

みずほマーケット・トピック(2022年2月24日)

年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～

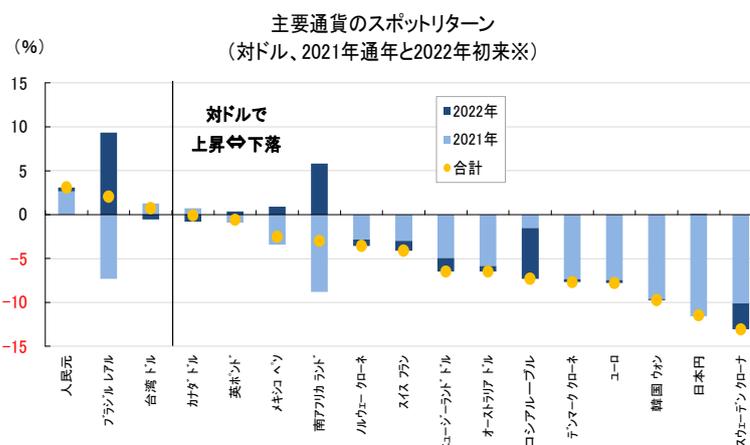
目下、金融市場ではウクライナ情勢が最大の関心事だが、主要通貨の強弱関係を説明するのはやはり金融政策。主要通貨の対ドル変化率を整理すると、年初2か月間が経過したところで2021年の流れ(≒ドル高)が反転する雰囲気はない。対ドルで上昇に転じている通貨はブラジルレアル、南アフリカランド、メキシコペソなど、インフレ高進に対して利上げしており、しかも金利水準が高い通貨。そのほかカナダドル、英ポンドもドルと拮抗しているが、これらはやはり利上げをしている、もしくはこれからしそうな通貨だ。「利上げできる通貨」に限ってドルと戦うことができる側面はありそう。一方、スウェーデンクローナや円、スイスフランなど利上げから遠そうな通貨は積極的に売り進められている印象は強い。資源高にもかかわらず軟調なオーストラリアドルも利上げには遠い通貨だ。為替変動を1つの論点で説明するのは難しいが、①利上げできそうな通貨は買われる、②利上げに遠い通貨は売られる、というシンプルな事実はある程度ははっきりしている。一部の主要通貨だけが低金利で取り残されると、2006～2007年の構図が復活する可能性も。円キャリー取引やスイスフランキャリー取引の兆候を押さえていきたい。

～主要通貨の強弱関係を概観する～

金融市場はウクライナ情勢が最大の関心事となり、現状ではFRBの正常化プロセスすらも脇に置かれている。ウクライナを支持する西側陣営とロシアは互いに制裁の度を徐々に強める状況にある。西側陣営はロシアに対するSWIFT遮断、ロシアは欧州に対する天然ガス供給遮断といった最終カードを持つが、この使いどころを探っている状況と言える。いずれにせよ、緊張状態の中で状況が少しずつ悪くなるというのは金融市場にとって最もストレスを覚える地合いである。

しかし、主要通貨の強弱関係を説明するのは相変わらず金融政策である。

右図に示されるように、年明けから2か月が経過したところでは2021年の流れ(≒ドル高)が反転する雰囲気はない。殆どの通貨は過去1年に関して対ドルで下落しており、その流れを引き継いでいる。対ドルではっきりと上昇に転じている通貨にはブラジルレアルや南アフリカランドが挙げられる。これらの通貨はイン



(資料) Bloomberg、※22年2月22日まで

フレ高進に対して複数回の利上げで対応している通貨である。メキシコペソもわずかながら上昇しているが、これも利上げ路線にある通貨だ。この3通貨は政策金利水準も高く、2月24日時点で

ブラジルは 10.75%、南アフリカは 4.00%、メキシコは 6.00% である。ちなみに、今のところ対ドルで最も上昇している通貨は利下げしている人民元である。理由は 1 つではないだろうが、貿易黒字拡大や対内投資増加が理由として挙げられるだろうか。いずれにせよ、通貨当局の恣意性も排除できないため他通貨との単純比較は難しい。

なお、主要通貨ではカナダドル、英ポンドはドルと拮抗しており、殆ど動いていない。利上げ間近のドルに対し、英ポンドは既に 2 回利上げをして、カナダも近々に利上げする方針にある。その背景はどうあれ、「利上げできる通貨」に限ってドルと戦うことができているという側面は大いにある。また、台湾ドルもドルと拮抗する通貨であるが、利上げ通貨ではない。しかし、半導体を筆頭とするハイテク産業を得意とする台湾は中国や米国からの受注が活況を呈しており、2021 年は 11 年ぶりの高成長を記録している。高成長にベツトした買いと言った側面はありそうである。

～対ドルで負けている通貨の特徴～

片や、2022 年に入ってから目に見えて下落幅を拡げている通貨としてスウェーデンクローナとロシアルーブルである。利上げに着手し高金利でもあるロシアルーブルが売られている理由は説明を要しないとして、スウェーデンクローナ売りをどう考えるか。これも金融政策の現状を反映したものとするのが自然である。金融政策の正常化に邁進する上述の中央銀行とは対照的にスウェーデン国立銀行(リクスバンク)は金融政策において年内の債券保有維持を明言し、現在ゼロの政策金利も 2024 年下期まで維持する方針を掲げている。そのスウェーデンクローナに匹敵する下落幅の円も緩和路線の堅持を対外的に示している。「指値オペ」はその姿勢を改めて印象付けたと言える。利上げから遠そうな通貨は積極的に売り進められているということではないか。

