

みずほマーケット・トピック(2022年4月25日)

円安にまつわる Q&A:よくある疑問の論点整理

過去に類例がないほど多くの照会を頂いており円安に対する国民的関心の高さを実感している。その内容はごく短期の論点から超長期の論点まで多岐に渡るものの、繰り返し類似の照会を受けることも多いので、Q&A方式でポイントを絞り、論点整理を試みたい。円安の原因は複数あるだろうが、金利と需給から解説を付けるのが最も無難だろう。メディアでは内外金融政策格差の拡大を取り上げ前者に寄り添った解説が目立つものの、実際は後者の方が重要だと考えられる。前者の解説が多いのは単に「分かりやすいから」なのだろう。なお、「ドル高の裏返し」という解説は完全に読み違えている。昨年来の動向を踏まえる限り、起きていることは「ドル買い」ではなく「円売り」であり、日本固有の要因が寄与している可能性は極めて高い。日銀の正常化プロセスは元より、原発再稼働を含めた電源構成の修正は円売りを抑止する一助になる可能性があるものの、為政者が動く気配はない。短期取引に終始する投機筋からすれば、これほど分かりやすい円売りストーリーに乗らない手はないという状況。構造的な円安を疑いながら、悪影響を抑止する一手が待たれるが、決断が苦手な現政権の下では難しそう。

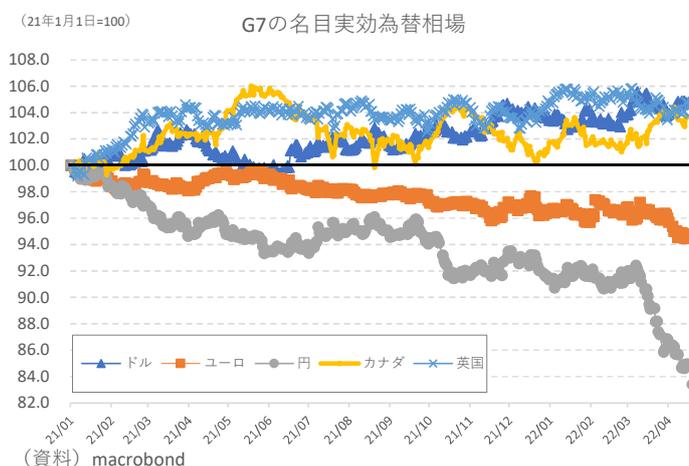
円安にまつわる Q&A

過去に類例がないほど多くの照会を頂いており、現下の円安に対する国民的関心の高さを実感している。その内容はごく短期の論点から超長期の論点まで多岐に渡るものの、繰り返し類似の照会を受けることも多いので、Q&A方式でポイントを絞り、論点整理を試みたいと思う。

Q1:円安の原因は何なのか？

A1:金利と需給から説明することが一般的である。金利は内外金融政策格差、需給は貿易赤字拡大(およびこれに付随する経常収支構造の変化)である。ここまでのメディア報道を見ていると過半が前者から解説されるケースが多いように見受けられる。「米国を筆頭に海外が利上げしているのに、日本は逆に金利上昇を抑制している」という対称性は一般的な国民にも刺さりやすいロジックなのだろう。もちろん、間違いではない。1回で75bpsの利上げも視野に入れる国の通貨と、長期国債市場の金利を人為的に抑制しようとする国の通貨ならば、投資妙味の差は明らかである。

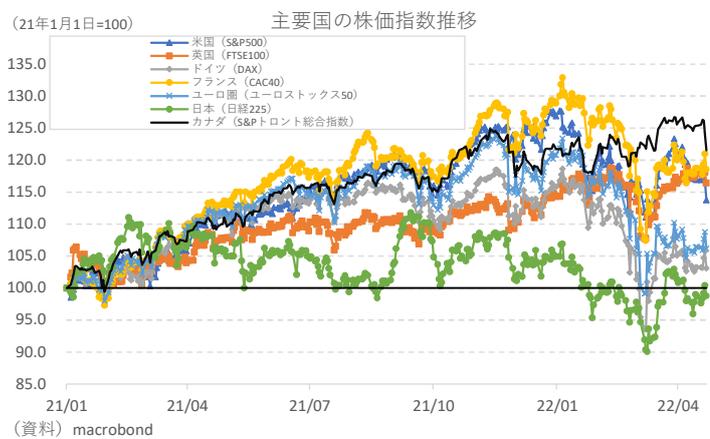
しかし、Q2やQ3の論点とも絡むが、米国を筆頭とする海外金利の上昇が円売りの主因とはどうしても思えない。過去1年の



