

みずほマーケット・トピック(2023 年 11 月 20 日)

過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)

ドル/円相場は約 2 週間ぶりの安値となる 149 円台まで下落。しかし、対ドルでの円相場の水準が回復したところで、「弱い円」に対する評価が一転するわけではない。名目実効為替相場(NEER)を日次で見た場合、11 月 14 日時点で 74.77。これは 22 年 3 月に始まった今次円安局面で最安だ。遡及可能な 96 年 4 月 11 日以降で見ると、過去最安値は 98 年 8 月 11 日(74.35)であり、現状はこれに肉薄。対ドルだけではなく、為替市場全体における「円の売られている程度」にフォーカスした場合、23 年は既に 22 年よりも「円安の年」だ。円の対ドル相場に関し、22 年と 23 年の最安値は殆ど一緒だが、NEER は 22 年よりも 23 年の方が安い。これが意味するのは、「円安はドル高の裏返しとは限らない」という本欄が執拗に繰り返してきた事実には他ならない。もっとも、入手可能な 96 年以降の NEER を振り返ってみると、現在は歴史的な安値だが、歴史的なレンジの内側にはいる。現状はレンジ下限であり、その意味で崖に立っているような状態。歴史を振り返ると、レンジ下限の切り下げは十分考えられる話。

～円の NEER、今次円安局面の最安値に～

先週末のドル/円相場は米金利低下に伴ってドル売りが優勢となり、約 2 週間ぶりの安値となる 149 円台まで下落した。2024 年を迎えるにあたって FRB の利下げ時期を当てるゲームは本格化するであろうし、これに伴ってドル売り・円買いが進むことも想定範囲内である。勘違いされることが多いが、筆者の基本的な立場は「昔に比べて需給要因の説明力が相対的に上がっているのではないか」というもので、金利要因が皆無とは言っていない。世界の資本コストである FF 金利が引き下げられることの影響が全くないはずがない。この点は本欄でも繰り返し論じてきた通りだ。

しかし、残念ながら、対ドルでの円相場の水準が回復したところで、「弱い円」に対する評価が一転するわけではない。名目実効為替相場(broad ベース、以下単に NEER)を日次で見た場合、11 月 14 日時点で 74.77 だ(図)。これは 2022 年 3 月に始まった今次円安局面で最安である。遡及可能な 1996 年 4 月 11 日以降で見ると、過去最安値は 1998 年 8 月 11 日(74.35)であり、現状はこれに肉薄している。NEER は「特定の 2 通貨間の為替レートをみている

だけでは捉えられない、総合的な為替レートの変動をみるための指標(日銀 HP より抜粋)」と定義



(資料) macrobond、23年11月14日時点まで。

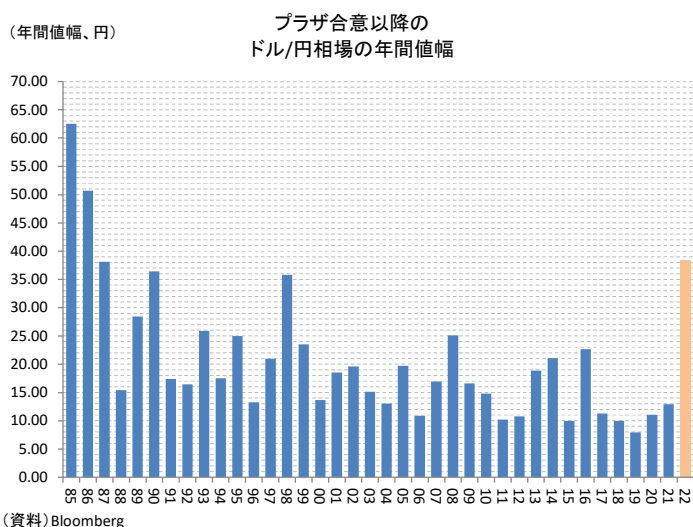
される。対ドルだけではなく、為替市場全体における「円の売られている程度」(言い換えれば「円の弱さ」)にフォーカスした場合、2023 年は既に 2022 年よりも「円安の年」である。

具体的に数字を見ると、円の対ドル相場に関し、2023 年の最安値(151.92 円)は 2022 年のそれ(151.94 円)とほぼ同じだが、NEER に関して言えば、2023 年の最安値(74.77)が 2022 年のそれ(76.53)を優に更新している。これが意味するのは、「円安はドル高の裏返しとは限らない」という本欄が執拗に繰り返してきた事実に他ならない。主要貿易相手国の通貨に対してすべからず売り込まれることで NEER ベースでは 2022 年を超える円安が実現している。2022 年は下落幅が大きかった一方、2023 年はそこからの反発が弱く、むしろじりじりと対ドル以外での売りが進展した。その結果、NEER が歴史的な安値に切り下げるに至っている。「弱い円」としての地位が一段と固まったのが 2023 年だったと言える。

