みずほマーケット・トピック（2022 年 10 月 4 日）

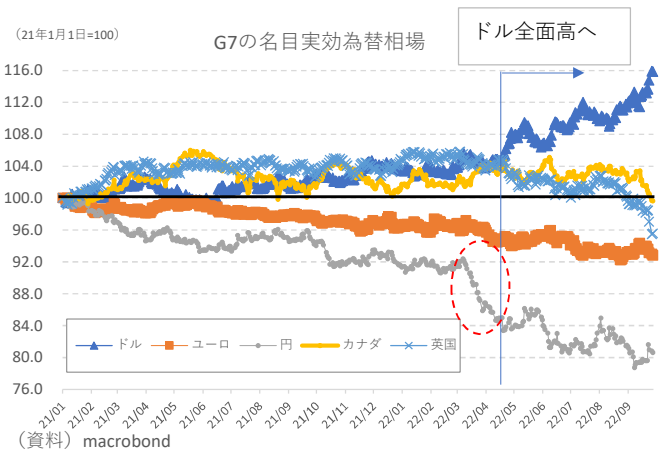
散見され始めたドル暴落説を検証する

ドル暴落の可能性を懸念する言説が見られ始めている。ドル高は NEER よりも実質実効ベース（REER）で顕著になっており、水準としては 85 年前後以来の高水準を記録し、理論的に収斂が期待される 20 年平均からの乖離率も+25%前後に達している。ドル高の修正を予想するにあたってはドル高の痛みがいつ、どこに現れるのかを検討する必要。大別すれば米国内への影響と米国外への影響の 2 つがある。前者に関して言えば、米国経済が「ドル高で困っている」という状況が必要になるがヘッドラインのインフレ指標が低下してこない限り、「ドル高で助かっている」という状況が優先されるだろう。むしろドル高の悪影響は恐らく米国よりも新興国に早く現れる可能性。IIF によれば、新興国の抱えるドル建て債務に関し 23 年末に返済期限を迎える部分が 6625 億ドルあり、返済可能性に疑義が生じる展開を警戒。なお、80 年代前半のドル高がプラザ合意を要したことからも分かるように、「インフレの国の通貨はいつか下落する」は楽観的過ぎる。当局が何らかのアクションを起こさない限りドル高は続くだろう。なお、仮にドル高が修正されたとして、どれほどの円高がついてくるのかは別問題。85 年当時とは条件が相当異なる。

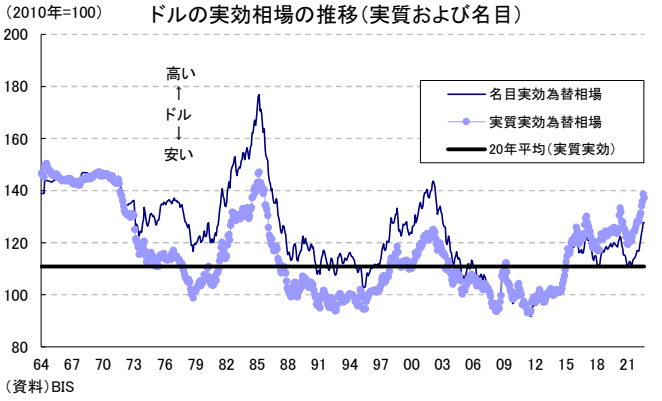
～散見され始めたドル暴落説～

ドル暴落の可能性を懸念する言説が散見され始めている。今春時点での円安相場は日本固有の材料をテーマとした雰囲気が強かった。実際、今年 3 月、ドル/円相場は 114 円から 124 円まで急騰したが、名目実効為替相場（NEER）ベースで見るとドル相場は横ばいだったのに対し、円相場は▲5.0%と全面安だった。この点、当時はドル高がまだ始まっていない中での円安であり、そこには「日本売り」の機運が確実にあった。なお、当時から「これは円売りではなくドル買い」という解説が散見されたが、それは完全に誤りである。NEER ベースで見てドル高が本格的に加速したのは 5 月以降だが、円安相場はそれ以前から始まっていた（図、点線丸部分）。

