

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 25 日)

「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～

昨年来、「隠れ円安」という言葉を報道で目にする。しかし、これは仰々しい表現であって、要は「実効円相場下落」のことである。過去 2 年間、本欄では「実効ベースで円が下落しているのが本質であり、円安を『ドル高の裏返し』と理解するのは危険」という主張を重ねてきた。円安は決して「隠れ」ているわけではない。単にメディアもアナリストも、ドル/円相場の議論に終始し、他通貨動向への関心が薄かったというだけだろう。その意味で「隠れている」というよりも「見ていなかった」の方が正確な表現。こうした円全面安とも言える状況は名目実効相場(NEER)の下落から捉えるべきであり、既に今年 5 月時点で「34 年ぶりの安値」をつけている。特定通貨ペアに着目した議論が最初からミスリーディングであったという認識を持ちたい。だからこそ筆者は当初より「他通貨の傾向から円相場の動向を語るのではなく、円相場の傾向から他通貨の動向を語るべき」と主張してきた。その 1 つの解が今や花盛りとなった国際収支構造にまつわる議論。今後の日本経済にとって重要なのは、NEER より実質実効為相場(REER)がどういった経路と時間軸で円高方向に振れるかという視点。日本のインフレが他国のそれに追いつくかどうか。

～「隠れ円安」の意味～

先週の日本経済新聞は「『隠れ円安』進行、英ポンド 200 円突破 及ばぬ介入神通力」と題した記事を報じている。「隠れ円安」という言葉は 2023 年 11 月および今年 2 月にも登場しており、比較的关注度も高いようだ。しかし、「隠れ円安」というと仰々しいものの、これは要するに「実効円相場下落」である。過去 2 年間、本欄では「実効ベースで円が下落しているのが本質であり、円安を『ドル高の裏返し』と理解するのは危険」という主張を重ねてきた。円安は決して「隠れ」ているわけではない。単にメディアもアナリストも、ドル/円相場の議論に終始し、他通貨動向への関心が薄かったというだけの話だろう。毎月発表される実質実効為替相場(REER)と名目実効為替相場(NEER)で円は着実にその水準を切り下げてきた(NEER は 1 週間に 1 度、5 日分が日次でも確認できる)。

本稿執筆時点では今年 5 月時点までの REER および NEER が確認できる。水準で言えば、前者(64.45)は 1967 年 1 月以来、後者(71.48)は 1990 年 9 月以来の安値だ。物価調整後の前者が「半世紀(以上)ぶりの安値」であるため耳目を引きやすいが、物価調整前でも概ね「34 年ぶりの安値」であり、この状況は既に昨年頃から出現していた。後者の NEER 下落こそ新聞で報じられる「隠れ円安」の正体である。NEER が下がり続けた象徴的な結

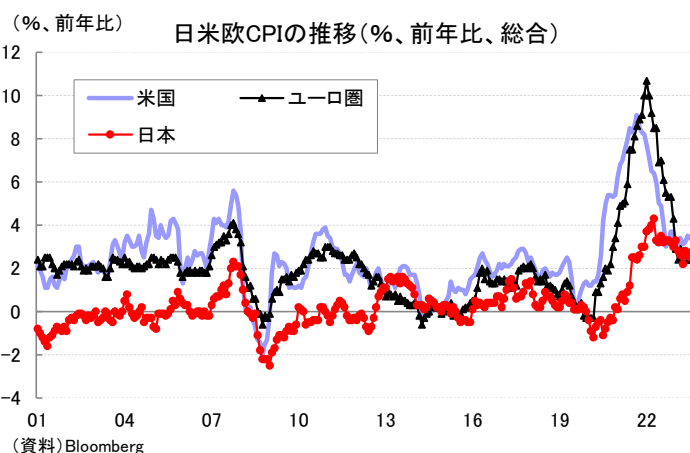
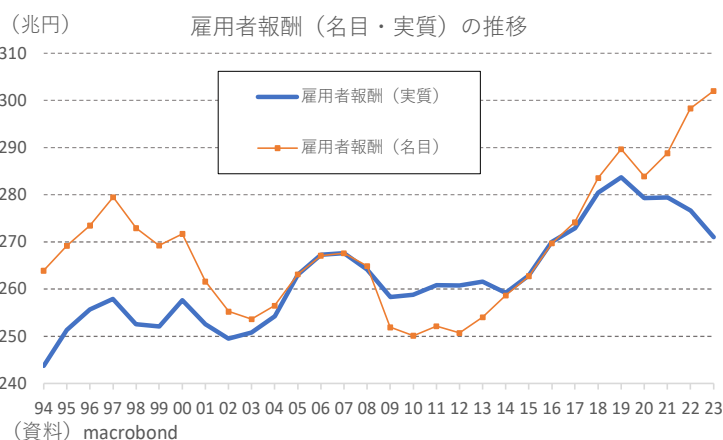