～現在はぎりぎり歴史的なレンジの内側～

ちなみに民主党政権下で円が史上最高値をつけた 2012 年 10 月末を起点とすると、同年 12 月の第二次安倍政権発足を挟んで 2015 年 6 月末に NEER は約▲30%下落している。しかし、この下落幅は NEER が史上最高水準(124 台)から調整する過程で記録した変化率であることも割り引く必要がある。なお、2015 年 6 月末の底値を起点として NEER は 2016 年 6 月末までの 1 年間で +24%上昇している(前頁図)。過去 10 年を振り返ると、これが最後の円高局面だった。2016 年 6 月にかけて円相場が急伸した理由は様々だが、2015 年 12 月に 10 年ぶりの利上げ路線に米国が復帰したものの、2016 年は内外の経済・金融情勢から追加利上げが続かず、日米金利差が当初の想定ほど拡大に至らなかったことは大きかった(2 回目の利上げは約 1 年後の 2016 年 12 月まで封印された)。さらに決定的な 2016 年の出来事として英国の EU 離脱(ブレグジット)路線が国民投票で確認され、「リスクオフの円買い」が起きたことも一因とされた。投票は日本時間 2016 年 6 月 24 日午前に投票が締め切られ、同日の円相場は対ドルで 99 円付近まで急騰した。ドル/円相場の 100 円割れはこれを最後に 2 度と起きていない。しかも、そうした円急騰は文字通り一瞬の出来事であり、その後、ブレグジットを巡って不透明感が色濃くなっても円買いが発生することはなかった。

この 2016 年 6 月までの急騰を最後に円相場は「嵐」の時代に入る。例えば対ドル相場に関して言えば、2019 年の値幅が 8 円を割り込むという異様な事態に至った。もちろん、これは史上最小値幅であり、当時は「円相場はなぜ動かないのか」が相場のテーマにもなった。ちなみに 2018 年も 10 円を割り込んでおり、「嵐」は大量高速取引が浸透した結果の新常態ではないかという言説もあった。基本的にこの「嵐」状態は 2021 年いっぱい続いたが(図)、今思えばこれが「嵐の前の静けさ」だったということになる。2022 年以降、特に同年 3 月以降、パンデミ



ックや戦争を背景とする諸条件の変化が円売りのトリガーになった。具体的にはパンデミック直後における異常な経済・金融情勢(過剰貯蓄やペントアップ需要の開放、人手不足の慢性化による賃金浄書うなど)に加え、ロシアのウクライナ侵攻(2022 年 2 月 24 日)も重なって、各国でダイヤモンドプルおよびコストプッシュの両面からインフレ圧力が高まった。結果、海外中銀ではまとまった幅の利上げが続き、内外金利差も急拡大した。これ自体が円売りの契機になったのは間違いない。しかし、そこへ財の供給制約や資源価格の急騰も重なったことで日本の貿易収支赤字が急拡大するという需給の大崩れも重なった。「世界で唯一のマイナス金利」と「需給の大崩れ」という条件が重なって円売りが起きないわけがなかった。NEER は 2021 年 12 月末を起点とすると、足許(2023 年 11 月 14 日)にかけて NEER は約▲17%下落し、過去最低の更新を視野に捉える現状である。

もっとも、入手可能な 1996 年以降の NEER を振り返ってみると、現在は歴史的な安値であるものの、概ね 75 を下限、105 を上限とするレンジから明確に逸脱したとまでは言えない(1 ページ目の図を参照)。俯瞰すればポスト・リーマンショック(2008～12 年)の局面だけが異常な円高だったという見方もできなくはない。

～NEER は崖の手前に立っているのか～

しかし、その異常な円高が約 5 年も持続した結果、国内製造業の海外生産移管は進んできたし、2011 年 3 月 11 日の東日本大震災がその流れに拍車をかけたとも言われる。事実としてその後、持続的な円高局面は経験していないのだから、既に構造変化が完了しており、NEER は今後、下限を切り下げていく可能性も十分考えられる。そう考えると現在の NEER は崖の手前に立っているとも言える。過去の本欄でも論じたように、2024 年以降に想定される米国の利下げ局面は日本が貿易赤字国として迎える初めての利下げ局面として筆者は注目している。厳密には 2019 年 7 月の利下げ時も日本は貿易赤字国であったが、その時代のサンプル数は 2019 年 8～12 月の 5 か月間しかない。2020 年以降はパンデミックショックに伴う利下げであり、あまり参考にならない。もっとも、2019 年 7 月の利下げ着手以降、翌 8 月こそ円高になったが、9 月以降は円安に戻り、パンデミック局面で米国がゼロ金利に戻る中でも際立った円高は起きていない。

利下げ直後となる「2019 年 8～12 月の 5 か月間」について大して円高にならなかった経験はサンプル数として頼りないものの、参考にはしたい。少なくとも利下げしたからと言って NEER で示唆される円の弱さが一変するような展開は想像が難しい。また、以上は名目ベースの議論だが、実質ベースの議論になれば相対的なインフレに劣る日本の通貨安は一段と度を強めることになる。「円安が止まる」ということと「安い日本が終わる」ということは全く同義ではない。1 ドル 150 円が 130 円や 125 円になったとしても、恐らく日本では「海外旅行は高い」、「輸入品は高い」という話をしているだろう。国民生活においては「安い日本が終わる」ことの方が重要な論点であることは言うまでもない。

金融市場部

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分) 年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売り」による挑発～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか?
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
2023年7月13日	週末版
2023年7月12日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月11日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月10日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
2023年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか?