

みずほマーケット・トピック(2022年4月21日)

円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～

円売りは足許で小康を得ているが、金利・需給・成長率などのファンダメンタルズがこれほど一方向を支持するケースも珍しく、政府・日銀から具体的なアクションが無い限り、上値余地は未だに大きい。今の円売りには圧倒的な正当性がある。昨日は IMF 幹部が円安に関しファンダメンタルズ主導であり、政策変更する理由は無いと述べたことが報じられた。その通りだと言わざるを得ない。但し、「需給要因を背景とした円安」には原発再稼働という妙手が本来はある。貿易赤字の拡大は輸入主導で進んでおり、その輸入の 4 分の 1 が鉱物性燃料で占められている。原発再稼働がこの部分に直接切り込める有効な一手であることは否めない真実。一国のエネルギー政策の在り方を根本から見直し、輸入額を構造的に抑制しようとする政策努力は日本のファンダメンタルズを変える話であり、当然、これに付随して円相場の水準も変わる可能性がある。投機筋がつけ入る隙もないだろう。その意味で円相場の命運はまだ自らの手で変えられる余地がある。本当に円安の悪影響を政治的に懸念するならば当然想定される選択肢である。

～圧倒的に正しい円売り～

猛烈な勢いの円売りは足許で小康を得ている。だが、金利・需給・成長率などのファンダメンタルズがこれほど一方向を支持するケースも珍しく、政府・日銀から具体的なアクションが無い限り、上値余地は未だに大きいと言わざるを得ない。また、仮にアクションがあつたとしてもペースを和らげるものであって、潮流を覆すのは困難と思われる。それほど今の円売りには圧倒的な正当性がある。

昨日はロイターのインタビューに対し、IMF アジア太平洋局のサンジャヤ・パンス副局長が「円相場で見られてきたのはファンダメンタルズ主導」、「経済政策立案は引き続きファンダメンタルズに目を向けるべきだ。現在の動向はファンダメンタルズを反映しており、経済政策を変更する理由は見当たらない」と述べたことが報じられているが、その通りと言わざるを得ない。円安の善悪はさておき、世界の中央銀行が引き締めに勤しむ一方、日銀は大規模金融緩和のメリットを強調し、貿易赤字の拡大も止まる目算が立たない。もちろん、実体経済が改善すれば日銀が動く余地も生まれようが、未だに新規感染者数とマスク装着に固執している国に経済正常化は無理だろう(筆者はもうこの点が上向くことに関し諦めている)。そうした政策を展開する政府・与党に対する支持率が高いのだから、現状が変わることもない。このような状況で円安が進むことは必然の帰結であり、決していわれのない相場動向ではない。全ては自らが招いている結果であり、「経済政策を変更する理由は見当たらない」という IMF の評価は至極正しいものである。

なお、通常、IMF が一国経済を評価する際に通貨安が争点化するのが新興国、通貨高が争点化するのが先進国というイメージは強い。今が日本の分岐点の可能性は否めない。

～手堅い「需給要因を背景とした円安」というストーリー～

とりわけ、「需給環境が円売り超過に傾斜しているのだから円安で問題ない」という論点に関しては反論の余地が殆どない。昨日発表された本邦 3 月貿易収支は▲4124 億円と 8 か月連続の赤字となった。2021 年度としては▲5 兆 3749 億円の大赤字であり、東日本大震災後に訪れた 2011～15 年度の大赤字を彷彿とさせる大きさである。3 か月平均で見た貿易赤字は 3 か月連続で▲1 兆円を超えているが(図)、このような局面は



過去に 1 度しかない。2013 年 10 月～2014 年 5 月の 8 か月間は 3 か月平均で見た貿易赤字が▲1 兆円を超え続け、当時は円安の勢いは強かった。しかし、当時の円安は「貿易赤字の結果」ではなく、黒田日銀による「異次元緩和の成果」として好意的に受け止める向きが多かった。もちろん、海外への所得流出を懸念する声は(筆者も含めて)あったが、少なくとも今のような悲壮感はなかった。これに対し、現在の貿易赤字拡大の趨勢は始まったばかりであり、その原因となる資源高も脱炭素・感染症・戦争という非常に根深い要因に駆動されてしまっている。現在テーマ視されている「需給要因を背景とした円安」はかなり手堅いストーリーと言わざるを得ない。

～ファンダメンタルズは自らの手で変えられる～

しかし、「需給要因を背景とした円安」には原発再稼働という妙手が本来はある。その意味でまだ、円安を正当化するファンダメンタルズを自ら修正する道は残されている。3 月の輸入額は前年比 +31.2% の 8 兆 8733 億円と過去最高を記録しているが、この 4 分の 1 が鉱物性燃料で占められている。原発再稼働がこの部分に直接切り込める有効な一手であることは否めない真実だろう。一国のエネルギー政策の在り方を根本から



見直し、輸入額を構造的に抑制しようとする政策努力は日本のファンダメンタルズを変える話であり、当然、これに付随して円相場の水準も変わる可能性がある(為替は相手がある話なので絶対に変わるとは言えないが)。しかも、日銀の金融政策と違って厄介な投機筋のペイントレードに巻き込まれることもないだろう。今後、日銀が円安防止を企図して引き締め路線に転じるとしても、引き締めの度合いや「次の一手」を巡って「日銀 vs. 為替市場」の駆け引きは避けられまい。しかし、政府として原発再稼働を含めたエネルギー政策の在り方を模索するのは誰もが納得できる不可抗力のスト

一りであり、そこに投機筋の円売りが潰れ込む筋合いはない。それは円安防止策である以前に生活インフラの安定化を企図したものだからだ。

東日本大震災以降、原発再稼働には色々な思惑が去来するため、政治課題として簡単ではないのは事実である。しかし、本当に円安の悪影響を政治的に緩和したいのであれば、当然浮上するはずの選択肢でもある。2月19、20日に実施した朝日新聞社の全国世論調査では、原発再稼働に関し「反対」が47%と調査実施後、初めて半数を割り込んだ。もちろん、「賛成」が38%で未だ劣勢であるため、政治的決断には勇気が要る状況かもしれない。但し、円相場の命運はまだ自らの手で変えられる余地があることはここで強調しておきたい。

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20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月合会に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
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①～2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避報道
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(いきなり外交的訓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)