

みずほマーケット・トピック(2022年5月27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: ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらい PPP からの乖離～

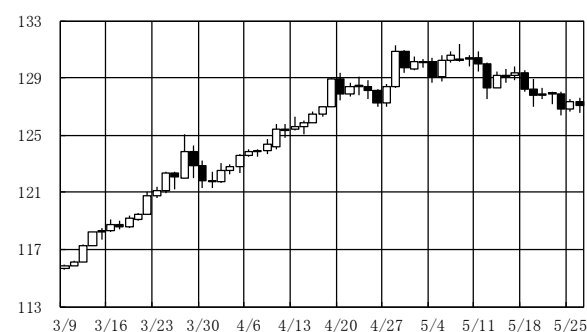
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は週半ばに急落し持ち直す展開。週初23日、127.90円付近でオープンしたドル/円は先週末からのドル売りの流れが継続し127円台前半まで下落したが、その後は日米首脳会談でのバイデン米大統領の対中関税引き下げに関する発言からリスク回避の動きが一段。株式市場の堅調推移や米金利上昇に支えられ、127円台後半まで値を戻した。24日、ドル/円は米長期金利の上昇を横目に一時週高値の128.08円まで上昇も、ドル売り需要の強さに上値の重い展開が継続した。海外時間では株式市場の軟調推移や米長期金利低下に加え、米5月PMIの弱い結果に更にドル売りが加速し、一時週安値の126.37円まで急落した。25日、ドル/円は5・10日要因に伴う実需のドル買いや米長期金利上昇にサポートされじりじりと上昇。海外時間ではブレナードFRB副議長によるインフレ抑制へのタカ派的な発言に127円台半ばまで上値を伸ばした。26日、ドル/円は国会答弁での黒田日銀総裁による日銀の出口戦略を連想させる発言に円買いが強まり126円台半ばまで下落。その後は株価の持ち直しや米金利上昇に再び127円台前半まで反発した。本日のドル/円は127円付近での取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は上昇、堅調推移となった。週初23日、シドニー時間に週安値の1.0559をつけた後にオープンしたユーロ/ドルは1.05台後半で小動きとなったが、独5月IFO企業景況感指数の良好な結果やラガルドECB総裁によるマイナス金利脱却の可能性に触れたタカ派的な発言を背景にユーロ買いが強まり1.07手前まで上値を伸ばした。24日、ユーロ/ドルはECB関係者のタカ派的な発言や米経済指標の冴えない結果にドル売りが強まり、一時週高値の1.0748まで急伸、その後も堅調な値動きとなった。25日、ユーロ/ドルは前日までとは一転してECB関係者によるハト派的な発言から欧州経済の先行きが懸念された他、ポジション調整の動きに前日の高値圏から1.06台半ばまで下落。その後は小反発も戻りは鈍く、1.06台後半での揉み合いとなった。26日、ユーロ/ドルは欧州時間に下げ幅を広げるも、欧州株の堅調推移が支援材料となり、1.07台前半まで上昇した。本日のユーロ/ドルもその水準での取引が継続している。

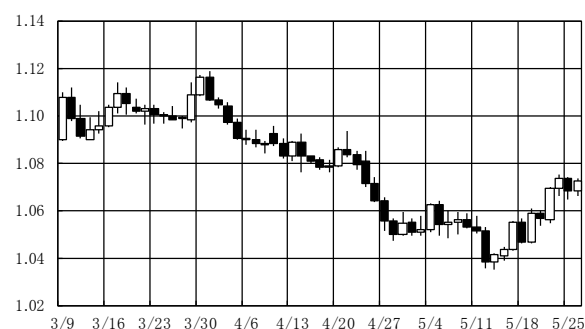
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		5/20(Fri)	5/23(Mon)	5/24(Tue)	5/25(Wed)	5/26(Thu)	
ドル/円	東京9:00	127.85	127.87	127.82	126.73	127.15	
	High	128.30	128.05	128.08	127.49	127.58	
	Low	127.53	127.16	126.37	126.67	126.56	
	NY 17:00	127.92	127.92	126.85	127.31	127.07	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0580	1.0570	1.0686	1.0733	1.0687	
	High	1.0600	1.0697	1.0748	1.0737	1.0732	
	Low	1.0533	1.0559	1.0662	1.0642	1.0664	
	NY 17:00	1.0569	1.0692	1.0735	1.0680	1.0732	
ユーロ/円	東京9:00	135.17	135.02	136.43	136.00	136.07	
	High	135.71	136.80	136.75	136.19	136.63	
	Low	134.63	134.70	135.60	135.10	135.25	
	NY 17:00	135.10	136.70	136.17	135.92	136.33	
日経平均株価		26,739.03	27,001.52	26,748.14	26,677.80	26,604.84	
TOPIX		1,877.37	1,894.57	1,878.26	1,876.58	1,877.58	
NYダウ工業株30種平均		31,261.90	31,880.24	31,928.62	32,120.28	32,637.19	
NASDAQ		11,354.62	11,535.28	11,264.45	11,434.74	11,740.65	
日本10年債		0.24%	0.23%	0.23%	0.21%	0.23%	
米国10年債		2.79%	2.86%	2.75%	2.75%	2.74%	
原油価格(WTI)		110.28	110.29	109.77	110.33	114.09	
金(NY)		1,842.10	1,847.80	1,865.40	1,846.30	1,847.60	