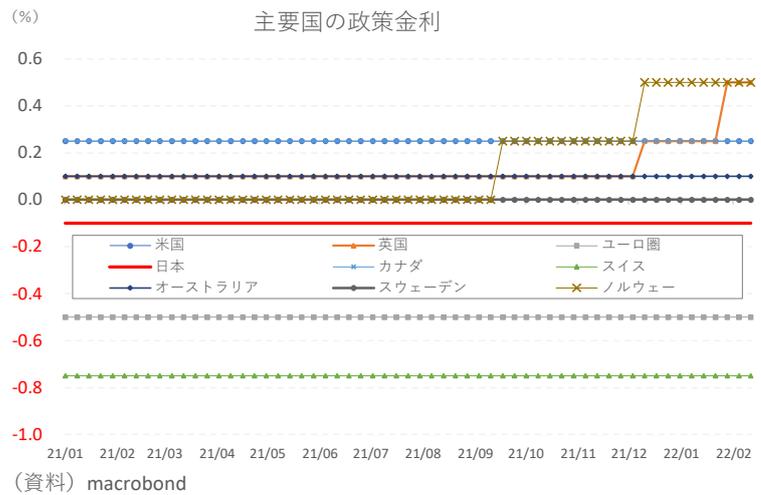
また、資源高が追い風になりそうなオーストラリアドルの動きが冴えないことも目に付く。オーストラリア準備銀行(RBA)は量的緩和の終了を年前半に予定しているが、インフレ率の基調や賃金が抑制されていることを理由に利上げに対しては消極的であり、2023 年以降に利上げ着手との見通しが多い。隣国のニュージーランド準備銀行(RBNZ)は既に利上げに着手しているものの、オーストラリアドルと安定した関係にあるニュージーランドドルはやはり連れ安となっている。ノルウェークローナは利上げ通貨の一角であるが軟調に推移しており、現下の原油価格の騰勢を踏まえればアップサイドが見込める通貨なのかもしれない。ちなみにスイスフランも年初来で▲1%以上下落している。スイス国立銀行(SNB)は▲0.75%の深いマイナス金利を据え置きつつ、スイスフラン高を抑制する為替介入を従前より継続している。SNB はスイスフランに関し「高く評価されている」と言明し、「拡張的な金融政策を維持する」と言い切っていることから、どうしても通貨は下げやすい。

なお、ユーロはウクライナ危機という目下最大のリスクの当事者でもあるため、手を出しにくい通貨となっており、やはり下落幅の大きな通貨となっている。だが、3 月の ECB 政策理事会で量的緩和終了と利上げ着手の全容が見えてきそうであり、元より「世界最大の経常・貿易黒字」という最強の実需環境があることも踏まえれば、ノルウェークローネと共に今後期待したい通貨の 1 つである。

～政策金利に規定される相場～

為替市場におけるあらゆる通貨ペアの変動を 1 つの論点で説明するのは難しい。しかし、上述のような強弱関係を見る限り、①利上げできそうな通貨は買われる、②利上げに遠い通貨は売られ

る、というシンプルな事実はある程度ははっきりしているように見受けられる。もちろん、利上げをしてもロシアルーブルのように地政学リスクが突出している通貨はやはり敬遠されるし、利上げをしていなくても人民元や台湾ドルのように個別要因で買われる通貨もあるが、少なくともG7通貨の力関係を見極める上では①・②の条件で現状と展望を語ることはできる。ブラジルや南アフリカ、メキシコといった国々は利上げしているからといって決してファンダメンタルズが良好と



は言えないが、「利上げをしていて金利水準が高い」は現状において大きな買い材料と見なされやすい。右図は主要国の政策金利の推移だが(ブラジル・南ア・メキシコは水準が高過ぎるので右図からは取外して外している)、市場で抱かれるほど実際の政策金利が開いているわけではない。政策金利相場とも言える現状が勢いづくとしたら、これからという理解ではないか。

～円キャリー取引は流行るのか?～

具体的には、既に一部で注目する向きが出始めている円キャリー取引などは、現実の金利差が開いた時に活気づくものだろう。流動性の高い主要通貨市場において円やスイスフランだけが突出した低金利で据え置かれれば、必然的に調達通貨としての役割を強めるはずであり、通貨安圧力の増大に直結する。もちろん、地政学リスクが高い中でそうした投機性の高い取引は盛り上がりにくいはずであり、「調達通貨化による円安進行」はウクライナ危機終息が前提のシナリオではある。しかし、円以外の通貨がすべからず利上げに動くというのは円安バブルと言われた 2006～2007 年に直面した構図と酷似していることは今後の見通し策定上は大いに考慮すべきであると考え。当時は円キャリー取引ないしスイスフランキャリー取引というフレーズが跋扈したことを思い返したい。

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
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
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～ショルツ政権の迷走～
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) 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	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)
2021年10月18日	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	円安に触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	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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～)