

みずほマーケット・トピック(2022 年 10 月 21 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: 半分に変わった円の価値～150 円到達で何を思うか～	

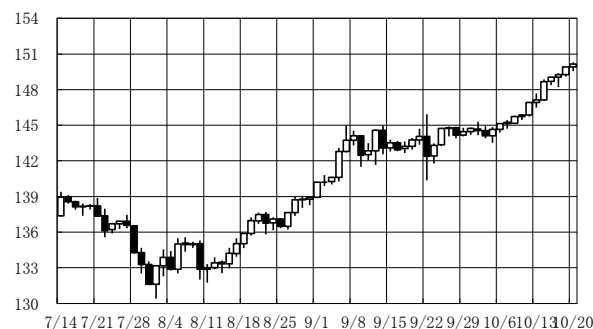
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円は心理的な節目となる150円を突破した。週初17日、148.65円付近でオープンしたドル/円はじりじりと上昇。米10月NY連銀製造業景気指数が市場予想を下回りドル売りが強まったが、日銀による円買い介入が警戒される中、米株の大幅上昇が支援材料となり149円台を突破した。18日、ドル/円は前日の流れが継続し、149円手前で揉み合う展開。海外時間では円買い介入警戒感が高まる中で一気に週安値の148.13円まで1円超の急落も、売り一巡後は再び149円台まで上伸。米金利が上昇するに動きにドル/円は前日の高値を更新した。19日、ドル/円は前日の高値圏で底堅く推移。東京時間では、英9月CPIが市場予想を上回ったことで英国内のインフレの高止まりが景況感の悪化を招くとの見方が強まり、英ポンドが対ドルで売られ、ドル/円は連れ高となり上昇。海外時間でも米金利上昇にサポートされ、149円台後半まで続伸した。20日、ドル/円は前日に続いてドル買いが優勢。日銀の介入が意識されながらもFRB関係者のタカ派的な発言や米長期金利上昇によってついに150円を突破し、一時150.29円まで年初来高値を塗り替えた。本日のドル/円も150円台前半での取引が継続している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は方向感に欠ける展開。週初17日、0.9740でオープンしたユーロ/ドルはシドニー時間に一時週安値の0.9715まで値を下げるも、欧州株の堅調推移を受けたリスク選好のドル売りや米経済指標の冴えない結果にさらに0.98台半ばまで急伸。18日、ユーロ/ドルは0.98台半ばを中心とした揉み合いの展開。英ポンドの下落にユーロ/ドルも連れ安となり一時、0.98台前半まで下落も、その後は独10月ZEW景気期待指数の市場予想を上回る結果に一時週高値の0.9875まで反発。19日、0.98台後半で堅調に推移していたユーロ/ドルは米金利上昇や欧州株の軟調推移にドル買い優勢となり、0.97台半ばまで急落。その後反発も戻りは鈍く上値の重い展開となった。20日、ユーロ/ドルは株式市場の持ち直しやトラス英首相の辞任表明を受けた英ポンドの上昇にユーロ/ドルは連れ高となり0.98台半ばまで急伸も、その後は米金利上昇に伴うドル買いに0.97台後半まで反落。本日のユーロ/ドルは0.97台後半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				
		10/14(Fri)	10/17(Mon)	10/18(Tue)	10/19(Wed)	10/20(Thu)	
ドル/円	東京9:00	147.31	148.63	148.94	149.20	149.82	
	High	148.86	149.10	149.39	149.90	150.29	
	Low	147.09	148.40	148.13	149.10	149.55	
	NY 17:00	148.79	149.02	149.24	149.90	150.16	
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9767	0.9740	0.9844	0.9863	0.9766	
	High	0.9808	0.9852	0.9875	0.9872	0.9845	
	Low	0.9708	0.9715	0.9813	0.9758	0.9755	
	NY 17:00	0.9723	0.9843	0.9861	0.9775	0.9788	
ユーロ/円	東京9:00	143.90	144.77	146.67	147.15	146.33	
	High	144.80	146.67	147.10	147.21	147.30	
	Low	143.48	144.39	145.82	146.12	146.25	
	NY 17:00	144.54	146.66	147.11	146.51	146.93	
日経平均株価		27,090.76	26,775.79	27,156.14	27,257.38	27,006.96	
TOPIX		1,898.19	1,879.56	1,901.44	1,905.06	1,895.41	
NYダウ工業株30種平均		29,634.83	30,185.82	30,523.80	30,423.81	30,333.59	
NASDAQ		10,321.39	10,675.80	10,772.40	10,680.51	10,614.84	
日本10年債		0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	
米国10年債		4.02%	4.01%	4.01%	4.14%	4.23%	
原油価格(WTI)		85.61	85.46	82.07	84.52	84.51	
金(NY)		1,648.90	1,664.00	1,655.80	1,634.20	1,636.80	

