

みずほマーケット・トピック(2022年4月13日)

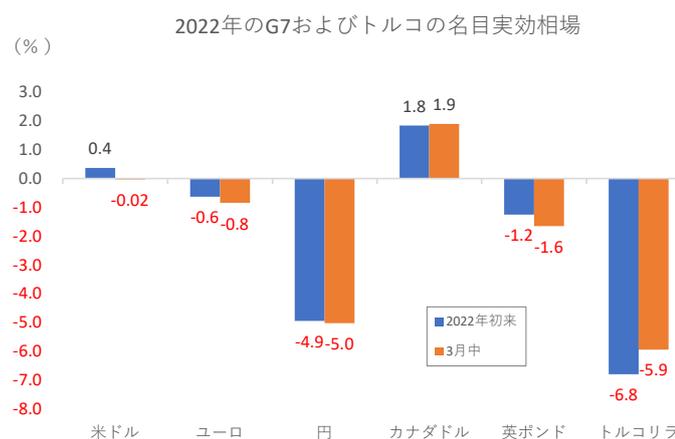
円安を止めるには～日本要因と米国要因～

ドル/円相場は2015年6月に記録した125.86円を窺う地合いが続いている。足許の円安については様々な解説が飛び交っているが、FRBの正常化プロセスに伴う米金利上昇を主因として取り上げ、「ドル高の裏返し」と解説する向きはやはり多い。少なくとも年初来の相場に言えば、これは明らかに事実誤認である。名目実効為替相場(NEER)に関し、年初来および特に円安が加速した3月中の変化率を比較すると、ドル相場は年初来で+0.4%と横ばい、3月中に限っては▲0.02%と上昇すらしていない。これに対して円相場は年初来で▲4.9%、3月中は▲5.0%と大幅下落している。為替市場で進んでいるのは明らかに円売りであってドル買いではない。仮に「円安を止めたい」という思いを為政者が抱く場合、金融政策に関しては総裁交代を契機に緩和路線のレジームチェンジを印象付けることで、経常・貿易赤字状況に関しては原発再稼働を契機に鉱物性燃料の輸入抑制を印象付けることで円売りに対抗する余地はある。「円売りのピークアウトはいつか」との照会は多いが、これら2つの政策対応は契機になり得るもの。

～円売りであってドル買いではない～

ドル/円相場は2015年6月に記録した125.86円を窺う地合いにある。これを超えれば2002年5月以来の126円台が見えてくる。それは黒田日銀総裁が財務官だった頃以来の水準である。足許の円安については様々な解説が飛び交っているが、FRBの正常化プロセスに伴う米金利上昇を主因として取り上げ、「ドル高の裏返し」と解説する向きはやはり多いように見受けられる。結論から言えば、これは(少なくとも年初来の動きに関して言うならば)明らかに事実誤認である。

図は名目実効為替相場(NEER)に関し、年初来および特に円安が加速した3月中の変化率を比較したものだ。G7通貨のほか、参考までにトルコリラの変化率も付けた。ドル相場は年初来で+0.4%と横ばい、3月中に限っては▲0.02%と上昇すらしていない。これに対して円相場は年初来で▲4.9%、3月中は▲5.0%と大幅下落であり、「トルコリラよりはまし」という風情である。この円安地合いを「ドル高の裏返し」と解説する



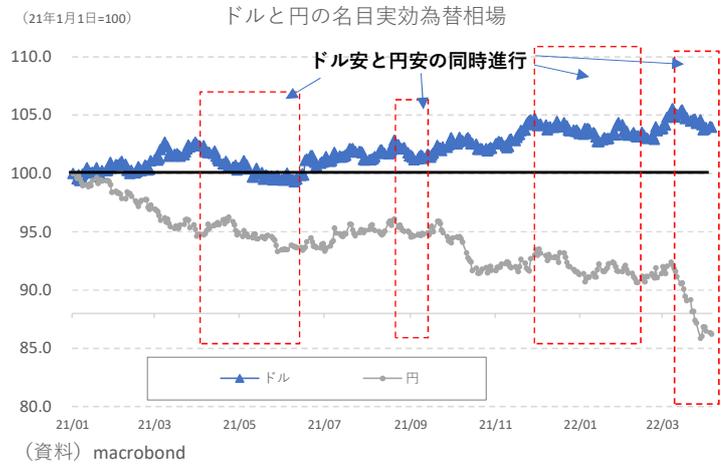
(資料) macrobond

のは無理がある。 為替市場で進んでいるのは明らかに円売りであってドル買いではない。確かに日米金融政策格差、端的には日米金利差もドル/円相場を押し上げる材料には違いない。だが、そこで材料視されている度合いはオーバーキル懸念を纏い始めている FRB の引き締め姿勢よりも、こ

