みずほマーケット・トピック（2022 年 11 月 15 日）

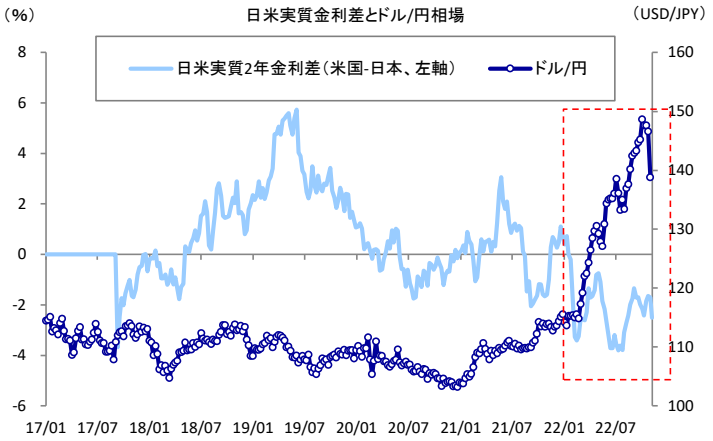
# 実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート

ドル/円相場は 140 円付近で膠着状態。12 月 FOMC が近づくにつれて FRB の情報発信に神経質な反応を示す地合いが続きそうだが、目先の相場動向に一喜一憂するのではなく、「なぜ、2022 年にここまでの円安が起きたのか」を真剣に考えるべき。それを突き詰めるほど、金利差だけで説明することの難しさを感じる。例えば実質金利で見れば、日本は米国よりも高い状況が続いているが、それでも「名目ベースで見た米金利の上昇」を理由に円売りが駆動されてきたのが 2022 年である。理論的には尊重されるべき実質金利の議論を脇に置きつつ、名目金利の話題だけで 40 円弱も円安が進んだと考えるのはさすがに無理がある。やはり貿易赤字や直接投資の拡大が円相場の構造を変化させており、それが 2022 年の特殊な環境の下で浮き彫りになったという話に思える。ドル/円相場を実質化してみると、足許の動きはオーバーシュートの可能性が確かにある。とはいえ、名目ベースで 100 円や 110 円の世界に戻る未来は想像しづらい。

## ～実質ベースでは「円金利＞米金利」～

ドル/円相場は 140 円付近で膠着状態に陥っている。昨日はウォラーFRB 理事が相場に大変動をもたらした米 10 月消費者物価指数（CPI）について「（伸び率鈍化は）良いニュース」としながらも、利上げ停止までにはまだ距離があることを強調した。こうした情報発信もあってか、ドル/円相場の下げ基調も一服している。過去の本欄でも論じた点だが、市場予想比で 0.2%ポイント程度の乖離（今回は前年比+7.9%予想に対して実績は同+7.7%）は経済指標の発表においてよくある話であり、大きな市場反応は今後、FRB の情報発信を介して少しずつ修正が図られていくのではないか。12 月 FOMC の利上げ幅が+50bp に縮小されること自体は新味のあるニュースとは言えず、むしろ+50bp が+25bp になった後、どれほどその時間帯が続くかに注目したい。

繰り返しになるが、目先の相場動向に一喜一憂するのではなく、「なぜ、2022 年という年にここまでの円安が起きたのか」を真剣に考えるべきである。それを突き詰めるほど、金利差だけで説明することの難しさを感じる。例えば株式市場では実質金利の高低に着目した議論が盛んである。実質金利が低下したから株価が上がり、上昇したから株価が下がるといった解説は過去 1 年で相当繰り返されている。この実質金利に限って言えば、日本は米国よりも高い状況が続いている。それでも「名目ベースで見た米金利の上昇」を理由に円売りが駆動

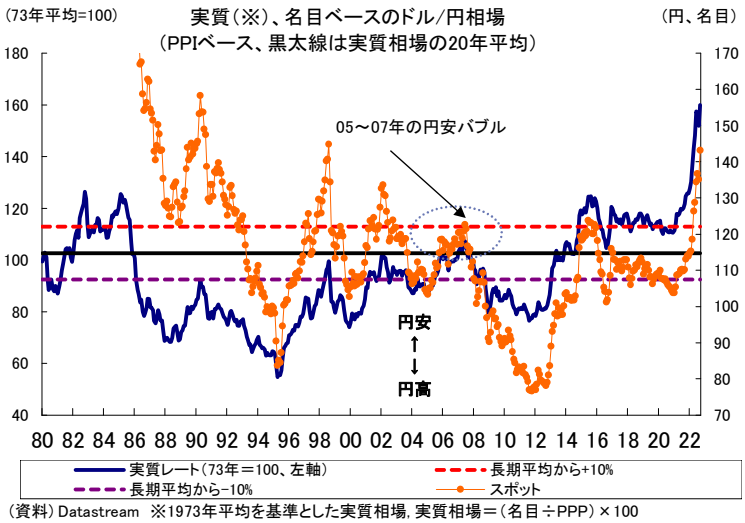


（資料）Bloomberg

されてきたのが 2022 年という年なのである。名目と実質、どちらが絶対に適切だと断じるつもりはない。もちろん、理論的には実質ベースの議論が適切だが、市場参加者が名目ベースの議論に着目する以上、ドライバーは名目ベースである。しかし、実質ベースでは「日本の方が高い」という理論的に正しい事実を脇に置きつつ、名目金利の話題だけで 40 円弱も円安が進んだというのだろうか。さすがに無理があるように思う。