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、27日(木)に7～9月期GDP(速報)が公表される。4～6月期の実質GDPは前期比年率▲0.6%と、前期の同▲1.6%から2四半期連続でのマイナス成長となった。定義上(テクニカル上)では景気後退(リセッション)となった。片や、FRBが利上げを通じた景気引き締めを実施しながらも、国内の民間最終需要(個人消費+設備投資+住宅投資)は前期比年率で横ばいの推移となった。足許においても家計部門を中心とする総需要の強さが物価上昇を招きインフレが長期化しているが、その結果4～6月期は利上げで消費・投資意欲が減退し、GDPの失速を招いた側面もあった。FRBによる引き締めは続くが、雇用・賃金上昇の勢いは依然根強く、今回の結果はプラスを回復すると言った見方が優勢である。なお、ブルームバーグの事前予想では前期比年率+2.3%の予想となっている。
- 欧州では27日(木)にECB政策理事会が開催される。前回9月会合では預金ファシリティ金利をゼロ%から+0.75%へ、+75bp引き上げることと決定、+75bpの利上げ幅はECBとしては史上初となった。かかる決定は、ECBのインフレに対する懸念が相応に高いことが示唆される。会合後のラガルド総裁の会見では、今後の利上げについて恐らく2回より多いが5回より少ないと述べている。その後公表された議事要旨においても、ユーロ安を通じたインフレ高進に言及したほか、経済成長が懸念されたとしても積極的な利上げが必要との見解が示されており、もはや前回会合と同水準の利上げは市場のコンセンサスとなっている。とは言っても、利上げの終点としての中立金利の水準についてECBは明言を避けており、未だに折り込み余地を残す状況となっている。一方で、今月開催の国際金融協会(IIF)主催のイベントにてラガルド総裁はユーロ圏の景気は底堅いと述べたものの、先週公表されたIMFの世界経済見通しではドイツとイタリアの23年実質GDP成長率が前年比でマイナスに下方修正され、市場でも過剰な利上げによる景気への懸念を指摘する声も出ている。ECBの提示したスタッフ見通しにおいて、今年はインフレに関して悪化シナリオを辿る中で、会合後の経済・物価の現状認識に関わる発言にも注目したい。そのほか、経済指標関連では24日(月)にユーロ圏10月PMI(速報)の結果が公表予定となっている。
- 本邦では27日(木)～28日(金)に日銀金融政策決定会合が開催予定。9月会合では大規模緩和の継続を決定した。黒田日銀総裁は今後も当面金利を引き上げるようなことはないとして、イーールドカーブコントロールの終了はないとして、一段の賃金上昇と物価目標の実現のために緩和を続けると強調した。かかる中、主要国の中で日本だけがマイナス金利を継続することとなり、インフレ抑制と通貨安は正に動く諸外国中銀との金融政策の方針の違いを際立たせることとなった。これを一因として、ドル/円は年初来高値を断続的に更新する地合いとなっており、政府は先月末に円高誘導の為替介入を実施。しかしその成果は一時的と言わざるを得ず、円安脱却を図る上では、まず通貨安方向に向かう金融緩和路線からの転換が必要であろうが、今回会合においてもその可能性は極めて限定的である。

