

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 6 日)

「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか

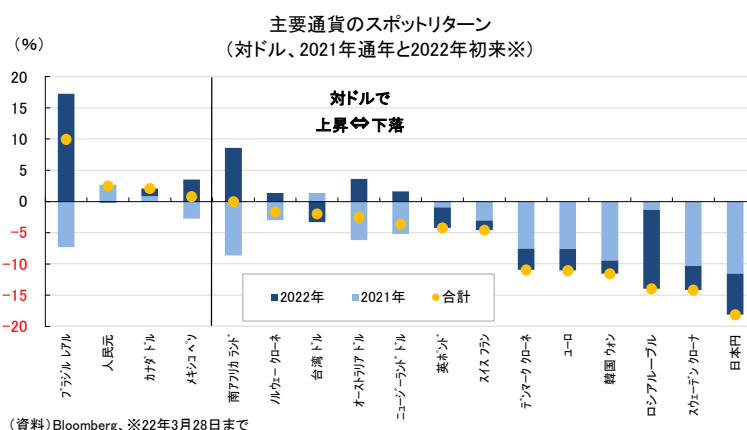
かねて論じているように、筆者は日本が「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」へ移行する可能性を懸念しつつ、現下の円売りが単に「ドル高の裏返し」ではなく、ある程度は「日本売り」の要素も含んでいると懸念する立場だ。1～3 月期終了時点の対ドルスポットリターンを見れば、円はロシアルーブルやトルコリラと同等の立ち位置にある。この危機時に G7 通貨である円がロシアルーブルやトルコリラと比較されるという事態は前代未聞である。それも 10 年前までは安全資産の筆頭格だった円がそうになっているという事実を踏まえれば、余計に驚きは深まる。これが「日本売り」ではないというならば何なのか。13 年末から 14 年初頭も経常赤字に陥ったことがあったが、足許のように「円だけが売られる」ということはなかった。それは何故なのか。需給という唯一絶対の円買い材料に疑義が投げかけられている結果だと筆者は考えている。もちろん、揺り戻しもあるだろうが、調整の動きは浅いもので終わる可能性があるだろう。脱炭素・感染症・戦争という極めて大きな時代の「うねり」が起きている中、過去の相場観に囚われるのは危険。

～ドル/円相場、123 円台に復帰～

ドル/円相場は再び 123 円台に復帰し、上値を探る値動きになりつつある。昨日は黒田日銀総裁が一連の円安地合いに関し、「やや急ではないかと思う」との見解を示したことがヘッドラインとして大々的に報じられ伸び悩んだが、米国時間に入り顕著に上昇している。ブレイナード FRB 理事が保有資産の縮小(いわゆる QT)に関して「I expect the balance sheet to shrink considerably more rapidly than in the previous recovery」と踏み込んだ表現を口にし、「さらに大きな規模と短い期間で(with significantly larger caps and a much shorter period)」とも述べたことが意識され、米 10 年金利が一時 2.56%と 3 年ぶりの水準まで上昇したことがドル買いを招いている。

～ロシアルーブルにもトルコリラにも勝てない現実～

かねて論じているように、筆者はローサーの国際収支発展段階説に基づき、日本が「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」へ移行する可能性を懸念しつつ、現下の円売りが単に「ドル高の裏返し」ではなく、ある程度は「日本売り」の要素も含んでいるのではないかと考えている。これは 1～3 月期終了時点の対ドルスポットリターンを見れば一目瞭然である(図)。先