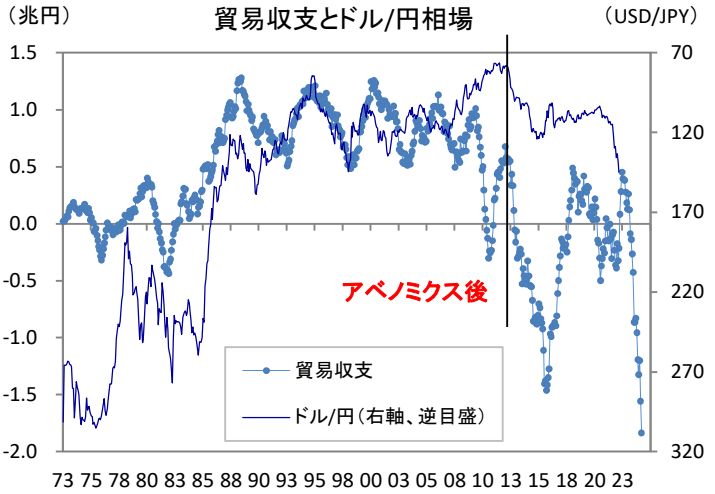
## ～実質ドル/円相場のオーバーシュートについて～

図はドル/円相場を 1973 年を基準として企業物価指数(PPI)で実質化した場合の推移を見たものである。歴史を振り返っても実質ドル/円相場が長期平均から+10%以上の上方乖離を続けることは稀であり、例えば円安バブルと呼ばれた 2005～07 年はちょうど+10%程度を上限として円安から円高に転じている。それ以前の時代(2000～05 年頃)は長期平均を上限、▲10%を下限とするような推移が続いていた。また、2013 年以降、アベノミクスの名の下で量的・質的金融緩和(QQE)を筆頭にリフレ政策が展開された局面では一時的に+10%を突破し、それ以降、2021 年初頭までは+10%前後というのが 1 つの落ち着きどころになってきた。



(資料) Datastream ※1973年平均を基準とした実質相場, 実質相場=(名目÷PPP)×100

それが 2021 年中頃には+15%、2021 年終盤には+20%を超え、2022 年春には+30%、そして 9 月には+60%弱に達している。さすがにそこまで日米経済の構造が非連続的に変化したとは考えにくく、9 月以降の円相場の動きがオーバーシュートである疑いは確かにある。しかし、2013 年以降、それまで上限のように機能していた「長期平均+10%」が実質ドル/円相場の落ち着きどころになり、2021 年以降、さらに上離れする動きが見られたことを受けて「2013 年以降の 10 余年で日本経済は構造変化を経験しているのかもしれない」と考えるのは普通の分析態度だろう。筆者は端的に貿易黒字の消滅と直接投資の急拡大がその背景ではないかと考える。図示するように、ちょうど 2012～13 年頃を境として貿易黒字が稼げなくなっている。



(資料)Bloomberg (注)貿易収支は2年先行させて表示、6ヵ月移動平均を使用。

今後、実質ドル/円相場が円高方向へ修正するには①名目相場が円高に進む、②日本の物価が相対的に米国より上昇する、③もしくはその両方が必要になる。②が考えにくいとすれば①の経

路を検討することになる。実質ドル/円相場のオーバーシュートが名目ドル/円相場の円高・ドル安だけで調整すると仮定した場合、115 円まで下落しても+25%、110 円でも+20%、100 円でようやく+10%という上方乖離のイメージになる。しかし、現時点で 100 円や 110 円までの円高・ドル安を期待する市場参加者はもはや稀有だろう。実質ベースの議論を冷静に吟味するほど、名目ドル/円相場の水準感が過去 1～2 年で見たような 100～110 円のレンジ感に戻るのは相当困難になっていることは認めざるを得ないように思えてくる。

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11月14日 | ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～ |
| 2022年11月11日 | 週末版（2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～） |
| 2022年11月10日 | 金利面から見たドル/円相場の現状と展望 |
| 2022年11月9日 | ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～ |
| 2022年11月4日 | 週末版 |
| 2022年10月28日 | 週末版（ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～） |
| 2022年10月27日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～ |
| 2022年10月25日 | 製造業の国内回帰報道をどう理解するか？ |
| 2022年10月24日 | 圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～ |
| 2022年10月21日 | 週末版（半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～） |
| 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 | 水際対策完全撤廃を前に論点整理 |
| 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～） |