

## みずほマーケット・トピック(2022年3月15日)

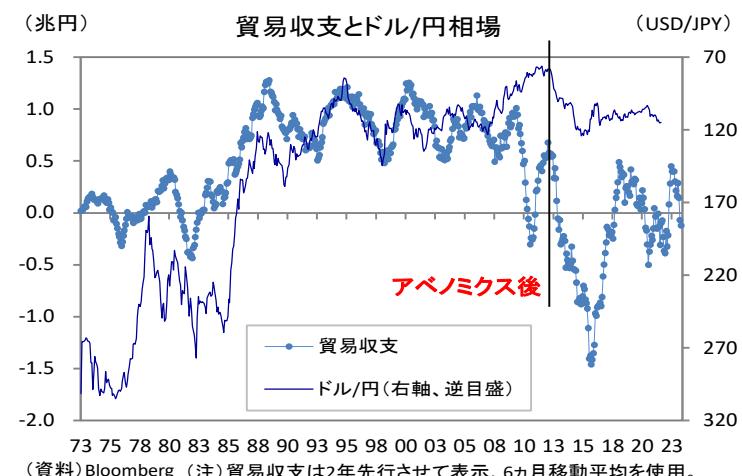
## 円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～

ドル/円相場は続伸し、遂に118円台で定着している。円ひいては日本経済に対する評価が素直に反映された結果であろう。なお、多くの市場参加者が円安見通しに傾斜し始めていることを受け「そのような場合は天井(ドル/円相場の高値)が近い」との声もある。確かに、その可能性はあるものの、それは再び苛烈な円高が訪れるということを意味しないだろう。調整はどのような通貨ペアに訪れるものだ。問題はその調整幅である。今の日本が「成熟した債権国」が「債権取り崩し国」へ向かう変化の途上にあるならばもはや円高方向への調整は浅いもので終わる可能性がある。その変化を駆動するのは貿易収支だが、明らかに黒字から赤字へ構造変化した2012年前後を境にドル/円相場も円高・ドル安への動きが限定されている。拠って立つ実需構造が変化を強いられる中で、円高方向の動きは穩当なものになりつつある。ラフに言えば、当面のドル/円相場は「三歩進んで二歩下がる」といったイメージの軌道を想定しておきたいところ。

## ～「三歩進んで二歩下がる」～

ドル/円相場は続伸し、遂に118円台で定着している。次の節目である119円台は2016年2月初頭、すなわちマイナス金利導入直後の水準である。円金利の先高観を見越した買いという思惑も否めないが、やはり円ひいては日本経済に対する評価が素直に反映された結果だと筆者は考えている。ここにきて多くの市場参加者が円安見通しに傾斜し始めていることを受け「そのような場合は天井(ドル/円相場の高値)が近い」との声もある。確かに、得てしてコンセンサスが集約される時が天井になりやすい。定性的な話にも聞こえるが、コンセンサスが集約される過程でポジションの傾きが急になり、それが後に調整を迎えるやすくなるという側面は確かにあるのだろう。

ただし、それは再び苛烈な円高が訪れるということを意味しない。変動為替相場である以上、上下動はあって当然である。大幅な円安を経験した後に、円高に振れる局面が到来するのは自然であり、対外純債務国の通貨でも上昇が続く局面はある。問題はその調整幅である。先週以来議論しているように、今の日本が「成熟した債権国」が「債権取り崩し国」へ向かう変化の途上にあるならばもはや円高方向への調整は浅いもので終わる可能性がある。その変化を駆動するのは貿易収支だが、明らかに黒字から赤字へ構造変化した2012年前後を境にドル/円相場も円高・ドル安への動きが限定されている(図)。拠って立つ実需構造が

