

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 月 20 日)

変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～

典型的なリスクオフ相場の下でもドル/円相場は堅調。やはり「リスクオフの円買い」は往時の迫力を失っているように感じられる。過去 1 年におけるコロナ禍の政策対応などを目の当たりにして「本当に日本は大丈夫なのか」という亡国論めいた論説を目にする機会が増えた。そこまで大きな話を展開するつもりはないが、「危機ムードが高まる時に通貨価値が増して(円高になって)悩まされる」という衰退国にしては違和感のある事実がいつまで持続するのかという点は気にしたい。これはすなわち、「もう円高にはならないのではないか」もしくは「これからは円安を警戒する時代に入ったのではないか」という議論。長期的な話とはいえ、この考え方にはそろそろ慣れておく必要があると筆者は思っている。実際、需給や物価といった安全資産を支えてきた論点には変化の兆候がある。制御不能になった場合、「本当に怖いのは円高よりも円安」という当然の事実を日本はこれまで心配する必要がなかったが、これからは多少なりとも関心を持ちたい。

～下半期のシナリオに恐れていた展開～

やや恐れていたことが起きつつある。NY ダウ平均株価は前日比▲725 ドル、下落率にして▲2.0%を超える 9 か月ぶりの大きさを記録している。デルタ株感染拡大を材料に株や原油などのリスク性資産は全面安で推移し、米 10 年金利も 1.2%を割り込んでいる。本欄や『中期為替相場見通し』では既存ワクチンの効用に疑義が付けられ、欧米で再度行動制限がかかるような展開はメインシナリオを根底から覆すものだとして議論してきた。今のところ、FRB の政策運営がデルタ株の影響を受けるには至っていないものの、今後、声明文や議長会見などの情報発信において何らかの修正が生じるようであれば、下半期のシナリオは大きく修正せざるを得ない。続報を待つしかない。

～円安を警戒する時代に入った？～

だが、典型的なリスクオフ相場の下でもドル/円相場の水準は変わっていないことに注目したい。時間差での値動きを警戒する必要もあるが、やはり「リスクオフの円買い」は往時の迫力を失っているように感じられる。実際、筆者は円の信認を心配している。元より期待成長率が落ちていたところに、過去 1 年におけるコロナ禍の政策対応を目の当たりにして、「本当に日本は大丈夫なのか」という亡国論めいた論説を目にする機会が増えた。コロナ禍での五輪開催という難易度の高い問題をつきつけられるという不運はあったものの、緊急事態宣言の発令・解除を巡る慌ただしさは他国に見られないものであり、よって立つ信条が失われている感は確かにある。

この点、「危機ムードが高まる時に通貨価値が増して(円高になって)悩まされる」という衰退していく国にしては違和感のある事実がいつまで持続するのかという点は気になる点である。これはすなわち、「もう円高にはならないのではないか」もしくは「これからは円安を警戒する時代に入ったのではないか」という議論である。10 年単位の長期で見た場合、そろそろこの考え方には慣れてお

く必要があると筆者は思っている。為替相場は金利、需給、物価といったファンダメンタルズ(基礎的経済条件)に加え、各国の政治情勢や日々のニュースなどを映じて激しく動くものであり、正確な予想は常に難しい。まして 10 年単位での予測は尚更である。しかし、そういった時間軸でこそ、ファンダメンタルズに照らしてどうなりそうなのかを考えることが重要だろう。

～「安全資産の円」を支えてきた「需給」～

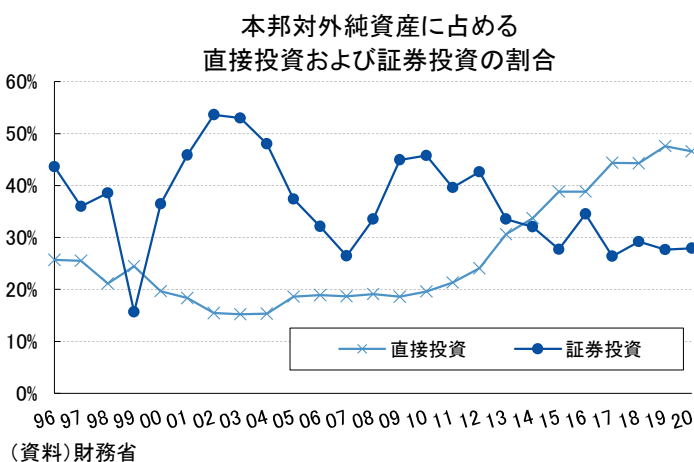
特に需給と物価について変化が生じていることを指摘したい。これまで円が安全資産と言われてきた理由としては、とりわけ盤石の需給、そして上がらない物価が持ち出されることが多かった。ゆえに、そうした論点に変調がないのかという観点で議論することが、長期的な円相場の信認を議論することに繋がると筆者は考えている。