	本 邦	海 外
10月21日(金)	・9月全国CPI	・ユーロ圏10月消費者信頼感指数(速報)
24日(月)	・10月製造業/サービス業PMI(速報)	・ユーロ圏10月製造業/サービス業PMI(速報) ・米10月製造業/サービス業PMI(速報)
25日(火)	・9月工作機械受注(確報)	・米10月コンファレンスボード消費者信頼感指数
26日(水)	・8月景気動向指数(確報)	・米9月新築住宅販売件数
27日(木)	・日銀金融政策決定会合(28日まで)	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米7～9月期GDP(速報)
28日(金)	・黒田日銀総裁会見 ・9月失業率/有効求人倍率	・米9月個人消費 ・米9月PCEコアデフレーター ・米10月ミシガン大学消費者マインド(確報)

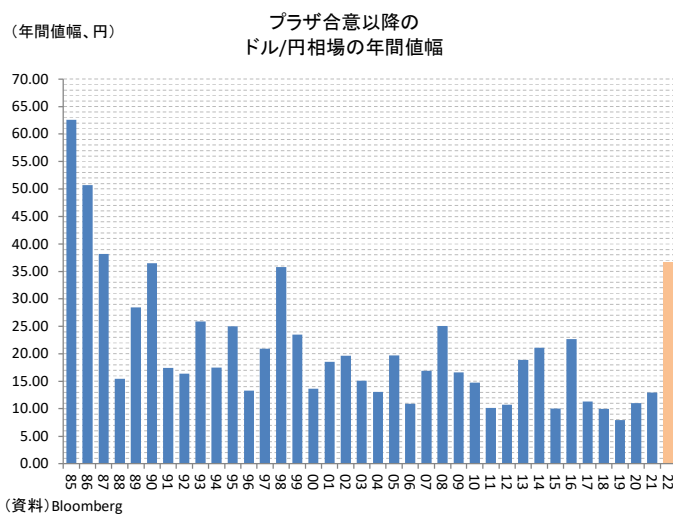
【当面の主要行事日程(2022年10月～)】

ECB政策理事会(10月27日、12月15日、2月2日)
 日銀金融政策決定会合(10月27～28日、12月19～20日、1月17～18日)
 FOMC(11月1～2日、12月13～14日、1月31～2月1日)
 G20サミット(11月15～16日)

3. 半分になった円の価値～150 円到達で何を思うか～

突き進む、史上最大の円安相場

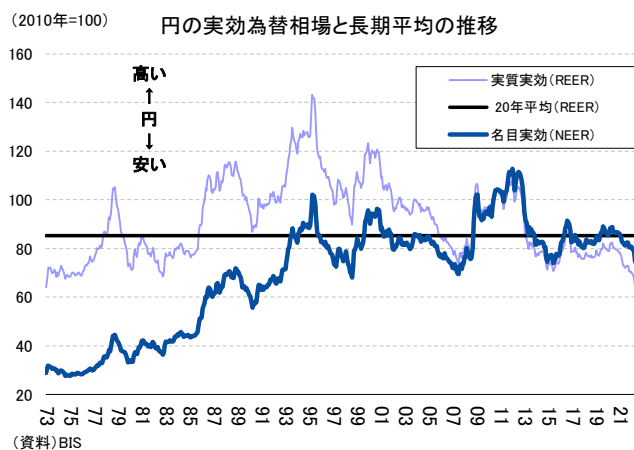
ドル/円相場は遂に 150 円台に到達した（本稿執筆時点の高値は 150.11 円）。年初来の値幅は 36.64 円に達しており、1990 年の 36.45 円を超え、1987 年（38.15 円）以来の大相場となる。なお、本欄では繰り返し論じているが、過去にドル/円相場が高いボラティリティに見舞われたのは基本的に円高・ドル安の年であって円安・ドル高の年で大きな値幅が出ることは極めて稀であった。今年の値幅はプラザ合意以降に関して言えば「史上最大の円安の年」であることも留意したい。もはや、この状況で日本経済の構造変化の可能性から目を逸らし、「円安は行き過ぎ」という安直な議論に逃げ込むのは簡単である。円安が始まった春先、構造円安論を頑なに否定する向きも多かった印象だが、もうその分析態度は相当無理があるように思う。



もちろん、為替市場は自己相関が強い性質を持つため、現状の円安が値幅として行き過ぎである可能性はある。しかし、ここから年初来の値幅の半分（約 18 円）を戻してもドル/円相場は 130 円台だ。ドル/円相場が 110～115 円のレンジ推移だった 1 年前、筆者は「120 円台が常態化する恐れがある」と主張し、それは行き過ぎた予想だという声もあった¹。ここから 18 円戻しても 130 円台である状況を踏まえ、やはり日本経済が根本的に弱体化しているという論点を避けて通るのは難しいように思える。

