

みずほマーケット・トピック(2022年1月4日)

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？

2022年のドル/円相場見通しの主流は円安・ドル高である。昨今の頃、円安シナリオを唱えていたのは筆者を含めて少数派であったが、過去1年で多数派になった。とはいえ、「皆がそう思っていることはそうならない」のが相場の常であり、敢えて円高方向のリスクは検討しておきたい。2022年を見通せば、先進国では日本以外が利上げ着手組になる可能性が高そうであり、円安シナリオが最も説明しやすいのは確か。しかし、円安が進むほど政治がそれを看過できなくなるリスクはある。円安自体に世論のアレルギー反応が出始めている現状を踏まえれば、政府・与党がこれを放置する難しさはある。厳密にはそうした政府・与党の状況を忖度して日銀が動く可能性は否めない。「円安に良いも悪いもない」という主張は正論だが、世論の不满を政治は放置できないだろう。奇しくも総裁退任まであと1年余りであり、レジームチェンジまで視野に入れた動きを想定するならば、マイナス金利解除という円高リスクは頭の片隅に置いて良い。

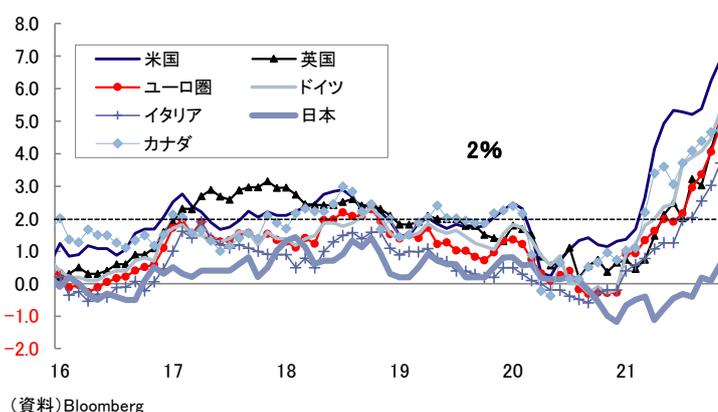
～2022年中には日本以外が利上げ着手組～

各金融機関の見通しを一覧する限り、2022年のドル/円相場見通しの主流はどうやら円安・ドル高である。昨今の頃、円安シナリオを取っていたのは筆者を含めて少数派であったが、過去1年で多数派になった。得てして「皆がそう思っていることはそうならない」のが相場の常であり、敢えて円高方向のリスクを検討する必要性を感じる。

とはいえ、客観的事実だけを整理すればドル高相場の中での円安進行は最も説明がしやすいのは確かだ。先進国では昨年12月会合にイングランド銀行がいち早く利上げに踏み込んでいるが、今年3月にはFRBが量的緩和の段階的縮小(テーパリング)完了後、最速で今年5月会合で利上げに踏み込むとのコンセンサスがある。カナダ中銀も昨年12月会合で今年4月に利上げに踏み込むことを示唆している。英国、米国、カナダは利上げ着手組として先頭グループを走る存在であり、実際、これら3か国の通貨が2021年、非常に強かったことは周知の通りである。

片や、G7の中でユーロ圏と日本だけが利上げ関連の議論に迫れていないが、ECBは緊急パンデミック購入プログラム(PEPP)の今年3月終了が決断済みであり、残る定例プログラムである拡大資産購入プログラム(APP)も順当に行けば閉塞に向かう議論が進みそうである。現状、APPは4～6月期に400億ユーロ、7～9月期に300億ユーロ、10～12月期に200億ユーロとテーパリングの道

(%, 前年比) 主要国のCPIの推移(%, 前年比、総合)



筋が示されていることから、10～12 月期を乗り越えた後、「量」から「金利」へ正常化プロセスの議論がシフトするはずである。実際、昨年 12 月末、クノット・オランダ中銀総裁は「現在の債券購入を来年末までに終わらせる方向にある。それが済めば、政策金利は 2023 年序盤に上がる可能性がある」と述べている。2022 年後半にはユーロ圏も利上げ着手組に入る公算が大きい。

要するに、先進国では日本以外が利上げ着手組になる可能性が高い。これは消費者物価指数 (CPI) の現状そのままであり、携帯電話料金引き下げという特殊要因を加味して+2%弱まで日本の CPI が高まったとしても大きく変わるイメージではない。もはや「2%に到達していない国」が稀有なのであり、「相手がある話」の為替市場において円は敬遠されやすい。

～日本側からの円高リスクは無いのか？～

以上のような想定は市場参加者の誰しもが論じる基本シナリオであろう。問題はそうならないリスクをどこにどの程度に見積もるかだ。昨年末の本欄¹では、米経常赤字の拡大を念頭にドル需給の緩みが円安リスクとして浮上する可能性を議論した。これは米国側に起因するリスクだが、日本側に起因するリスクはないだろうか。昨年の円安がある種「日本回避」の色合いを込めた円売りだったことを踏まえれば、今年の日本経済が目を見張るような復活を遂げれば円買い戻しもあり得るだろう。過剰な防疫対策ではなく、あくまで経済正常化を念頭に置いた欧米型の政策運営になれば、とりわけ出遅れ感の強い日本株などはアップサイドが見込める可能性があるように思える。

