

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 22 日)

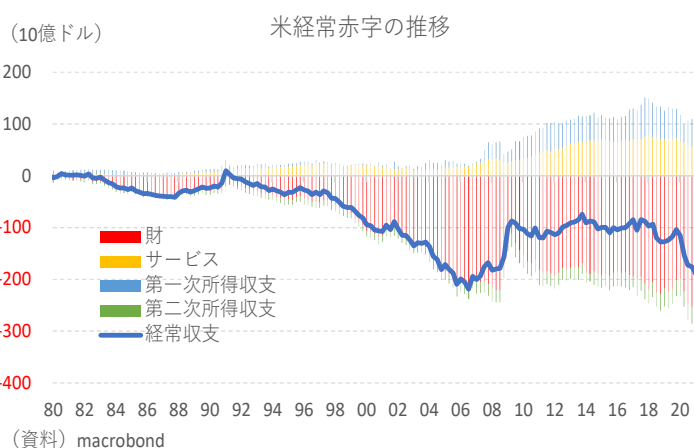
無視はできない需給面のドル安リスク

ドル/円相場の方向感は引き続き円売り主導で上方向と筆者は考えるが、ドル側にも売り要因が浮上している。米 7～9 月期の米経常赤字は約 15 年ぶりの水準に達した。名目 GDP 対比では▲3.7%に達し、これは 2008 年 10～12 月期以来の高水準。赤字を主導したのが為替需給と関連の深い貿易赤字であることも踏まえれば、需給面から見たドル安リスクは無視できない。過去を紐解けば、経常収支(％、対名目 GDP)と名目実効ドル相場は相応に安定した関係がある。GDP 比▲3.7%の赤字は未だサブプライム直前の半分程度であり、米国の歴史上でも際立って大きいというわけでもない。とはいえ、経常赤字に遅行する格好でドル相場は動くため、今年に記録した赤字が 2022 年の重しとして働く可能性はある。これは円安シナリオにとってリスクである。しかし、重要なことは相場全体がドル安に傾斜しても必ずしも円高になるとは限らないということ。今年 4～6 月期がそうだった。「ドルは手放したいが、円を買う理由はない」という市場参加者は相応に多いのではないか。「日本回避」というテーマは 2022 年も残ると考える。

～浮上する「需給でドル安」のリスク～

本欄では基本的に日本経済の劣後が「日本回避」というテーマに直結し、それが円を手放す流れが 2022 年も継続するのではないかと予想している。オミクロン変異株を受けた爆発的感染は日本で未だ確認されていないものの、新規感染者数が増えない傍らで「しかし、濃厚接触者数は多い」というヘッドラインが目立ち始めている。2022 年も感染状況が他国対比で軽微でありながら、過剰な防疫対策により日本経済の消費・投資意欲が削がれる局面が続くように思えてならない。

かかる状況下、ドル/円相場の方向感は引き続き円売り主導で上方向と筆者は考えるが、ドル側にも売り要因が浮上していることは留意したい。昨日、米商務省が発表した 7～9 月期経常収支は需給面からドル売りが優勢になる可能性を予感させるものであった。7～9 月期の米経常赤字額は▲2148 億ドルと 2006 年 7～9 月期以来、約 15 年ぶりの水準に達した。名目 GDP 対比では▲3.7%に達し、これは 2008 年 10～12 月期以来の高水準となる。赤字を主導したのが為替需給と関連の深い貿易赤字であることを踏まえれば(図)、需給面から見たドル安リスクは無視できない。