名目ベースの円高では何も解決せず

ちなみにドル/円相場の最安値は 2011 年 10 月 31 日の 75.32 円である。つまり、過去 11 年間で円の価値は対ドルで概ね半分になったということである。しかし、毀損しているのは対ドル価値だけではない。今週、国際決済銀行（BIS）から発表された 9 月の実質ベースで見た実効為替相場（REER）は 58.94 と 1971 年 9 月（58.31）以来の安値を更新している。巷では対ドルの名目価値が約 32 年ぶりという議論に終始しやすいが、名目ベースの実効為替相場（NEER）は 2007 年 7 月以来、すなわち円安バブルと呼ばれた局面がパリバンショックで終焉を迎えた頃と同水準にとどまっている。こうした REER と NEER の差は主要貿易相手国との物価差に相当する。「安い日本」という論調はドル/円の 140 円や 150 円という



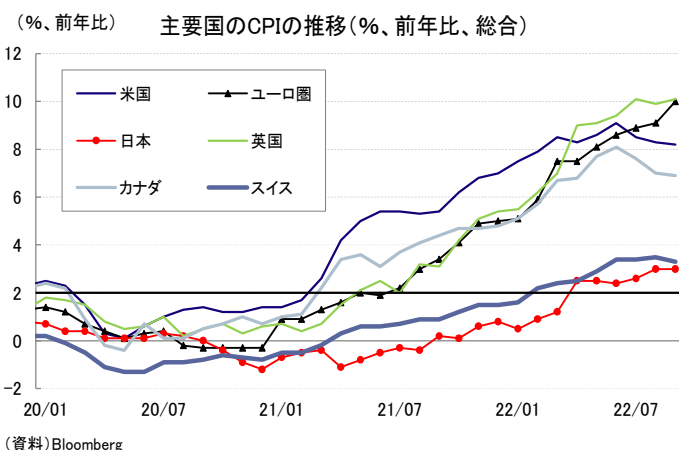
¹ 週刊エコノミスト online『パラダイム転換 1 ドル＝120 円常態化も 円高要因はもうなくなった＝唐鎌大輔』2021 年 9 月 27 日

名目為替レートをきっかけに持ち出されやすいが、本当の問題はやはり日本経済が長年患っている相対的なデysinフレ状況、端的に言えば「上がらない賃金」などがテーマになる。

賃金と言えば、最近、日本のニュース番組で米カリフォルニア州のファストフード従業員の最低賃金が現在の時給 15 ドルから時給 22 ドル（約 3278 円）へ引き上げられることが話題になっていた。片や、日本の全国平均の最低賃金が時給 961 円であるということが引き合いに出され、番組としては円安の弊害としてこれが言及されていたように見えた。しかし、1 ドル 75 円だったとしても 22 ドルは 1650 円で、日本の最低賃金の 1.7 倍である。そもそも賃金設定の段階から日本は劣後しているという大前提があり、その上で円安の弊害が議論されるべきである。人件費の差は当然、財やサービスの価格設定に影響するため、最終的に一般物価（CPI など）の差となって現れる。その一般物価の差が REER ベースでの円相場を押し下げ、「安い日本」の象徴として仕上がるようになる。番組中、アナウンサーは円安の弊害を念頭に「日本で時給 3000 円の仕事なんて、想像もつかない」とコメントしたようだが、円安が進む前から相当差がついているという考え方は持っておきたい。そうでないと、名目上の円安・ドル高が修正されたら賃金の格差が解決されるかのような錯覚をしてしまう。

デysinフレ通貨は上昇しないのか

もちろん、今後、日米の金融政策や通貨政策の動向次第で円高・ドル安が進むことも当然ある。変動為替相場で取引される以上、一方向の動きが永続することはない。名目相場が円高に振れば現在、歴史的な円安相場に沸いているメディアはそれで胸を撫で下ろすはずだ。しかし、上で述べたように、名目円高への揺り戻しは「安い日本」問題の解決とは根本的に関係がない。右図に示すように、パンデミックを経て元々差があった日本と諸外国の物価格差はさらに拡大した。これが REER ベース

