

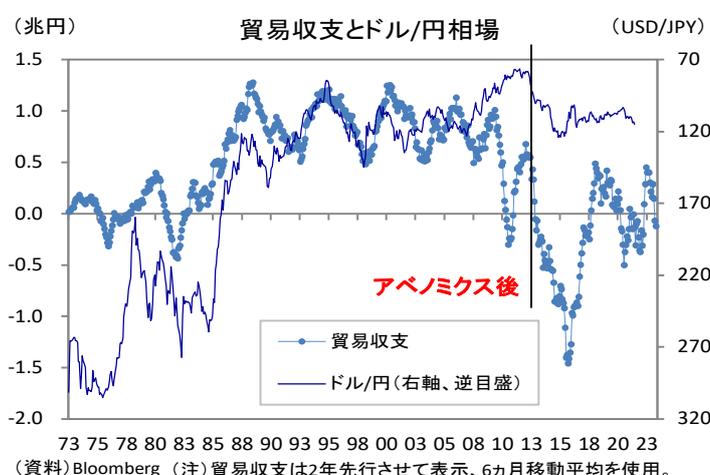
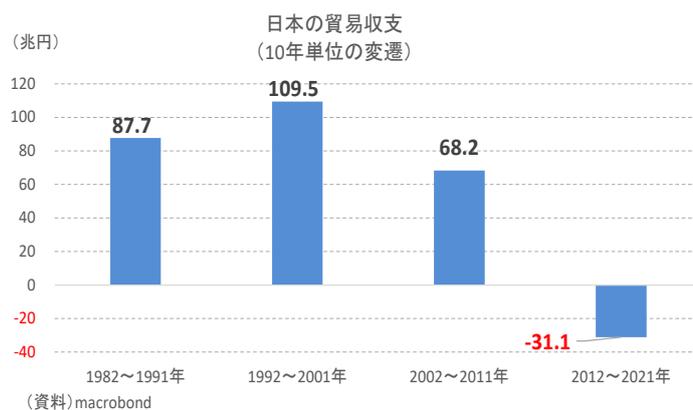
みずほマーケット・トピック(2022年2月2日)

沈む円相場の全体感と日本の現状

年明け以降、米金利や米株価の乱高下が続くが、円相場は軟調な地合いが継続。ロシアのウクライナ侵攻懸念などの地政学リスクに対し、過去であれば「リスクオフの円買い」が進んできた印象もあるが、ドル/円相場は基本的に過去1年間の高値圏で推移。これには様々な可能性が考えられるが、やはり貿易収支や資本収支といった基礎的な統計から「円高の可能性」が感じられないという事実は押さえておきたい。例えば貿易収支に関し1980年代前半からの過去40年間で10年単位で振り返ると、2012年以降、赤字が慢性化している。また、資本フローに関しても、日本企業の対外直接投資という形で円の売り切りが増えているし、日本株投資に至っては、過去1年、明らかに日本は避けられている。世界が大きく動く中、「決められない日本」が鮮明化しており、敢えて日本を投資先として選ぶ理由は乏しい。円安シナリオは継続へ。

～もう、かつての円買い需要はない～

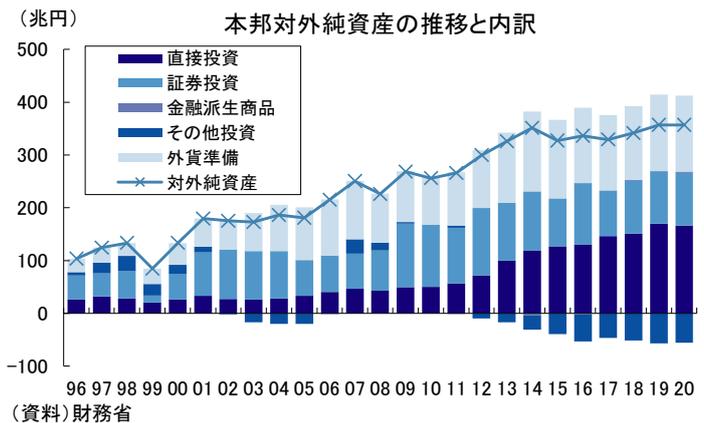
年明け以降、米金利や米株価の乱高下が続いたものの、円相場は総じて軟調な地合いが続いている。しかし、S&P500指数が年初来最大▲10%下落する一方、ドル/円は113.47～116.35円と3円弱の値幅しか出ていない。ロシアのウクライナ侵攻懸念や北朝鮮による飛翔体発射などの地政学リスクを前に、過去であればまとまった幅で「リスクオフの円買い」が進んできた印象もあるが、ドル/円相場は基本的に過去1年間の高値圏で推移している。これには様々な可能性が考えられるが、やはり貿易収支や資本収支といった基礎的な統計から「円高の可能性」が感じられないという事実は押さえておく必要がある。例えば、貿易赤字の慢性化は過去10年余りの構造変化としては最も大きな論点の1つである。過去10年間(2012～2021年)を振り返ると、貿易赤字は7回、貿易黒字は3回であり、通算すると▲30兆円以上の赤字である。昨年来の赤字傾向は原油価格を筆頭とする資源価格の騰勢を反映した面が大きいとしても、日本の貿易収支が黒字体質ではなくなっている



ことは間違いない。前頁図(上)に示されるように、1980年代前半からの過去40年間を10年単位で振り返ると、2012年以降、赤字が慢性化するようになった。これはちょうど第二次安倍政権が発足し、アベノミクスというフレーズが登場した時期である。大規模金融緩和に象徴されるアベノミクスの登場によって、それまでの超円高地合いが解消されたと信じる向きは未だに存在するが、拠って立つ貿易取引に係る実需環境が180度変わっていることはあまり言及されない(前頁図・下)。