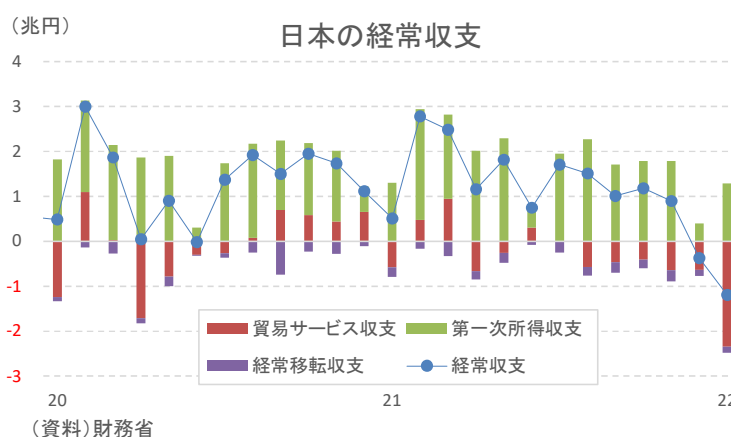


週の本欄 3 月 30 日号『日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～』でも論じたが、図に示すように、昨年初から足許までのパフォーマンスで見た場合、円はロシアルーブルにはっきりと劣っている。ちなみにスケールの問題で図には含めなかったが、トルコリラは年初来▲10.7%であるのに対し、円は▲11.6%と実はトルコリラにも負けている。ロシアルーブルやトルコリラと比較しても下落幅が大きい以上、円固有の材料が意識されている可能性は検討せざるを得ない。

～構造的な円安を信じたくない人々～

この危機時に G7 通貨である円がロシアルーブルやトルコリラと比較されるという事態は前代未聞である。それも 10 年前までは安全資産の筆頭格として最も買われやすいと言われていた事実を踏まえれば、余計に驚きは深まる。これが「日本売り」ではないというならば何なのだろうか。

市場を見渡すと未だに「日本売り」や「構造的な円安」の可能性を信じたくない論陣も相応に見受けられる。例えば過去 2 番目の赤字額を記録した 1 月経常収支については「中国の春節が前年比で早まり輸出の落ち込みが大きくなった」とか「季節調整値で見ればまだ経常収支は黒字だ」などの理由と共に目先の円安が後退する可能性を期待する向きもある。気持ちは理解するも



ものの、筆者はそのような卑近で短期的な話をしているのではない。そもそも経常赤字をもたらした貿易赤字膨張の主因は資源価格上昇であり、それは脱炭素・感染症・戦争という極めて大きな時代の「うねり」の中で起きている。その「うねり」が後退し、資源価格が下落に転じるというのであれば日本の経常黒字は復活するし、そうでなければ経常赤字は続く。春節の時期や季節調整の数字などは既に起きた過去の話という意味で些末な話であり、未来の話として何を懸念すべきかというのが筆者の問題意識である。元より第一次所得収支をメインとする経常黒字は円転需要が見込めない「張り子の虎」であったが、経常赤字が表面化しやすくなることで、余計に「実は円買い需要は乏しい」という事実がテーマ化されやすくなる。

2013 年末から 2014 年初頭も日本は経常赤字に陥ったことがあったが、足許のように「円だけが売られる」ということはなかった。それは何故なのか。需給という唯一絶対の円買い材料に疑義が投げかけられている結果ではないのか。そもそも資源価格の動向次第で経常収支の符号が変わり得るという事実が、「鉄壁の需給」を誇ったかつての円の姿とは大分異なることを留意したい。

～揺り戻しは当然ある～

もちろん、変動為替相場ゆえ、一方的に売られた後には買い戻しの局面もあるだろう。その際には「円高局面の到来」と騒がれるはずだ。しかし、その際に期待される円高への揺り戻しはかつてよりも浅いものになるというのが筆者の基本認識である。例えば「125 円まで上昇して、115 円までしか戻らず、次の円安局面が 115 円からスタートする」といった展開は考えられる。そのようにして一国

の通貨の地力は少しずつ衰えていくのではないか。

もちろん、考えるべき論点は需給だけではない。金利に関しても、世界的には政策金利を高め誘導することでインフレ高進を抑制しようとしているが、日本では「指値オペ」に象徴されるように真逆の金融政策が展開されている。今後、日本の成長率が海外のそれ以上に復元してくれば金融政策の在り方も変わってくるだろうが、常に新型コロナウイルス感染の「第〇波」に執心し、行動規制が慢性化する日本経済の成長率に弾みがつくことはもう難しそうである(残念ながらその状況を世論も支持している)。このような状況だからこそ、過去に囚われない相場観を持ちながら、為替市場の先行きを展望していきたいと思う。

市場営業部
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4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
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～
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～「三步進んで二歩下がる」～
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～ドイツの自衛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・原子カグリーン認定
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常化されるのか？
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～