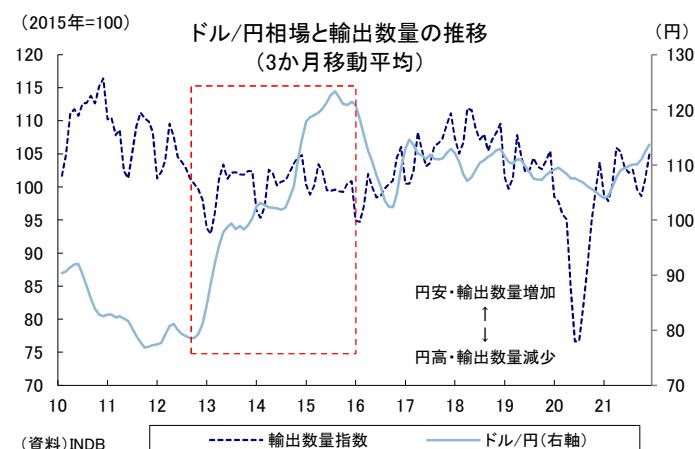
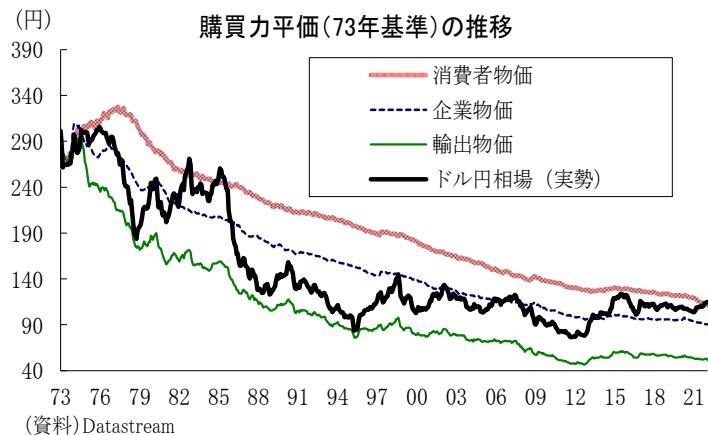


変化を強いられる中で、円高方向の動きは穩当なものになりつつあるのだろう。ラフに言えば、当面のドル/円相場は「三歩進んで二歩下がる」といったイメージの軌道を想定しておきたい。

### ～PPP からも明らかな構造変化～

ドル/円相場の置かれている局面が根本的に変化しているとの考え方には購買力平価(PPP)の動きからも良く分かる。右図に示すように、やはり 2012 年前後から実勢相場と PPP の関係性は変化している。具体的には 2012 年以降に始まった円安・ドル高はそのまま実勢相場の天井として長年機能してきた企業物価ベース PPP を上抜けし、その後これをフロアとして継続している。これほど

長期にわたって企業物価ベース PPP を上抜けした状態が続いたことは過去に類例がない。それどころか足許では消費者物価ベース PPP を上抜けようとしている。消費者物価ベース PPP をはっきり上抜けたことはプラザ合意を招いた激しい 1970 年代後半から 1980 年代前半のドル高局面くらいしかない。ちなみにプラザ合意直前の 5 年間(1980～84 年)の貿易収支は合計約+14 兆円あったのに対し、直近 5 年間(2017～2021 年)のそれは約▲1 兆円であり、需給環境という意味では既に当時よりも大分悪くなっている。PPP 対比で見た「過剰な円安」はそれが輸出を増やし、貿易黒字を稼ぎ、結果的に円高を引き起こすから「過剰な円安」なのである。既に「円安→輸出増」のチャネルが切れた日本において PPP を基準として「過剰な円安」を正当化することは難しいと言わざるを得ない。



### ～思い返されるボルカー時代とプラザ合意～

以上は日本側の事情を勘案した話だが、米国側の論点を勘案すれば、「1970 年代後半から 1980 年代前半」という時代はそのままボルカー前 FRB 議長がインフレ退治に尽くした期間と概ね一致する。安易な比較を承知で言えば、今次ドル高局面がいずれ政策協調が必要なほど水準にまで昇華される可能性もリスクシナリオとしてはあり得る。戦争やこれに伴う資源高で実体経済への負荷が懸念されながらもパウエル FRB 議長が従前の路線を変える雰囲気は感じられず、米金利とドルの相互連関的な上昇がウクライナ危機如何に拘わらず続くという可能性も視野に入る。

また、正常化プロセスの手綱を緩めたとしても、米金利上昇が収まり、米株が反転、やはりリスクオンムードの中で円安が進みやすくなる可能性もある。ほかにも様々なシナリオを描くことは可能だ

が、かつてのような円独歩高を予想するだけの材料を見つけるのは難しいと言わざるを得ない。

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](mailto: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](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3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～）
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステムクリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～
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」の様相を示す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～ドイツの自傷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る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）
	動きそうな「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」を体現するアバ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～本当に正常化プロセスは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～～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	円安に触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～