まず、需給だ。GDP 比 250%を超える世界最悪の政府債務を抱えながら円は常に「安全資産の円」と呼ばれ、リスクオフ時の逃避先選ばれてきた。何故か。最も重要な論点が需給である。円が安全資産と呼ばれる最大の所以は日本が長年にわたって経常黒字大国であり、結果として「世界最大の対外純資産国」の地位を四半世紀以上も維持しているという事実である(資産価格の変動を脇に置いた場合、対外純資産は毎年の経常黒字の累積に等しい)。2020 年末時点で日本は 357 兆円の対外純資産を保有し、30 年連続、「世界最大の対外純資産国」の地位を維持している。

言い換えれば、日本は「世界で一番外貨建ての純資産を持つ国」ということでもあり、通貨高の理由としては真っ当なものである。自国保有の外貨はいざとなれば通貨防衛(外貨売り・自国通貨買い)に使える弾薬だ。リーマンショックやコロナショックなど危機ムードが高まった際、まず市場参加者として弾薬が多い通貨にすぎるのは合理的な選択である。もちろん、対外純資産全てが売却可能であるはずもないが、「世界最大の対外純資産国」よりも先に売られるべき通貨は無数にある。

～変わる日本の需給構造～

しかし、近年、そうした対外純資産の構造は変化しつつある。2000 年代前半、日本の対外純資産と言えば、半分以上が証券投資だったが、今や直接投資が半分近くになっているという現実もある(図)。直接投資とは海外企業買収の結果である。2010 年以降、直接投資比率は上がり続けており、2020 年末時点では直接投資 47%に対し、証券投資は 28%と大きな差がついている。近年の為替市場では「リスクオフの円買い」が勢いを失っているとい

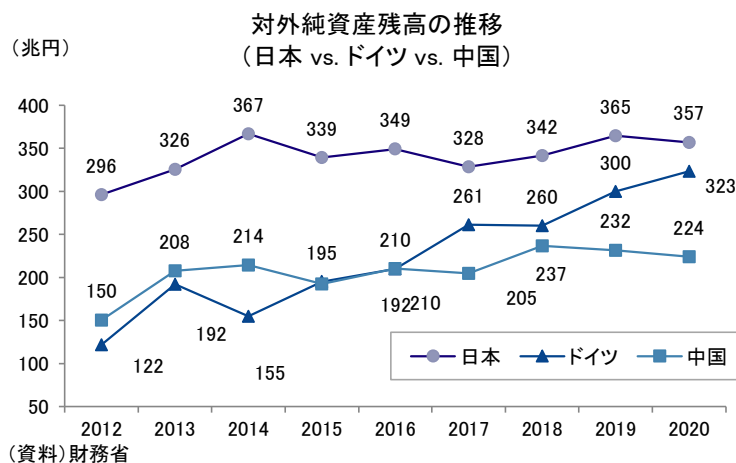


う指摘がある。確かにリーマンショック後のように、円相場が急騰する場面は減っている。これはこうした対外純資産構造の変化に理由があると筆者は考える。「リスクオフの円買い」とは対外的に投資されていた資産が国内に還流する動きを指す。海外株式・債券などを対象とする証券投資であれば流動性も高いため、そうした還流も期待できる。だが、危なくなつて外国の有価証券を換金(売

却)することはあっても、買った海外企業を簡単に売却することはない。結局、今の日本の対外純資産は表面上、豊富な外貨を保有しているように見えても、その外貨が円として戻ってくる経路が細っているのである。それだけ円高になりにくく、円安が放置されやすくなっているとも言える。