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、1日(水)に5月ISM製造業景気指数、3日(金)にISM非製造業景気指数が発表される。4月の結果はそれぞれ55.4、57.1となり、共に3月から低下した。製造業については新規受注指数と受注残指数が低下したことが指摘されており、これは需要面の悪化ではなく、サプライチェーンの混乱や既に受注残が多い中で新規受注を受けられないといった供給面の要因とされている。現に物流状況を示す入荷遅延指数は1.8ポイントの上昇の67.2と高い水準を記録した他、雇用指数は50.9と3月から▲5.4ポイント悪化しており、企業にとって労働力の確保が依然困難である状況を示唆する内容となっている。非製造業について、事業活動指数は行動制限措置の撤廃に伴って良化しているものの、製造業と同じく企業側の雇用環境は厳しく、雇用指数は49.5と▲4.5ポイントの悪化となった。なお、ブルームバーグの予想では、5月の結果をそれぞれ55.0、57.0としている。経済指標関連ではこの他、3日(金)に5月雇用統計が公表予定となっている。
- 欧州では31日(火)に5月消費者物価指数(HICP、速報)の発表を控える。4月の結果は前年比+7.4%となり、過去最高を更新した。引き続き原油価格を筆頭にエネルギー価格の上昇が目立つが食品、エネルギー、アルコール、たばこを除いたコアインフレ率も同+3.5%と3月の同+3.0%から着実に上昇している。こうした中で、ECBのインフレ対応の必要性は依然強まっており、ラガルド総裁はECBのブログで定例購入プログラムであるAPPの早期終了とマイナス金利政策を7～9月期の終わりまでに終える方針を示した。今回の結果は6月上旬開催のECB政策理事会に先行して公表されるため、必然的に注目度が高まる状況となっている。
- 本邦では31日(火)に4月失業率、有効求人倍率が公表される。失業率について、3月の結果は2.6%と3月から0.1ポイント改善した。完全失業者数は179万人で、前月比▲9万人と2か月連続で減少した。また、21年度の完全失業率は、前年度から0.1ポイント改善しての2.8%となった。一方、有効求人倍率は1.22倍となった。2月と比較して0.01ポイント改善した。21年度は1.16倍で有効求人倍率は3年ぶりに上昇したが、コロナ禍以前の19年度が1.55倍であったことを考えると未だ感染拡大による景気停滞から脱却出来ていないと言える。4月以降は1～3月期と比較して新規感染者数は減少傾向にあるものの、政府は感染抑制を志向した政策運営を継続しており、労働市場が上向きには引き続き時間を要しそうな状況である。なお、4月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想では完全失業率を2.6%、有効求人倍率を1.23倍としている。

	本 邦	海 外
5月27日(金)	・5月東京CPI	・米5月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米4月個人支出
30日(月)	・4月工作機械受注(確報)	・ユーロ圏5月消費者信頼感指数(確報)
31日(火)	・4月失業率/有効求人倍率 ・4月小売売上高 ・4月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏5月消費者物価指数(速報) ・米5月コンファレンスボード消費者信頼感指数
6月1日(水)	・1～3月期設備投資 ・5月製造業PMI(確報)	・米5月ISM製造業景気指数
2日(木)	—————	・ユーロ圏4月PPI ・米4月製造業受注
3日(金)	・5月サービス業PMI(確報)	・ユーロ圏4月小売売上高 ・米5月ISM非製造業景気指数 ・米5月雇用統計

【当面の主要行事日程(2022年6月～)】

ECB 政策理事会(6月9日、7月21日、9月8日)

FOMC(6月14～15日、7月26～27日、9月20日～21日)

日銀金融政策決定会合(6月16～17日、7月20～21日、9月21～22日)

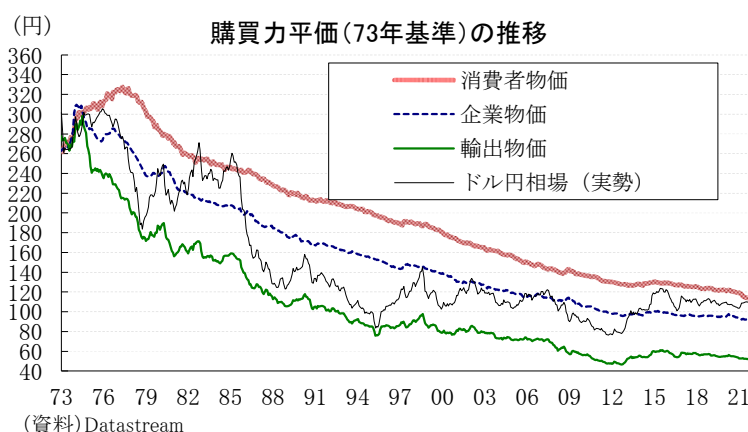
3. ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらい PPP からの乖離～