しかし、ここにきて為替市場は正真正銘ドル全面高の色合いが濃くなっている。これは NEER ベースで見た英ポンドやユーロ、そし



（資料）macrobond



（資料）BIS

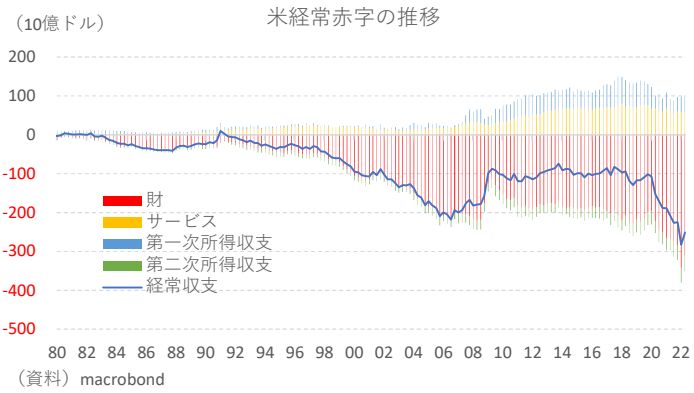
て底堅さを維持していたカナダドルまでも崩れ始めていることからも読み取れる。ここまできてやっと「円安はドル高の裏返し」という解説が適切になりそうだが、それにしても円の下落幅は突出しているのだから、「ドル全面高+日本売り」の結果が現状ということではないか(そもそもドル全面高と円全面安が同時並行すること自体、おかしな話ではない)。ちなみに NEER ベースのドルは 8 月時点で年初来+9.1%上昇しており、それ自体はかなり急な動きではあるものの、前頁図(下)に示すように、水準自体は 2002 年 10～12 月期と同程度で歴史的に高過ぎるという印象はない。

だが、内外物価格差も映じた実質実効為替相場(REER)ベースで見ると年初来の上昇幅は+7%に達し、水準としても 1985 年前後以来の高水準にある。理論的に収斂が期待される 20 年平均からの乖離率も+25%前後まで拡がっており、巷説でドル暴落説が囁かれ始めているのは根拠のない話ではない。「インフレの国の通貨はいつか下落する」という理論的に示唆される結末に対し、市場参加者が警戒感を覚え始めている。

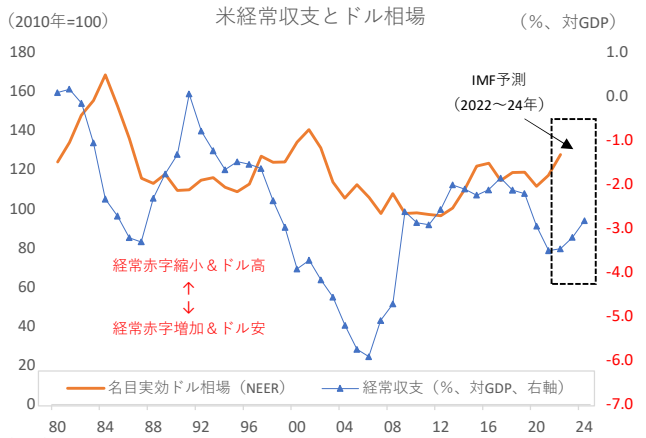
～ドル高の痛みはどこに現れるのか？～

ドル高が修正される展開を予想するにあたっては、ドル高の痛みがいつ、どこに現れるのかを想像する必要がある。この点、様々なルートが考えられるが、大別すれば米国内への影響と米国外への影響の 2 つがある。一国の国際競争力の尺度として REER が持ち出されることが多いことからも分かるように、現状が極まっていけば必ず輸出競争力悪化などを通じた米経済への悪影響を懸念する局面に入る。現在と比較される 1980 年代前半の米国は財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」が累積し、最終的には膨張した貿易赤字に音を上げる格好でプラザ合意に至った。

要するに、米国経済が「ドル高で困っている」という状況に直面すれば、米国の通貨政策(財務省)や金融政策(FRB)としてドル相場の低め誘導を検討する言動が出てくる可能性がある。それがドル売りの号砲となる展開は否定できない。もっとも、米政府・FRBともに問題意識はインフレ抑制で一致する中、ヘッドラインのインフレ指標(CPI や PCE デフレーターなど)が際立って低下してこない限り、「ドル高で困っている」よりも「ドル高で助かっている」という状況が続くことになる。とすれば、当分は米国が能動的にドル高を修正しようという動きには考えにくいだろう。もっとも、米国の政策当局がどう感じるかは別として、経常赤字の水準は今や金融バブルのピーク時(2006～07 年)を超えており、需給面からドル暴落説を唱える向きは今後多くはなりそうである(右図・上)。しかし、GDP 比で見れば▲6%を超えていた 2006～07 年と異なり、現状では



(資料) macrobond

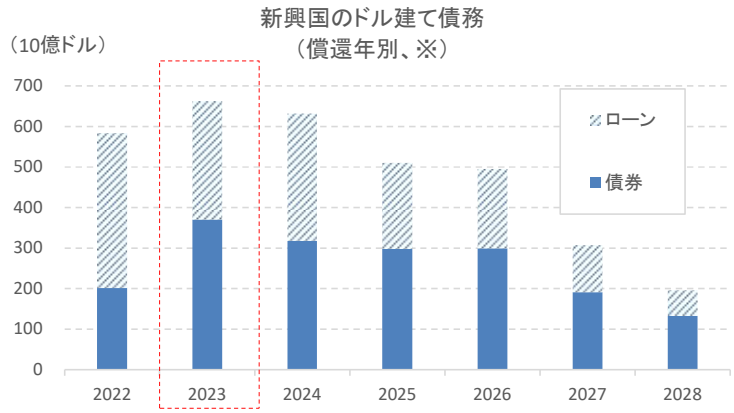


(資料) macrobond、IMF、※22年のNEERは8月分を使用

その半分程度（▲3.0～3.5%）なので、今のところ過去に類例がない経常赤字とも言い切れない（前頁図・下）。裏を返せばGDP比で見ても、既往ピークの赤字幅に差し掛かってきた場合、ドル高の反動は非常に大きいものとして注目されるだろう。