～「世界最大の対外純資産国」を失う時～

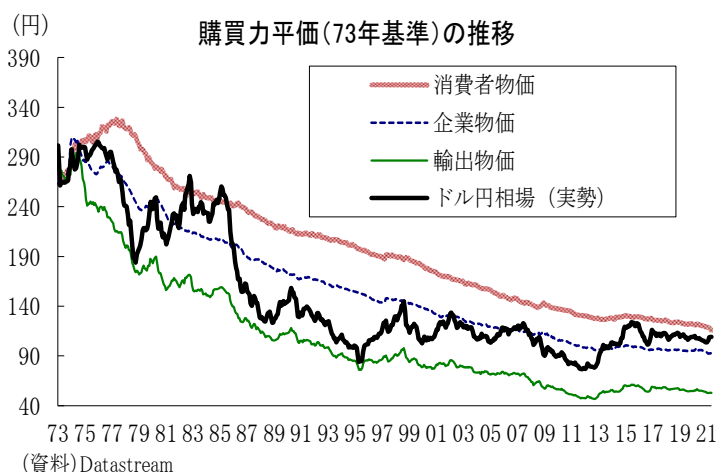
さらに言えば、「世界最大の対外純資産国」という地位も揺らいでいる。過去の本欄でも議論したように、筆者はドイツとの比較に注目している。「永遠の割安通貨」であるユーロを武器にドイツは貿易黒字(結果的には経常黒字)を荒稼ぎしており、2020 年末時点で両国の差は過去最小の 34 兆円まで縮まっている(図)。この程度の差であれば、「世界最大の対外純資産国」がいつドイツになっても不思議ではない。どんなに



貿易黒字を積み上げて通貨ユーロがドイツの競争力を貶めるほど強くなることはないので、ドイツはハイペースで対外純資産を積み上げ続けるだろう。もちろん、「世界第 2 位の対外純資産国」になったとしても十分、安全資産の資格はある。しかし、30 年間も維持してきた地位だからこそ、それを失った場合、直情的な為替市場は騒ぐ可能性がある。なお、自国通貨買いに直結する貿易黒字はもはや日本では失われており、それ自体も円高圧力の減退を意味している。

～「デフレ通貨としての円高」～

もう 1 点、長期の議論をする上で欠かせないのが「物価」の論点だ。図に示すように、変動相場移行後のドル/円相場の歴史は「円高の歴史」だが、それは「デフレの歴史」だったことは見逃せない。理論的に相対的に物価の低い国の通貨は高くなりやすい。5 年後の物価が下がると仮定した場合、同じ 1000 円でも今日購入できる財より 5 年後に購入できる財の方が多くなる。それは通貨の価値(購買力)が上昇していることになる。この点、諸外国と比べて物価の動きが著しく鈍かった日本経済の歴史を踏まえれば、円の購買力は上がる一方だった。こうした購買力平価説は長年、円高を肯定する理屈として使われてきた。ドル/円相場の購買力平価は長年、円高・ドル安を示唆してきたし、実際の相場もそうなってきた。



とはいえ、近年では欧米もかつてのようなインフレが起これにくくなっており、FRB や ECB も金融

政策戦略を修正し、2%突破を敢えて容認するような構えまで見せ始めている。要は、そこまで必死なのである。これは要するに、「他国と比べた日本の相対的なデフレ度合い」が後退していることを意味する。こうなると円高を肯定してきた購買力平価説も運用が難しくなる。確かに、2013 年頃から各種購買力平価の示唆する円高傾向は止まり、それに応じてドル/円相場も円安に転じているように見える。物価面からも円高は起きにくくなっている印象を受ける。

～「本当に怖いのは円高よりも円安」という社会規範を～

変動為替相場制は得てして「ちょうど良い」ところで止まってくれることはなく、一旦動き始めると明確な方向感を伴うことが多い。円はこれまで需給や物価という論点を拠り所に長らく安全資産として評価されてきたので、心配すべき「明確な方向感」は円高方向だった。しかし、上述するように構造変化は起きつつある。世界最速ペースで少子高齢化が進み、世界で最も政府債務が大きく、世界で唯一デフレを経験した先進国の通貨である円が、不可思議だと言われながらも上昇してきた理由がここにきて瓦解し始めていることは知っておきたい。

日本では未だに円高を恐れる規範が根強いように感じるが、そもそも理論上は円高抑止のための自国通貨売り・外貨買いは無限にできるが、円安抑止のための外貨売り・自国通貨買いは外貨準備分しかできない(もちろん政治的な可否は別にして、だが)。要する「極端な円安」を抑止する弾薬は有限なのである。制御不能になった場合、「本当に怖いのは円高よりも円安」という当然の事実を日本はこれまで心配する必要がなかった。しかし、近年の相場動向や構造変化を前に、我々は「来るべき円安」の可能性も少しずつ検討していかなければならないように思う。それは円相場のみならず日本経済全体にとって構えるべきリスクシナリオの 1 つであるように思う。

市場営業部兼金融市場部
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/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
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半年の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に变調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株値と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってでもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～