ドル/円相場の理論値について

ドル/円相場は 127 円付近で小康状態にある。ここにきてこれ以上のドル/円相場上昇の難しさを指摘する論調も増え始めている。5 月 21 日、日本経済新聞が『円の理論値、1 ドル=106 円 70 銭 実勢値かなり割安 21 年 10～12 月「日経均衡為替レート」』といった記事を報じている。日本経済新聞社と日本経済研究センターが四半期に 1 度公表する「日経均衡為替レート」は 2021 年 10～12 月期時点で 106.70 円と同時期の実勢相場（114 円程度）に照らして大きく円高・ドル安であったとされる。前期（7～9 月期、107.8 円）に照らしても円高に修正されているが、10～12 月期はこれに反し円安・ドル高が顕著に進んだ時期でもある。理論値算出にあたっての詳しい回帰式などは公開されていないが、「政府債務や対外純資産、内外金利差、交易条件、貿易財と非貿易財の価格比といった国内外のマクロ経済指標」を変数として円の実効相場を算出してから、加重平均の際に用いた貿易ウェイトを通じて対ドル相場を逆算するという手法が取られている。日経センターの公表文では、今回理論値が円高になった背景として米国の政府債務が増えたこと、米国の実質金利が低下したこと、日本の対外純資産が増えたことなどが指摘されている。しかし、米国の実質金利は 2022 年 1～3 月期に急騰しており、日本の経常黒字は劇的に減少している（1 月は過去 2 番目の赤字）。理論値は恐らく円安に戻っている可能性が高いのではないかな。

使えなくなってしまった PPP

しかし、「理論値に比べて乖離がある」という状況は今に始まったのではない。為替相場にフェアバリューは無いが、最も標準的に用いられる理論的な尺度として購買力平価(PPP)がある。その PPP も消費者物価指数(CPI)、企業物価指数(PPI)、輸出物価指数などいずれを使うかによって大きく水準は異なるが、これら 3 つの物価尺度を用いて PPP を算出し、実勢相場をそのバンドの中で捉え



ようとする試みはドル/円相場の分析を行う上で伝統的に行われているものである。これに照らせば 10 年前からドル/円相場の上方乖離が際立っているという事実が分かる(図)。2022 年 3 月時点の PPP を示すと、CPI ベースが 110 円、PPI ベースが 88 円、輸出物価ベースが 50 円である。現在の実勢相場(125～130 円)はいずれの PPP からかなり遠い。

10 年前までは PPP は相応に使える尺度だった。図示されるように、1985 年のプラザ合意から 2013 年くらいまで、ドル/円相場は企業物価ベースの PPP を上限とするように推移していた。これが 2013 年以降、様子が変わり始め、企業物価ベース PPP が下限、消費者物価ベース PPP が上限となるようなレンジに切り上がった。こうした実勢相場のシフトアップは 2012～2013 年以降、日本の貿易黒字が失われ、「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」にシフトしたという事実と無関係ではないと筆者は考えている。PPP 対比で見た「過剰な円安」はそれが輸出数量を稼ぎ、貿易黒字を積み上げ、いずれ円買いをもたらすからこそ結果的に「過剰な円安」と言える。もはや輸出拠点としてパワーを失った日本で過去

の物価格差の累積から導かれる PPP を用いて、実勢相場の割安・割高を論じるのは難しくなっているというのが実情に感じられる。「理論値からの乖離」は幅を持って受け止める必要があるだろう。

円安の修正。「何かあるとしたら日銀から」

また、前頁図に示されるように、実勢相場が CPI ベースの PPP を上抜けていたのはプラザ合意前の 1980 年代前半くらいであり、その意味で政策協調が必要なレベルの円安・ドル高が進んでいるようにも思える。しかし、当時は円安に振れるほど日本の輸出が競争力を改善し、貿易黒字が積み上がるという経済構造があった。円安・ドル高で米国経済が困るからこそプラザ合意に至ったわけであり、その点が今とは大きく状況が異なる。現在に目をやれば、インフレ抑制が至上命題となっている今の米国の経済・金融情勢においてドル高で困ることは基本的に無い。また、本当に円高・ドル安方向への修正が必要と判断される場合において、最初に変化を迫られる間違いなく日本の金融政策であろう。為替介入であったり、政治的な協調による為替相場の誘導であったりといったトピックは世間の耳目を引きやすいが、そうした政治の所管する通貨政策の対応を期待する前の段階として金融政策の修正がなければ筋が通らない。現時点で円安もドル高も日米両政府が大きな懸念を抱いているようには見受けられないが、「何かあるとしたら日銀から」という客観的な事実関係は押さえておきたいところである。

市場営業部
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5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
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	経常赤字は新常态なのか?～「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ミッ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見直し改定について～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