～2023年、新興国は多額のドル建て債務借り換えに直面～

ドル高の悪影響は恐らく米国よりも新興国に早く現れる可能性がある。過去の米利上げ局面を振り返れば、新興国からの資金流出が大きな混乱に至る可能性は定番の展開である。そのたびに「FRB は他国の情勢を踏まえながら金融政策を運営すべきか」が議論されてきた。国際金融協会（IIF）のデータでは、新興国の抱えるドル建て債務（債券およびローン）に関し、2023年末に返済期限を迎える部分が6625億ドルと今後数年を見渡しても特に大きい。米金利とドルの相互連関的な上昇が続く限り、ドル建て債務を抱える新興国に返済可能性の問題が浮上する懸念がある。その時点で当該国の通貨や国債は売られ、望まぬ金利上昇に悩まされるだろう。もちん、ドル建て債務返済のために財政支出を厚くすることで、国内向けの支出が削られてもやはり実体経済は下押しされることになる。複数の新興国で同時多発的に混乱が起きれば、米政府・FRBも看過できない展開になる可能性はある。それも今次ドル高局面が収束するタイミングと考えられる。

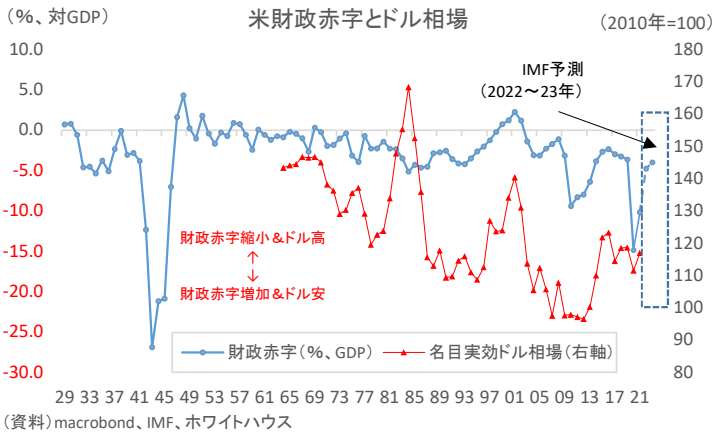


（資料）IIF（国際金融協会）、※政府・金融・非金融部門の合計

～果たしてどれほどの円高に戻るのか？～

しかし、身も蓋もない話だが、インフレ収束の兆しが見えなければ、米国の経常赤字や新興国の混乱を米政府やFRBが問題視するとは思えない。昨年下半期、「インフレは一時的」と言い続けて失敗した以上、次にハト派転向する際は確実にインフレの芽が摘まれたことを確認したいはずである。なお、「インフレの国の通貨はいつか下落する」と教科書で謳われている事実に依存し過ぎるのは危険だ。既述の通り、1985年以降、ドル安に転じたのは高いインフレ率を受けた自動的な調整というよりも、プラザ合意という人為的な調整であり、言い換えれば力づくドルを下落させたに過ぎない。「インフレだからいつか自然に下落する」というわけではなく、やはり政策当局による相応のアクションが必要になるというのが教訓だった。

しかし、FRB のハト派化であれ、第二次プラザ合意的な国際協調であれ、それを契機としてどれほどの円高に戻るのかは議論の余地がある。例えば、1985年



（資料）macrobond、IMF、ホワイトハウス

のプラザ合意時には「双子の赤字」の元凶として対日貿易赤字が指差され、日本は対米国以外でも巨額の貿易黒字を抱えていた。政策金利(公定歩合)も 5%あった。円の急騰には国際協調があったとはいえ、ファンダメンタルズとして通貨高に触れる素地があったことは留意すべきである。一方、今の日本は巨額の貿易赤字を抱える世界で唯一のマイナス金利採用国である。経済全体を達観しても、1980 年代は日本の 1 人当たり名目 GDP で米国に勝ることもあった。

需給・金利・成長率の日米比較を踏まえれば、当時とは条件が違い過ぎており、プラザ合意直後のような激烈な円高が起きるのかどうかは相当疑義がある。それは FRB が利上げの手を止めた時にもある程度当て嵌まる疑義と言える。ドル暴落説は緒に就いたばかりという印象であり、それ自体は根拠のない話でもない。しかし、時間軸として今後半年に起きる話とも思えず、また、仮にそうなったとしても円高がどれほど付いてくるのかどうかという問題も考える必要がある。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版（FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～）
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年8月分）
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～）
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
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	パリティ割れの背景整理～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～ユーロ安でて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～日銀がスケ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プ化構想～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」のブレーキが重要～）
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）