

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 30 日)

日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～

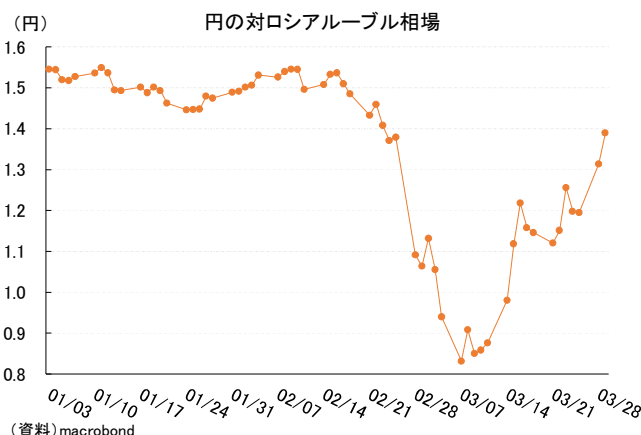
小康状態にあるものの、依然として円売りが終息したとは言えない状況。円が如何に評価されていないかを理解するには対ロシアルーブル相場を見れば良く分かる。既に対円でのルーブルの価値は SWIFT 遮断や外貨準備凍結などが決断される以前に戻っている。円は戦時中で経済制裁を受け、国際金融システムから孤立しつつある通貨にも負けている。他通貨とも比べても同様。2021 年通年でも、2022 年初来でも円の下落幅は目立って大きい。現下の円安を単に「ドル高の裏返し」と割り切るのは誤りであり、ルールにすら勝てていない以上、円固有の材料が嫌気されている印象は否めない。なお、「通貨の信認」が毀損する事例で言えば、中銀がエルドアン大統領に牛耳られてしまっているトルコリラの挙動が有名。客観的に見れば、トルコ中銀の奇異な政策運営は、「インフレでも緩和を止めない」という点で今の日銀がやっていることと共通しているように思える。通貨安の背景に独自の金融政策運営があることはやはり否めない。

～足許の円安は FRB の挙動で反転せず～

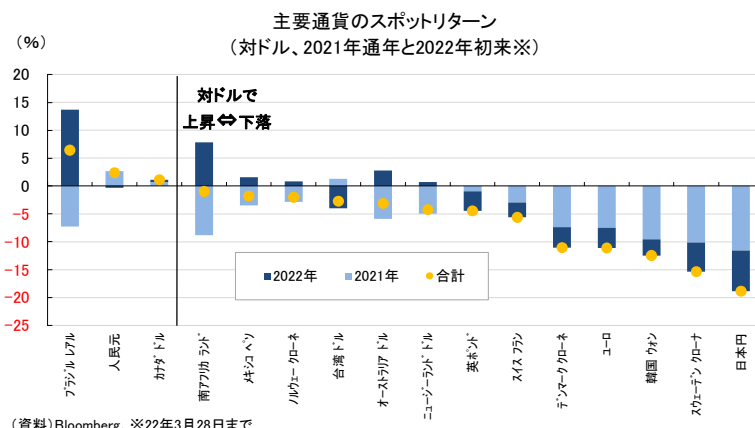
昨日のドル/円相場は 122 円ちょうど近辺まで反落しており、ここもとの急激な動きの揺り戻しが来ている印象である。とはいえ、経常赤字に象徴される需給環境の変化や世界の潮流に反して中銀が金利抑制的な政策運営に勤しんでいる事実なども踏まえれば、円相場の劣勢は大きく変わらないだろう。昨日は米イールドカーブに関し最も指標性が高い 10 年と 2 年が逆転するという動きがよい見られており、米金利とドルの相互連関的な上昇にも終わりが見えてきた感がある。しかし、以下に論じるように、足許の円安はドル高の裏返しではなく円独歩安、言い換えれば正真正銘の「日本売り」という印象が強く、ドルの挙動によって反転するという確証は持てない。

～ルールに負ける円～

円が如何に評価されていないかを理解するには対ロシアルーブル相場を見れば良く分かる。周知の通り、苛烈な経済制裁の結果としてルーブルは大暴落の末、ロシア国民はインフレ高進に悩まされている。しかし、対円相場では一時▲50%程度まで下落したものの、一連の円売り相場の結果、経済制裁実施前(≒2 月末)の水準をやや上回る程度まで値を戻している。対円でのルーブルの価値は SWIFT 遮断や外貨準備凍結などが決断され



る以前に戻っているのである。一方、ルーブルの対ドル相場も値を戻す傾向にあるが、制裁前水準に対し▲13%程度とまだ下落幅は相応に大きい。円は戦時中で経済制裁を受け、国際金融システムから孤立しつつある通貨にも負けているという現実がある。他通貨とも比べてみよう。過去 1 年間に、対ドルでの変化率を見ると、やはり円は主要通貨の中で圧