～資本フローも円売り示唆～

また、資本収支上でも目を引く変化がある。真っ先に挙げられるのは直接投資である。これは日本の誇る「世界最大の対外純資産」の構成変化を見ればイメージが湧きやすい。2012年以降、顕著に直接投資残高が増えていることは一瞥して分かる(図)。これは人口減少による国内市場縮小は元より、高い税・電力料金、硬直的な雇用規制など、あらゆる要因を勘案した結果の企業行動と考えられるが、投資先として



日本ではなく海外を選んだという点で言えば、日本企業による資本逃避と言えなくもない。日本から海外への対外直接投資は「円の売り切り」でもあり、需給面での円安を示唆する。日本への対内直接投資がないわけではないが、対外直接投資と比較すれば無視できるようなものである。ネットアウトした結果として図のイメージがあることを知っておくべきである。

もちろん、そうした経営判断が積み重なり、日本の企業部門への評価が高まれば日本株への投資も必然的に増えるはずである。だが、少なくとも過去1年間は明確に日本株は避けられている(図)。いつまでも新規感染者の絶対数に拘泥し、病床など医療資源の拡充という本丸に切り込めない日本はコロナ禍を続けるしかない状況にある。その上で首相自らが「株主資本主義からの転換」を標榜するのだから、グローバルなポートフォリオを構築する際、日本を選ぶ理由はどうしても乏しくなる。G7において日経平均株価指数だけが前年比をはっきり割り込んでいるのは相応の理由があるのであり、その1つが現政権の政策姿勢にある可能性は高そうに見える。少なくとも海外投資家にとって期待収益の高い投資先はほか

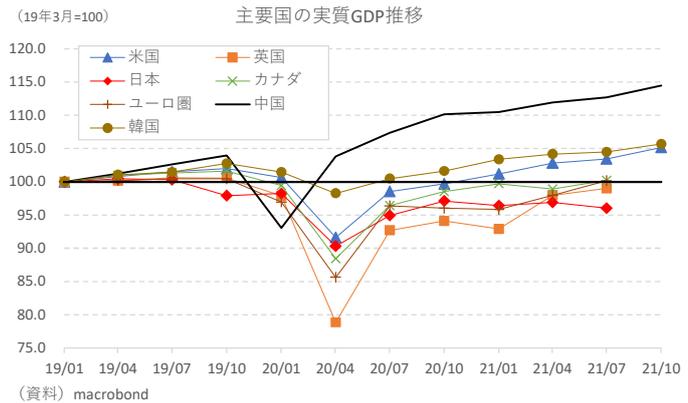


かにいくらでもあるのであり、株主価値に疑義を呈する日本の株式を選ぶ必要はない。

～何も決まらない日本～

以上で見るように、現在の日本では貿易赤字が慢性化し、資本フローも流出気味である。しかし、

そうした現状があったとしても、高い成長余地が見込まれる経済なら資金を引き付けやすい。しかし、日本はG7という先進国の括りは元より、隣国韓国などと比べても出遅れ感が顕著である(図)。世論が求めるからという理由で厳格な行動規制に固執し、リスクはあるが重要な判断を先送りし続ける以上、成長率は戻るはずがない。「経済より命」は不誠実な言い訳であり、失業率と自殺者に正相関が認められる以上、低成長により失われる命も等しく重視されるべきである。



東京都を筆頭に各自治体からはオミクロン変異株の感染急拡大を受け、「2類相当」とされている新型コロナウイルスの位置付けを入院勧告などが必要ないインフルエンザ並みの「5類」に引き下げ、保健所や医療機関の負担軽減を図り、社会機能を維持すべきとの声が上がっているが、岸田首相は「現実的ではない」と決断を見送ってしまった。結果、医療施設や学校、保育所などといった社会機能の一部に支障が出ているのは既報の通りである。

防疫政策以外にも、判断の遅れは目立つ。目下、世界ではエネルギー政策の方向性が耳目を集める。特に欧州では脱炭素の妙手として原発再稼働への機運が高まるが、ドイツを筆頭に反原発の意思を強める加盟国も存在し、足並みの乱れが生じている。この機に乗じて日本が狡猾に立ち回り、存在感を高めたいのであれば、原発再稼働の上、国として余剰の出る LNG を安価で欧州に供給する行為などは戦略的に価値がある。だが、岸田首相は今年6月に策定される「クリーンエネルギー戦略」に原発新增設を盛り込まない方針を固め、原発再稼働に関しても言質を与えていない。要するに原発活用の見送りである。日本のエネルギー政策の方向性は定まっていない。

こうして7月の参院選まで対立論点を作らないことに徹するという姿勢は選挙に勝利するという意味で政治的に奏功するかもしれないが、日本経済の復活は確実に遠のいていく。

欧州では英国、スペイン、デンマークなど、コロナを特別な病気として扱わずに前進することを決めた国も現れ始めている。一方、日本は世界で最も厳格な入国措置が鎖国と揶揄され、そのような措置が無意味であることも WHO から指摘されている。そうして内外から防疫政策の弊害が指摘されても、これを修正する兆しは見られない。

近年確認される需給環境の変化に加え、機動的な変化を嫌う政治の現状を合わせ見れば、金融市場における「日本回避」は今年も着実に引き継がれるテーマと考えられ、本欄でも円安シナリオを堅持したいと考えている。

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.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
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルト政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は??～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
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	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帰報報道
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(いきなり外交的試験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)
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～バイト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、初のグリーン債券発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見直し(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～)
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～