

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 27 日)

2022 年の為替概観～2 つの「正常化」が作る世界観～

2022 年の世界のテーマは「正常化」。ここで「正常化」は「社会活動の正常化」および「金融政策の正常化」の 2 つの意味を孕む。言うまでもなく最も重要なのは前者。パンデミックを「戦争」だとすれば、ワクチンや経口治療薬はさしずめ強力な「武器」や「防具」であり、「社会活動の正常化」は確実に近づいていると考えられる。ワクチンや経口薬という「手段」は、社会活動の正常化という「目的」のために存在する。2021 年の欧米の高い成長率はそれを体現した結果であり、同様の発想を持つ為政者の下、2022 年も堅調な成長を期待したい。「社会活動の正常化」の行き着く先が「金融政策の正常化」だ。少なくとも日本以外の G7 諸国では濃淡はあれども「金融政策の正常化」は既定路線である。こうした中、円はどのような立ち位置になるか。結論から言えば、2 つの「正常化」のいずれも経験できない唯一の先進国として 2022 年も劣勢に立たされると予想。せっかく獲得した「武器」や「防具」という手段を倉庫に閉まったまま、戦場を目的もなく駆け回る従前の姿が繰り返される公算。円や日本株のアップサイドを指摘するのは難しい情勢。

～2022 年の前提は 2 つの「正常化」：社会活動と金融政策～

2021 年も残すところあと 5 日となった。2020 年 1 月末に新型コロナウイルスの感染拡大が勃発した時には 2 年間もこの騒動が続くと考える向きは決して多く無かったように思う。だが、2022 年は世界が「正常化」にシフトすることを前提に資産価格のシナリオを検討するのが妥当と考える。ここで「正常化」は 2 つの意味を孕む。1 つは「社会活動の正常化」。もう 1 つが「金融政策の正常化」だ。

最も重要なことは前者の「正常化」である。2020 年 11 月に有効なワクチンが開発され、そこから 1 年余りが経過した今、少なくとも先進国で 7～8 割の接種率が実現している。デルタ変異株やオミクロン変異株などの登場で終息宣言には至っていないが、重症や死亡といった深刻な被害は劇的に抑制されているのも事実である。そしてワクチン開発から 1 年が経過した今、経口治療薬の開発そして普及まで視野に入っている。パンデミックを「戦争」だとすれば、ワクチンと経口薬はさしずめ強力な「武器」や「防具」であり、「社会活動の正常化」は確実に近づいていると考えられる。

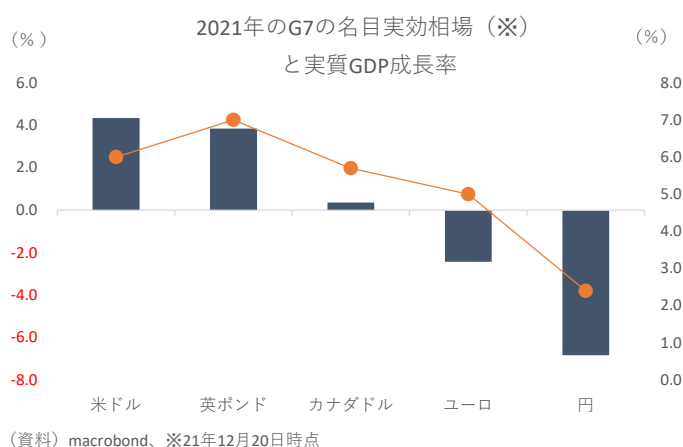
現状、欧米共にオミクロン変異株の感染拡大が取りざたされるが、入院者数や死亡者数はピーク時と比較して(少なくとも今は)かなり低く抑えられている。10 月半ばから感染が拡大したドイツがピークアウトまでに 2 か月弱を要したことを思えば、1～3 月期の後半には米国や英国なども再び行動制限解除に伴う「社会活動の正常化」を志向するのではないかと。ワクチンや経口薬という「手段」は、社会活動の正常化という「目的」のために存在する。2021 年の欧米の高い成長率はそれを体現したものであり、同様の発想を持つ為政者の下、2022 年も堅調な成長が予想される。

～「金融政策の正常化」、21 年は議論、22 年は実行の年～

「社会活動の正常化」の行き着く先が「金融政策の正常化」である。元々、パンデミック以前の世

界経済は米国が循環的な減速局面にあったものの、大型の金融緩和を要するような状況にはなかった。「社会活動の正常化」が実現すれば、当然、そのための財政・金融政策は手仕舞いされることになる。既に 2021 年半ば以降、「金融政策の正常化」は有力なテーマとして浮上していたが、2021 年が「議論の年」だとすれば 2022 年は「実行の年」に移ると整理できる。既に英国が先陣を切って 2021 年 12 月に利上げしているが、G7 では米国やカナダも 2022 年中に追随することが視野に入る。出遅れ組はユーロ圏と日本だが、ユーロ圏も 2022 年 3 月末でパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を終了させ、公言こそしていないが 2022 年中に資産購入プログラム自体が完全に閉塞する絵図を示している。インフレ動向次第では前倒しも否めないだろう。脆弱な国々を抱える分、意思決定が遅延するのは構造的に不可避であり、少なくともドイツは快く思わないはずである。