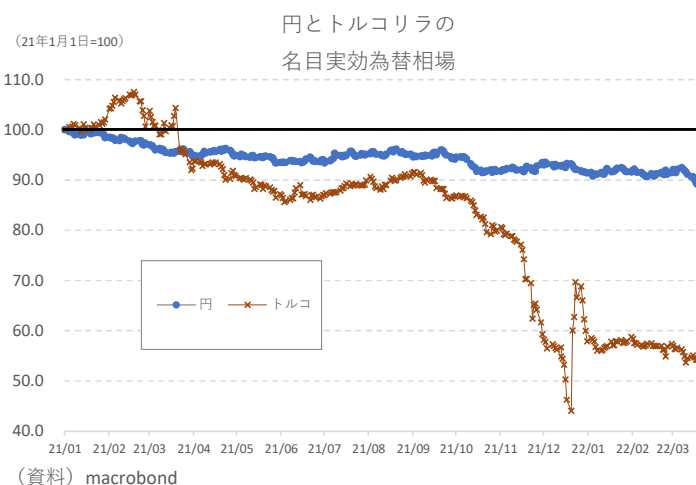


倒的に劣後している。2021 年通年でも、2022 年初来でも円の下落幅は目立って大きいものである(図)。もちろん、多くの通貨は対ドルで負けているため、為替市場の潮流としてドル高があることは間違いない。しかし同時に、現下の円安を単に「ドル高の裏返し」と割り切ることは飛躍があるだろう。ルーブルにすら勝てていない以上、円固有の材料が嫌気されている印象は拭えない。

～「通貨の信認」毀損と言えはトルコリラ～

国会では黒田総裁に「円の信認」毀損を質す場面が見られているが、「通貨の信認」が毀損するという事例で真っ先に思い浮かぶのがトルコリラである。トルコリラと言えは、実質的にトルコ中銀(CBT)の政策運営を牛耳るエルドアン大統領が「高金利が高インフレを招く。よって利下げでインフレを抑制できる」という独自理論を唱え、この執行を中銀に強いていることで知られる。「制御不能なインフレに対して利下げで応戦する」という政策運営は文字通り火に油を注ぐようなものだが、この独自理論では「通貨を意図的に切り下げることで輸出が焚きつけられ、経常収支が改善、結果的に為替の安定も図られる」ことが想定されていると言われる。常人には理解の難しいロジックである。

しかし、周知の通り、一般的な経済理論からはかけ離れた政策運営は金融市場から支持されず、トルコリラは慢性的に下落を重ね、同国の 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比 50%を優に超えるなど、独自理論に基づくインフレ抑制策は全く奏功していない。だが、この期に及んでも追加利下げの可能性が示唆されるなど、もはや中銀の独立性以前の問題として、一体どのような理屈で動いているのか皆目見当がつかない。ちなみに 2010 年平均を 100 とした時、トルコリラの現在の



価値は 12 程度であり、10 年余りで通貨価値が 9 割失われている。もはや紙幣や硬貨が紙屑や鉄屑と比較され得る次元である。過去 1 年に限定しても、価値が半減するなど「通貨の信認」が毀損するという点に関し、トルコリラは異次元の存在と言って良い(図)。

～トルコ中銀と日銀の類似性～

しかし、客観的に見れば、CBT の奇異な政策運営は、「インフレでも緩和を止めない」という点で今の日銀がやっていることと共通している。もちろん、日本がトルコほどのインフレに見舞われているわけではなく、また、利下げという振り切った対応に手をつけているわけではないので両中銀の立ち位置にはまだ大分距離がある。しかし、既に慣れ切ってしまっている感もあるが、中銀が長期債市場に介入して金利水準をペッグするというのは世界的にも例外的な政策運営である。通貨安が物価高の背中を押し、実質的な所得環境悪化が懸念される状況でも長期債を無制限に購入して金利の低め誘導を図るのだから通貨安は当然進みやすい。それは実体経済の改善を図るために必要な措置だというのが日銀の主張だが、エルドアン大統領も恐らく本気で利下げがインフレ抑制に寄与すると信じている。「インフレでも緩和を止めない」という最も本質的かつ例外的な部分で両者は共通しており、その状況が通貨売りの背景にあることは否めない事実だろう。

もちろん、本欄では繰り返し論じているように、円安が日本経済にとってペインだと思われてしまっている今、日銀が迂闊に手を出せば投機的取引を焚きつけるトリガーになりかねないため、黒田総裁が現行路線を肯定せざるを得ないという事情も分からなくはない。動くとなれば政治的な関心が金融政策に及んだ時であり、その際にもう一波乱、円相場には巻き起こる可能性がある。

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
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
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？～
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～シュルツ政権の迷走～
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度目のマイン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？～