果が対ドルで 160 円、対ユーロでは 170 円、そして対ポンドでは 200 円という節目到達なのであって、それ自体に大きな意味を見出すべきではない。特定通貨ペアに着目した議論が最初からミスリーディングなのである。実質にしろ、名目にしろ、実効相場の下落は「主要貿易相手国の通貨に対してすべからず売られている状況」を意味する。対ドル相場だけに執着する向きからすれば「隠れ」ているように見えるのかもしれないが、今次円安局面では常に起きていた相場現象である（その意味で「隠れている」というよりも「見ていなかった」の方が正確な表現だろう）。だからこそ筆者は当初より「他通貨の傾向から円相場の動向を語るのではなく、円相場の傾向から他通貨の動向を語るべき」と主張してきた。その 1 つの解が今や花盛りとなった国際収支の構造変化にまつわる議論だ。

～問題は「隠れ円安」より相変わらず REER～

今後、NEER の低位安定が解消するにあたっては FRB の利下げとこれに伴うドル全面安などが求められるところだが、これは相応に予想される展開ではある。ドル安の一環としてある程度円高へ揺り戻しが起きることは変動為替相場制である以上、予想できるものだ（「隠れ円安」というフレーズもその時には忘れられているだろう可能性が高い）。しかし、問題は「半世紀ぶりの安値」で推移する REER だ。これはドル相場動向だけで解消する話ではない。理論的な意味は無いが、今年 5 月時点で NEER に対する REER の比率（ $REER \div NEER$ ）を取ると 0.9017 となる（前頁図）。これは 1964 年 1 月に始まった現行統計開始以来で最低である。REER の下落ペースが NEER のそれよりも大きい結果であり、言い換えれば日本の相対的なデスインフレ状況を浮き彫りにしている。

とすれば、今後、名目ベースで（≡ NEER の世界で）円高相場が到来しても、REER の低水準がある程度放置されることは十分考えられる。仮に、1 ドル 140 円台まで円高が進んでも、対米国で見た日本のデスインフレ状況が変わらない限り、REER が円高方向へ動くことは難しい。だが、筆者は今後、REER が円高に振れる可能性は高いと思っている。再三論じてきたように、日本のデスインフレ状況は外生的には円安・資源高で、内生的には人手不足で、明らかに解消へ向かっている。その上でインバウンド需要により財・サービスの値段が引き上げられている状況も加わっている。結果、日本国内の実質所得環境は毀損し、実質消費のクラウディングアウトが起きているのは周知の通りだ（右図・上）。理論的に想定される REER 上昇という調整は日本のインフレによって実現する可



能性が高いし、今、まさにそれが進行しているというのが筆者の基本認識である。実際、過去四半世紀の消費者物価指数(CPI)を見ても、明確に日本が劣後していた状況が足許で解消に向かっているようにも見受けられ、これが一過性なのか、それとも持続性を持ち得る現象なのかが注目される状況にある(前頁図・下)。今の日本経済で起きている各種現象を踏まえれば、これは相応に持続性を持ち得る傾向と考えた上で REER の趨勢を注視すべきというのが筆者の立場だ。いずれにせよ、特定通貨ペアの動きだけにフォーカスして円安を騒ぎ立てるのではなく、大所高所に立った相場観を養う時期に来ている。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賞金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしろ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が「回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賞金・物価情勢～妥結賞金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経路の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)