なお、米国に至っては 2022 年 3 月の量的緩和の段階的縮小(テーパリング)完了と同時にバランスシート縮小(いわゆる量的引き締め、以下 QT)に着手するとの観測まで浮上している。インフレ高進にそこまで確証が持てない中、QT まで踏み込むのは過剰と筆者は考えるが、「金融政策の正常化」が日本以外の先進国中銀の 2022 年の進路として既定されている感は強い。図を見る限り、結局は「経済活動の正常化」が経済・物価見通しを押し上げ、「金融政策の正常化」が進んだ国の通貨が強かったのが 2021 年だった。その正常化が議論を終えて実行の段階に移る 2022 年は、その相場つきが確固たるものになると筆者は考えている。



～2つの「正常化」のいずれも経験できない唯一の先進国・日本～

こうした中、円はどのような立ち位置になるか。結論から言えば、2つの「正常化」のいずれも経験できない唯一の先進国として 2022 年も劣勢に立たされるというのが筆者の基本認識である。岸田政権は首相の所信表明演説で「やり過ぎる方がまし」と宣言した通り、厳格なコロナ対策を何よりも優先させる姿勢を押し出している。結果的に出てくる防疫政策はワクチンや経口薬が存在しなかった頃と同じかそれ以上の内容になると考えられる。先週 25 日に発表された大学入学共通テスト受験に伴いオミクロン株感染者の濃厚接触者に本試験を受験させないという方針は世論から大きな批判を浴び軌道修正を迫られたが、結局、厳格な措置が支持率上昇に直結するとの思惑を政府・与党が抱く限り、類似の展開は今後も予見される。今後、新規感染者数が拡大してくれば法改正を経てロックダウンまで検討される可能性も十分考えられる。

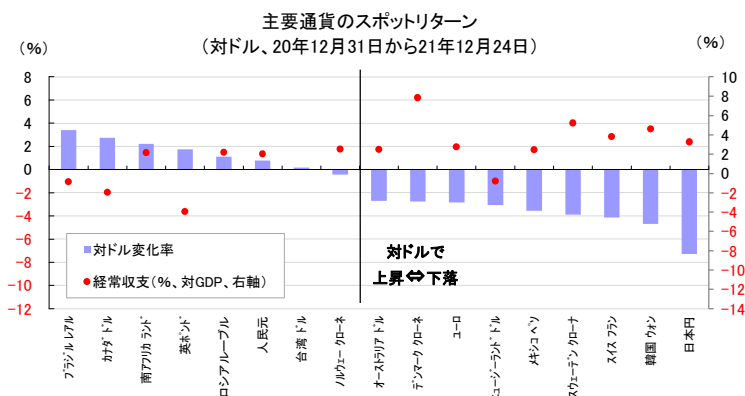
冒頭述べた比喻に倣えば、日本はせっかく獲得した「武器」や「防具」という手段を倉庫に閉まったまま、戦場を目的もなく駆け回っているように見える。ワクチン接種率を世界最速ペースで引き上げて水準を高めても「凄」で終わってしまい、その先の議論が全くない。こうした「手段の目的化」とも言える政策運営が成長率、物価、為替、株といったあらゆる切り口において日本が劣後する結末を招いたのが 2021 年だったのだが、2022 年もそれを繰り返す公算は残念ながら大きそうである。

～「需給」は未だテーマにならず～

もちろん、強毒性の新たな変異株の登場や軍事衝突を伴う地政学リスクの高まり、中国の不動産大手企業の破綻などがトリガーとなって世界が「2つの正常化」などと言っているにもかかわらず、リスクもある。そうなればテーマは「需給」に移り、世界第3位の経常黒字大国であり、世界最大の対外純資産国である日本の円も評価されるはずである。しかし、デルタ変異株の数倍感染

力が強いと言われるオミクロン変異株の流行をもってしても相場のテーマは「需給」に移らなかった。これは年初来の主要通貨の対ドル変化率を比較した時に、経常黒字国のパフォーマンスが総じて見劣りしていることから明らかである。こうした各国通貨の強弱関係は2022年も続くと筆者は考えている。G3通貨で言えば、対ドルで120円、対ユーロで140円が1つの注目される通過点と思われる。

また、仮に2021年の流れを汲むと仮定した場合、円相場の注目点はドル/円相場も水準もさることながら、実質実効為替相場(REER)で見た円がどれくらいまで下落するのか(史上最安値更新はあるのか)なども要注目だろう。2022年は日本という国が円安とどう向き合っていくべきかという構造的な問題意識について議論を深める年になるのではないかと。



(資料) Bloomberg, IMF, 経常収支は2020年、台湾は14%以上の黒字で欄外

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24日	週末版
2021年12月23日	円相場近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
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？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	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」～)
2021年12月8日	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～本日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
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12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11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10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9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29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28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26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25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22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20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19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18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15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13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11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8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7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5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4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1日	週末版
2021年9月30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28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27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24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22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21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17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16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14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10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8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7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6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3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1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30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27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26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23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20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19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17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16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	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～実現に近づくウォラー想定～
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～