

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 25 日)

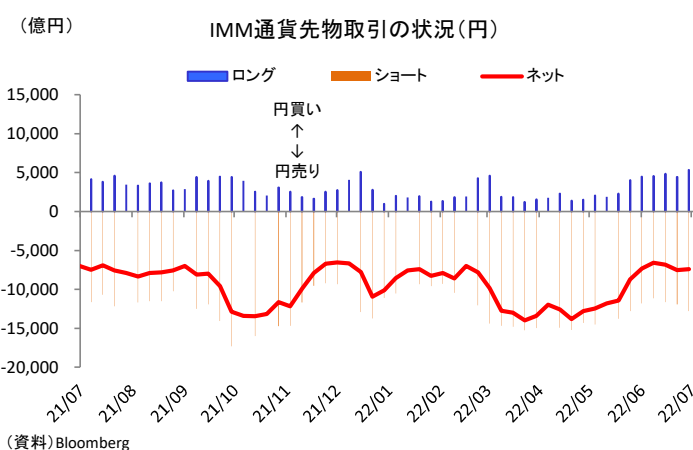
ドル/円相場の近況をどう評価するか？

先週のドル/円相場は 1 日で 139 円弱から 135 円台半ばまで▲3 円強も急落。「円安局面は遂に終わったのか」という照会が多い。しかし、3 月から始まった円安は「日本売り」の色合いを帯びており、日本側から変化の契機となるような材料が出されない限り、局面転化の指摘は難しい情勢。今後、金利面では「円だけマイナス金利」の状況に陥ることが見えている。需給面では 22 年上半期の貿易赤字が史上最大を記録したことを見れば、多くの説明を要しない。円買いに関しては「売られ過ぎたから」以外の理由を見つけるのが難しいが、IMM 通貨先物取引の状況に目をやれば、実は今年 4～5 月をピークとして投機的な円売りは減少傾向。むしろ円ロングが増えている中で円安が進んでおり、逆張り(円高)に賭けた投機筋がファンダメンタルズに根差した円売りに押されているようにも見える。現在の値幅はロシア LTCM 危機のあった 98 年以来だが、円安方向の値幅としては 89 年以来。今年の値動きが歴史的なものであることは間違いなく、その事実から円相場ひいては日本経済の構造変化の可能性を検討することは自然。

～実は投機的な円売りは 5 月がピークだった～

先週 21 日から 22 日かけてのドル/円相場は 1 日で 139 円弱から 135 円台半ばまで▲3 円強も急落した。背景としては米景気後退懸念に伴う米金利低下およびドル安が指摘されている。これと同じ光景は 5 月にも目にしており、「円安局面は遂に終わったのか」という照会が相次いだ。しかし、当時から述べているように、3 月から始まった円安は「日本売り」の色合いを帯びており、日本側から変化の契機となるような材料が出されない限り、局面転化の指摘は難しいと筆者は考えている。

今後、金利面では「円だけマイナス金利」の状況に陥ることが見えており、市場のボラティリティが落ち着いて来れば円を調達通貨とするキャリー取引が合理的な行動になりやすい。9 月にスイス国立銀行(SNB)が利上げに踏み切ることで完成する「円だけマイナス金利」という絵図に為替市場はどう反応するだろうか。需給面では 2022 年上半期の貿易赤字が史上最大を記録したことを見れば、多くの



説明を要しない。米景気の先行き如何にかかわらず、東京外国為替市場では円を売りたい事業法人が優勢であり、それ自体がドル/円相場の下値を支える。一方的な相場が続いているゆえ、局面の終わりを指摘したくなる気持ちはあるが、円買いに関して「売られ過ぎたから」以外の理由を見つけるのは難しい。もともと、IMM 通貨先物取引の状況に目をやれば、実は今年 4～5 月をピークとし

て投機的な円売りは減少傾向にあり、「売られ過ぎている」という度合いも後退気味である。むしろグロスポジションを見れば円ロングが増えている。それでも 6～7 月は円安・ドル高が顕著に進んだ。これは逆張りに賭けた投機筋がファンダメンタルズに根差した円売りに負けたということにも思える。

～PPP などからの節目～

円安・ドル高の方向感是不変であるとしても、相変わらずその水準をどう見積もっていくのかは簡単ではない。正直言って、円安・ドル高方向に関して意味ある節目というのを提示するのは難しい。円高・ドル安方向に振れている時は、積年の物価格差から何らかの購買力平価(PPP)が円高方向の世界に広がっており、(それもいい加減なものだが)それらしき節目というのは何らかの替市場で取りざたされるものだった。表を見ても分かるように一般的な物価指標を用いた PPP は 100 円以下の世界に広がっている。物価だけではなく需給や政府債務状況なども踏まえて定期的に日本経済新聞(日本経済研究センター)が公表している理論値は 1～3 月期で 110 円と PPP より円安だが、それでも実勢からは程遠い。経産省が公表する「産業向け財・サービスの内外価格調査」からはいくつか現状以上の円安・ドル高水準を見つけることができるものの、商慣行の違いなども背景とするであろうこうした尺度にどれほど収斂すべきなのかは大いに議論がある。一般的な物価指標を用いた PPP に照らせば「過剰な円安」が示唆されるものの、その「過剰な円安」を追い風とする国内の輸出拠点はもう存在せず、また旅行収支についても岸田政権は活用を放棄してしまっている。物価面から円安が修正されるべきという圧力は感じるものの、「ではどうやって？」という現状がある。

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
52.5	購買力平価(輸出物価、73年基準、2022年6月)
67.7	購買力平価(輸出物価、80年基準、2022年6月)
68.6	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2022年6月)
75.7	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2022年7月)
79.4	購買力平価(企業物価、80年基準、2022年6月)
84.7	購買力平価(企業物価、73年基準、2022年6月)
87.6	購買力平価(消費者物価、80年基準、2022年6月)
100.4	購買力平価(世界銀行、2021年)
100.4	購買力平価(OECD、2021年、GDPベース)
101.5	21年3月時点の採算レート(内閣府「2021年度企業行動に関するアンケート調査」)
106.9	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2019年度調査)
107.4	購買力平価(消費者物価、73年基準、2022年6月)
109.7	日本経済研究センター試算の均衡レート(22年1～3月期)
111.2	19年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
121.6	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2019年度調査)
136.1	2022年7月22日の時点のレート
138.2	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2021年度調査)
148.7	工業製品等 産業向けサービスの購買力平価(経済産業省、2021年度調査)
198.2	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2021年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

～98 年以来の値動き～

理屈で割り切れる節目が見当たらないとすると、為替市場ではより表面的な視点として過去につけた水準や値幅などが持ち出されやすくなる。特に、暦年の変動幅(最高値－最安値)は話題になりやすい。それ自体に理論的な意味があるわけではないが、直情的な為替市場では「皆がそう思えばそうなる」という自己実現的な展開が生じやすいので一応見ておく価値はある。EBS 上で記録された値を参照とした場合、今年の値幅は 25.9 円(139.38-113.48)に達している。これはアジア通貨危機の翌年でロシア LTCM 危機があった 1998 年(35.81 円)以来の大きさとなる(次頁図)。なお、1985 年のプラザ合意以降の 38 年間で今年の値幅である 25.9 円を超えた年は 6 回(1985 年、1986 年、1987 年、1989 年、1990 年、1998 年)しかない。見て分かるように、1998 年以外は 1985～1990

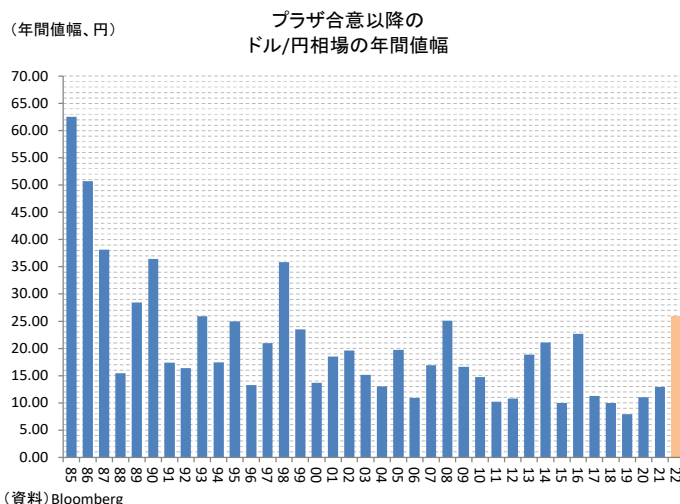
年というプラザ合意直後の反動で記録されたものであり、言い換えれば国際的な政策協調によって記録した数字である。純粹な相場変動として比較するのは難しいかもしれない。ちなみに、上記 6 回のうち今回と同じ円安方向だったのは 1989 年しかない。これは 1980 年代に規制緩和が進んだ対外証券投資に関し、ピークを迎えていたのがその頃だったという事情がある。当時は日本経済がバブルの絶頂にあった頃であり、結果として対外的な証券投資や直接投資が旺盛だった時代である。

この意味で 2022 年の円安・ドル高とは根本的に性格が異なる。

なお、1998 年のドル/円相場をもう少し振り返っておくと、当時の円高・ドル安は米金利急低下に伴う円キャリー取引の巻き戻しと解説されることが多く、その意味でリーマンショック後の超円高と根っこは同じである。ちなみにリーマンショックのあった 2008 年も 25.07 円とやはり大きく、これも円キャリー取引の巻き戻しに伴う円高相場の結果だった。もともと、「大きなショックに見舞われた時に円高方向のボラティリティが高まり値幅が出る」というのは貿易黒字大国だった頃の話だ。日本の貿易収支は 1998 年で約+14 兆円、資源高で黒字が圧縮された 2008 年でも約+2 兆円あった(ちなみに 2007 年は+約 10.7 兆円あった)。「投機の円売り、実需の円買い」は長らく円相場を読み解く本質であり、リーマンショック後の超円高は世界が通貨安競争の様相を呈する中、「実需の円買い」の強さが最盛期を迎えた結果だった。この教訓を今に持ち出すことはもうできない。

2022 年上半期は約▲7.9 兆円の赤字であり、当時と比較すれば、もはや「別の国の通貨」である。円高方向へ類似の値幅を拓くことは期待しずらく、むしろその逆の展開の方が納得感はある。上述したように、今年以上の値幅を円安方向で記録した 1989 年は日本経済が元気だった頃、対外的にリスクテイクを進めた結果だった。これに対し、現時点で心配されるのは「日本経済が元気ではない」ことを理由に企業そして家計が円売りを進めて円安が進む展開だろう。

いずれにせよ 2022 年に記録している値幅が歴史的なものであることは間違いなく、その事実から円相場ひいては日本経済の構造変化の可能性を検討することは普通の分析態度だと思える。



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7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリエーションの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(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～)
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(円安相場は終わりのないか？～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(細対内証券投資～今後も嫌われそう日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
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～