のご時世でも指値オペ(無制限国債購入)に踏み切る日銀の緩和姿勢の方が大きいのではないかと。

～円売りを止める契機は～

過去の本欄では繰り返し論じているが、そもそも過去 1 年間に振り返っても円安はドル高の結果ではなかった。右図に示すように、ドル安と同時に円安になっている時間帯は多い。特に3月に入ってから「緩やかなドル安」に「激しい円安」がぶつかることでドル/円相場では円安・ドル高という仕上がりになっていたが、為替市場全体では(日本人が感じるほど)ドル高が進んでいたわけではない。前頁図でも示すように、NEER ベース

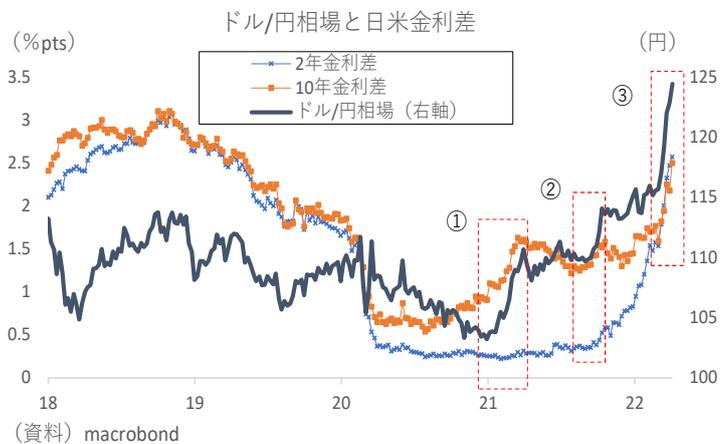


で見た円の下げ方は突出しており、日本固有の要因が作用していると考えるのが普通である。それが独特の金融政策姿勢と足許で悪化が著しい経常・貿易赤字状況ではないのだろうか。後者が構造的な要因として定着するかどうか懸念すべき話であり、「構造的な円安ではない」と突っねることは真摯な分析態度とは言えない。懸念した結果、そうならなければ幸運と思えば良いだろう。

仮に円安を止めたいという思いを為政者が抱く場合、金融政策に関しては総裁交代を契機に緩和路線のレジームチェンジを印象付けることで、経常・貿易赤字状況に関しては原発再稼働を契機に鉱物性燃料の輸入抑制を印象付けることで円売りに対抗する余地はある。筆者は今次円安は日本要因に起因する部分も小さくないと見る立場なので、情報発信の仕方次第で相応の効果が期待できると考えている。「円売りのピークアウトはいつか」との照会が多いが、これら 2 つの政策対応は契機になり得るものだと考える。

～米金利は無関係なのか？～

もちろん、上では「日銀の緩和姿勢の方が大きい」と言及したが、FRB の引き締め姿勢、端的には米金利動向も当然無関係とは言えない。3月には2年金利が10年金利に並ぶ(逆イールド化する)ほどの急騰を見せ、その際にドル/円相場が顕著に押し上げられていた(図)。過去1年を振り返ると円安の波は2021年初頭(①)、2021年秋(②)、そして2022年春(現在、③)の3回あった。①と②では10年金利主導という印象だが、③は



2年金利も含めた全般的な米金利上昇が重なっている。金融政策姿勢が反映されやすい2年金

利の動きにドル/円相場もある程度は連動しているのだとした場合、FRB のハト派傾斜が米金利の反転に繋がり、そのまま円売りを抑止する期待はある。

とはいえ、その展開が直ぐに訪れる気配は感じられない。利上げ幅の 50bps への拡大やその継続は今後 2 会合(5 月・6 月)で既定路線と見なされており、その後にインフレのピークアウトが確認されたとしても「50bps から 25bps への縮小」を 1 つのステップとして利上げ自体は継続される可能性が高い。そうすると、どんなに保守的に見積もっても 5 月(50bps)、6 月(50bps)、7 月(25bps)、9 月(25bps)との展開は避けられないように思う。そこから 11 月(25bps)、12 月(25bps)と続けても FF 金利は 2.25%で中立金利(2.50%)を下回るため、理屈の上では「緩和的な金融状態」が続くことになる。仮に、7 月以降、50bps を 1 回でも挟めば中立金利に至るし、2 回挟めばこれを超えてくる。こうした政策金利イメージは 4 月 5 日、ブレイナード FRB 理事が今年後半には「より中立的な位置」に達し、その後必要に応じてさらなる引き締めを行うと公言していることと整合的である。

今年の FRB の金融政策は中立金利に復帰するという意味での正常化(≡中立化)であり、本当の引き締めは来年以降という主張は一応理屈が通っている。FRB の政策姿勢が反転し、米金利もピークアウトすることは円安が止まる 1 つの理由になるだろうが、他力本願である上、年内に期待できそうなイベントとは言えない。

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.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4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
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
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外資準備運用～
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～ルーブルにも負ける円～
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デフレターゲットに注目すべき局面～「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olz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」と利上げ見直し～)
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～本場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