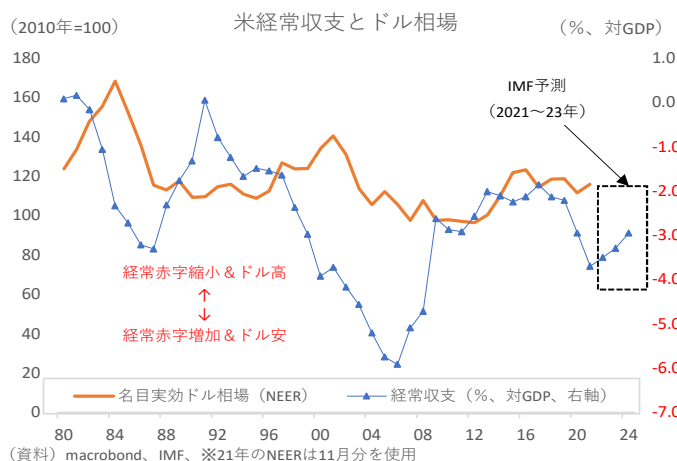


貿易赤字の中身を簡単に見ていくと、米国の世界向け輸出は天然ガスや石油製品を中心とした

増加によって 4416 億ドルと過去最高を更新しているが、輸入も石油製品や化学製品を中心に 7164 億ドルとこちらも過去最高を更新している。米 7～9 月期 GDP を支えたのが在庫投資だったことを思い返せば(前期比年率+2.0%に対して在庫投資は+2.1%ポイント)、供給制約を背景とする物資不足の中、企業が減った在庫を充填する動きが輸入増加をけん引した実情が透けて見える。

～GDP 比▲6%前後の赤字がひとつの目安か～

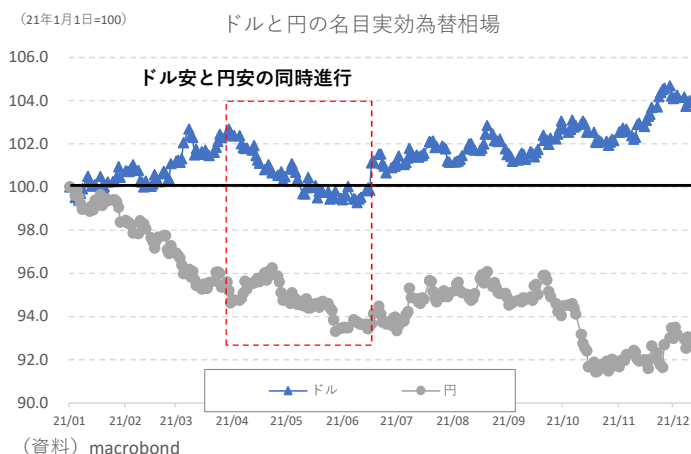
経常赤字拡大が続けば、ドル相場への影響も見通しに織り込む必要は出てくる。図示されるように、経常収支(％、対名目 GDP)と名目実効ドル相場(以下ドル NEER)は相応に安定した関係がある。上述したように、現在の経常赤字は 2006 年以来的の水準であり、結果的にはこうした不均衡がその後のサブプライムショック、リーマンショックに連なる米国の行き過ぎた消費・投資意欲の表れでもあった。しかし、GDP 比で見れば当時の半分程度でもあり、長期的に見ても、名目 GDP 比で▲3～4%の赤字が際立って大きいというわけでもない。絶対額の水準だけを見ているとバランスを欠くので注意が必要である。



とはいえ、経常赤字に遅行する格好でドル相場は動くため、今年に記録した赤字が 2022 年の重しとして働く可能性は十分ある。上述した通り、輸入増加は供給制約を背景とする企業の一時的な在庫充填の動きが反映された可能性も高く、7～9 月期に見られたような赤字拡大が基調的な動きとして根付くようには思えない。しかし、「世界的に米国経済の成長率が相対的に高め」という 2021 年の構図が続けば、内外景気格差を背景に貿易赤字主導で経常赤字が拡大し続ける可能性も残る。米国経済が世界経済のエンジンであることは確かだが、そうなり過ぎることは需給面でのドル安リスクに直結してくるという考え方もある。まず目安としてサブプライムショック直前に記録した名目 GDP 比で▲6%前後の赤字が視野に入るといえるという目線でドル安リスクに構えたいところである。

～「ドル安」≠「円高」～

こうした需給面の論点に加え、FRB の正常化プロセスに関しては既にイールドカーブのベアフラットニングが示唆するように、順当に利上げできない思惑も濃くなっている。2022 年のドル/円相場は、こうした「需給・金利両面からのドル売り圧力」と『日本回避』をテーマとする円売り圧力の綱引きというイメージになる。この点、日本の劣後(日本回避)が円売りの理由にな



っているのだとすれば、2021 年 4～6 月期がそうであったように、相場全体がドル安に傾斜しても必ずしも円高になるとは限らないという地合いも十分考えられ(前頁図)、そこには「ドルは手放したいが、円を買う理由はない」という市場参加者の胸中が反映されていると筆者は考えている。冒頭でも言及したように、そうした「とりあえず日本は回避する」という流れを大きく変えるだけの執政を国内政治に期待するのは 2022 年も困難であるように見受けられる。

市場営業部・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12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～ 「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道 41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～ 週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～) 2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～ 2021年12月7日 過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか 2021年12月6日 弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて 2021年12月3日 週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～) 2021年12月2日 変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～ 2021年11月29日 アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～ 2021年11月26日 週末版 2021年11月25日 再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～ 2021年11月24日 ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～ 2021年11月22日 欧州の感染再拡大の影響をどう見るか? 2021年11月19日 週末版 2021年11月17日 10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分) 不安視される米消費者心理の悪化 今年2度目のマイナス成長となった日本 2021年11月16日 週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～) 2021年11月12日 ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か? 2021年11月11日 欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～ 2021年11月10日 FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～ 2021年11月9日 週末版 2021年11月5日 週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～) 2021年10月29日 2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後 2021年10月28日 供給制約下の利上げは正当化されるのか? 2021年10月26日 ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～ 2021年10月25日 週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～) 2021年10月22日 本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～ 2021年10月20日 ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも?～ 2021年10月19日 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて 2021年10月18日 週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～ 2021年10月15日 円安に蝕まれる日本経済の現状 2021年10月13日 現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機 2021年10月12日 米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～ 2021年10月11日 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分))～争点は「PEPPの次」へ～ 2021年10月8日 インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～ 2021年10月7日 交易条件の悪化に蝕まれる日本経済 2021年10月5日 岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」 2021年10月4日 週末版 2021年10月1日 ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待 2021年9月30日 次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～ 2021年9月28日 次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～ 2021年9月27日 週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～) 2021年9月24日 恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～ 2021年9月22日 ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～ 2021年9月21日 週末版(実質実効為替相場(REER))の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～ 2021年9月17日 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～ 2021年9月16日 70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味 2021年9月14日 接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」 2021年9月13日 週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～) 2021年9月10日 米消費者心理と米国の所得・消費環境について 2021年9月8日 世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず 2021年9月7日 米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～ 2021年9月6日 週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～) 2021年9月3日 ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～ 2021年9月1日 ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～ 2021年8月30日 週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～) 2021年8月27日 混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～ 2021年8月26日 銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か? 2021年8月24日 ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～ 2021年8月23日 週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～) 2021年8月20日 迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～ 2021年8月19日 本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～ 2021年8月17日 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) 2021年8月16日 メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～ 2021年8月13日 週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ) 2021年8月11日 世界に範を示す英国の金融政策運営 2021年8月10日 米7月雇用統計～実現に近づくウォー一想定～ 2021年8月6日 週末版 2021年8月3日 「雇用の最大化」に近づく米国経済 2021年8月2日 アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP 2021年7月30日 週末版 2021年7月29日 FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～ 2021年7月28日 1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢 2021年7月27日 「米国買い」をテーマとする金融市場の現状 2021年7月26日 ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～ 2021年7月21日 週末版 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～ 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」でドル安の現実味～) 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