しかし、その可能性は残念ながら低い。岸田政権およびその背後にある世論は新規感染者数の水準こそが価値判断基準であり、顕著な増加傾向を確認すれば世論の納得を得るために行動制限の強化に走る可能性が非常に高い。それが GDP 成長率にどれほど悲惨な結果をもたらすのかは 2021 年で実証済みだが、少なくとも参院選を控える 2022 年は、感染拡大防止効果があるかどうかはさておき、「成長よりも行動制限」が政府・与党にとって最善手となり得る。「日本回避」の巻き戻しとしての円買いは殆ど期待できないと筆者は考えている。

～日銀正常化が支持率上昇に寄与するならば・・・～

しかし、円安自体に世論のアレルギー反応が出始めている現状を踏まえると、政府・与党がこれを放置する難易度も徐々に増してくる可能性もある。厳密にはそうした政府・与党の状況を忖度して日銀が動く可能性は否めないだろう。その論調に賛否はあるが、「悪い円安」というフレーズが跋扈していることは政府・与党にとって愉快的話ではないと考えられる。「円安に良いも悪いもない」という主張は正論だが、世論が不満に思う論点を政治は放置できない。世論を背景にした政治的意図では理論的な正道を説いても殆ど聞いて貰えないことは 2013 年当時、リフレ政策に対する反論が一切聞き入れられなかったことから明らかである。

安倍政権下で起きた金融政策のレジームチェンジは超円高が輸出企業を中心とする企業部門に痛みを強いたという原体験から生まれた。とすれば、円安が国内物価上昇を招き家計部門に痛みを強ければ、その原体験から円安を抑止するような金融政策が取られても不思議ではない。あくまで政治やそれに付随する金融政策は世論の気持ちがよくなる方向に修正される。それが今のところ、「円安進行の阻止」である可能性は徐々に高まっているように見受けられる。

¹ 本欄 2021 年 12 月 22 日号『無視はできない需給面のドル安リスク』をご参照下さい。

～日銀が正常化するならばそれはレジームチェンジの合図～

2022年、仮に大方のメインシナリオ通りに円安が進めば輸入物価経由の一般物価上昇(実質賃金下落)は必然的に社会問題化するはずである。そうなれば、ここまで金融政策に取り立てて関心を示していない岸田政権も何らかの意思表示をする可能性は出てくる。

兆候がないわけではない。昨年12月22日には安倍晋三元首相の秘書官と補佐官を務め、政策決定に深く関与してきたと言われる今井尚哉氏がロイターとのインタビューで、日銀の金融政策に関し、急激な円安を防ぐため「金融緩和の出口は時期尚早だが、将来はありうるとのメッセージを出す必要がある」と述べている。今井氏は秘書官を退いているが、現在はエネルギー政策を担う内閣官房参与であり、発言は相応に無視できない。もちろん、「将来はありうるとのメッセージを出す」くらいの話で円安基調が変わるとは思わないが、円安見通しの水準は下方修正されるだろう。

より邪推を進めれば、2013年4月から上がる見込みのない物価に拘泥して緩和路線を継続してきた経緯を踏まえると、政策の方向転換が図られる時はレジームチェンジ、即ち総裁交代と同じタイミングという可能性も十分考えられる。金融所得課税や自社株買いガイダンス見直し、経済正常化よりもコロナ対策を最優先する姿勢など、何かにつけて「金融市場に優しくない」という岸田政権のイメージに照らせば、金融緩和で消費・投資意欲を焚きつけようとするリフレ思想とは距離を取った執行部の構成が志向される可能性はある(もっとも、8年間続いたリフレ政策が当初の威勢の良さを殆ど成果として体現できなかったことを思えば方向転換は自然な結末でもある)。

仮に、総裁交代まで含めたレジームチェンジに至った場合、シンボリックな政策決定は正常化に関し「将来はありうるとのメッセージを出す」程度では済まず、マイナス金利解除などが選ばれる可能性もある。そこまでの展開が2022年中にあることを市場参加者は想定していないだろう。世界的にドル高が進むことがメインシナリオではあるが、仮に日本側からそれを覆す材料があるとすれば、レジームチェンジまでを視野に入れた日銀の正常化議論が挙げられる。

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28日 | 2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～ |
| 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～ |
| 2021年12月24日 | 週末版 |
| 2021年12月23日 | 円相場の近況～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 | 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～本邦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) |
| 2021年11月16日 | 不安視される米消費者心理の悪化 |
| 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～バイマン連運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 | 円安に悩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と「目先の生活」vs「地球の気温」～ |
| 2021年10月5日 | 交易条件の悪化に悩まれる日本経済 |
| 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～にわかに出ロムード～ |
| 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ワー想定～ |
| 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 | 「米園買い」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 |