない。より長い時間軸で見通した場合、「安い日本」に魅力を覚えて海外から人・物・カネが集まってくるようになれば、いずれ経済・物価情勢も上向く目も出てくるであろう。しかし、国内に対しては行動制限、海外に対しては入国制限を決め込んでしまっていては需要が喚起される道が全く見出せない。

「経済より命」の代償

本欄では執拗に述べていることだが、「経済より命」という大義の下で取られている過剰な防疫政策の結果が低成長ゆえの低物価に繋がり、REER の下落に直結しているという事実が確実にある。2月、コロナ分科会が出口戦略の可能性を示唆したことに関し、筆者は国政選挙を控える現政権の下ではまず無理だろうと述べた。この点、昨日岸田首相は新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けを現在の「2類相当」からインフルエンザ並みの「5類」へ引き下げるかどうかを問われ、案の定、「このタイミングで分類を変更するのは現実的ではない」と述べた。高確率で第6波の記憶も新しいうちに第7波を懸念して類似の騒ぎが起きる可能性が非常に高いと言わざるを得ない。

それが高支持率に直結する事実はもはや動かしやうがないものの、そうした政策運営により他国との成長率や物価の格差は一段と開くことになる。欧米は経済正常化を優先するのだから、元々日本を凌駕していた物価はさらに上伸することになる(図)。当面は金利差拡大を理由とした名目ベースの円安は元より、物価差拡大を理由とした実質ベースの円安圧力が時々刻々と蓄積することが見えてい

(%, 前年比) 主要国のCPIの推移(%, 前年比、総合)



る。上述したように、資源を筆頭に、あらゆるシーンで日本が諸外国に対して「買い負け」していることが伝えられる可能性も高い。「経済より命」という短期的には耳あたりの良い防疫政策によって日本経済が中長期的には失うものは非常に大きいように思えてならないが、人口動態上、目先のリスクを回避することに徹する高齢化社会では受け入れるしかない運命なのだろうか。世論は難しいとしても、金融市場のアラーム機能を通じて為政者が経済正常化に舵を切ることを切望するばかりである。

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。

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
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
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～
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～バイト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～「目先の生活」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