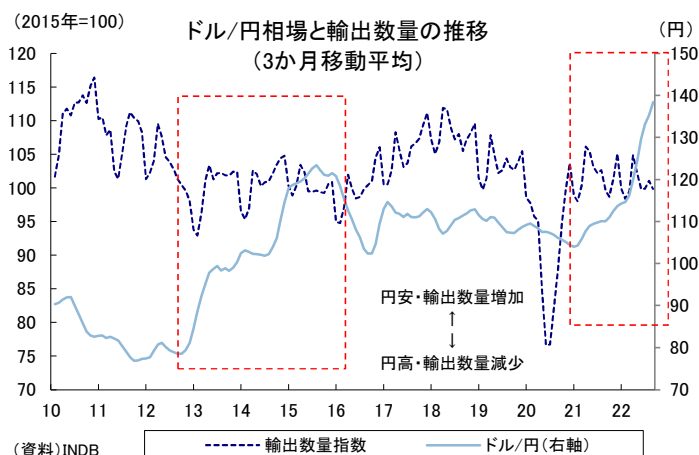


で見た「安い日本」の真因である。名目円高への揺り戻しがあっても、日本のインフレ率が相対的に低い状態が続けば、REER は低空飛行を余儀なくされるはずである。

この点、「相対的なデysinフレ状況は通貨高要因ではないのか」という疑問を抱く向きもあるだろう。理論的にはその通りである。購買力平価（PPP）説に従えば、相対的に物価の低い国の通貨は上昇するはずである。しかし、ここで PPP（や REER）に照らして「過剰な通貨安」が修正する経路を想像してみる必要がある。「過剰な通貨安」が通貨高へ修正されるのは「過剰な通貨安」を追い風として財の輸出やサービス（端的には観光など）の輸出で多くの外貨が稼がれ、貿易・サービス収支において黒字が蓄積されることが必要である。その黒字が将来的に「外貨売り・自国通貨買い」となって現れ、初めて「過剰な通貨安」が通貨高方向へ修正される。過去、日本の輸出競争力が高かった時代には確かにそうした経路が期待できたし、東京時間に円高が加速するのも貿易黒字国として当然の現象だった。

サービス輸出が円高を復活させるのか？

しかし、右図でも示すように、円安と輸出数量増加を巡る因果関係はほぼ途切れている。断続的に発生する円高や頻発する自然災害、縮小する国内市場を嫌気して製造業の海外生産移管が進んだことが主な背景とされる。こうした構造変化は過去四半世紀にわたって徐々に進んできたものと考えられるが、こうした事実を踏まえた上で「デイスインフレ通貨だから上昇するはず」という理論的に想定される展開が本当に正しいのかは冷静に考える必要がある。



もちろん、日本の観光地としての世界的評価は高そうであるため、財輸出は期待できなくても長い時間をかけてサービス輸出が外貨を稼ぐポテンシャルはある。だが、岸田政権下で持続されてきた鎖国政策や、それが解除された後の厳格な感染防止対策（象徴的にはマスク着用）の要求などを通じて日本に対する閉鎖的なイメージは明らかに広がっている。10月6日、英 *The Economist* 誌は「Many Japanese are still reluctant to go unmasked ~Why get a face lift when you can get a face covering?~」と題した記事を掲載しているが、これが世界の日本に対する率直な目線なのだろう。日本人は中国や北朝鮮を閉鎖的な目で見ると思うが、世界の日本に対する視線も類似の機運を帯び始めていないのだろうか。「サービス輸出を主軸に外貨を稼ぐ」という経路は有望だが、何とも確証は持てない。

いずれにせよ、名目・実質双方のベースで極端な円安が進んでおり、その反動に身構えるのは当然の話ではある。しかし、中長期的な視座に立った時に「どういった経路で円高に戻ってきそうなのか」を考えることが、為替ヘッジ戦略や資産運用戦略を考える上で重要になってきていると言える。

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10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
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	伊メロニニ新政権、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	金利差が本場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(劣化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～落ち着いたラガルド流～)
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～落ち着いたラガルド流～)
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