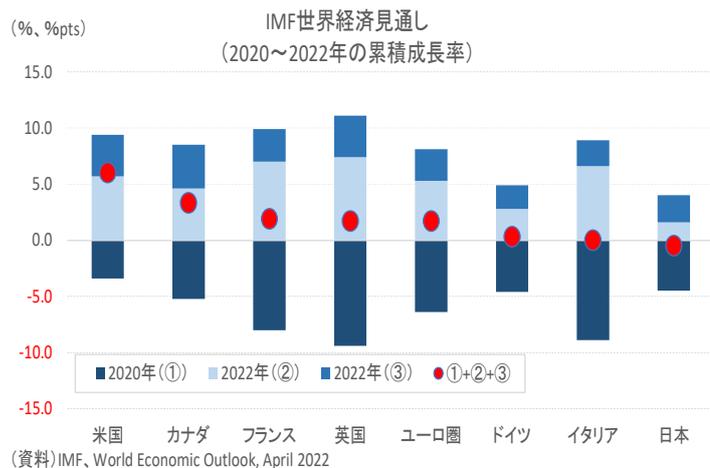
円の売られ方はアルゼンチンペソやトルコリラに匹敵するものであり、相手通貨に原因を求めることは無理があるように感じる。名目実効為替相場 (NEER) で見た場合、円は主要通貨の中で底が抜けたような動きになっており、円固有の要因が作用していると考えるのがフェアだろう (前頁図)。資源高に伴う貿易赤字の拡大はストレートに円売り圧力を高める。昨年 12 月と 1 月は貿易赤字の急拡大が経常赤字を引き起こすまでに至った (Q3 で詳述する)。資源高は相当程度、構造的な要因に駆動されている印象もあるため、巨大な貿易赤字は当面所与の条件になる可能性もある。筆者は金利と需給であれば、需給が円安相場を駆動している印象を強く持っており、実際にそちらの方が重要だと考えている。

Q2: 「日本売り」という表現は正しいのか?

A2: ある程度正しいと考える。上述したように、金利と需給、どちらかが大きな円安要因かと聞かれれば筆者は後者が重要だと考える立場だ。しかし、元を正せば日本経済低迷に何ら根本的な手を打たない「政府へのアラーム」という意味も含んでいるように思う。NEER で円独歩安が進んでいることを確認したが、株式市場でも日経平均株価指数だけが主要株価指数の中で前年実績を断続的に割り込んでいる (図)。為替や株のような政策的に制御の難しい資産価格で日本の劣後が明らかになる一方、日本国債の価格 (金利) は日銀の大量保有や指値オペを背景に安定している。為替や株で見えている景色と国債のそれがあまりにも違うこと自体が日本回避の兆候だと筆者は昨年来、強調してきた。結局、懸念した通りの展開になっている。



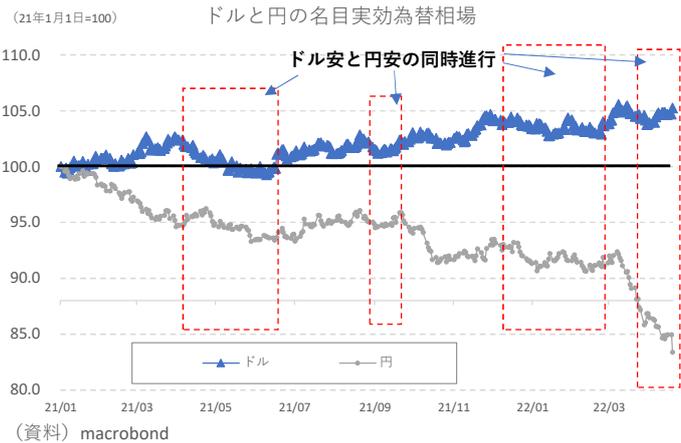
そもそも金利、具体的に内外金融政策格差は内外景気格差の結果だ。パンデミックが起きた 2020 年から丸 2 年が経過しているが、欧米はコロナとの共生を選び、無暗に行動制限やマスク着用を求めなくなった。その結果、実質 GDP 水準がコロナ前まで回復しているが、日本はそこまで至っていない。図は 2020~2022 年の主要国の実質 GDP 成長率に関し、2 年分の実績と今年の予測を積み上げて比較したものだ。日本だけがマイナスであり、「パンデミックの傷」が唯一癒えていない先進国であることが分かる。ひとえに「経済より命」路線の賜物だろう。今や世界の悩みはインフレになったが、日本の悩みは新規感染者数だ。それは「成長を追求した国」と「成長を諦めた国」の差とも言える。



このような状況で金融政策を引き締め方向に転換することが難しいのは理解できる。また、需給にしても、後述するように、鉱物性燃料輸入を抑制できる原発再稼働という一手からは目を逸らし、議論すらしめない姿勢が続いている。結果、輸入は拡大したまま放置される。結局、為政者が金利でも、需給でも円売りを看過する状況があるのだから、投機筋からすればこれほど分かりやすいストーリーに乗らない手はない。「成長を諦めた国」が売られるという構図は否めない。

Q3:FRB 利上げに伴う「ドル高の裏返し」ではないのか？

A3:それは誤った解釈である。例えば円安は3月から加速したが、そもそもNEERで見れば3月のドルはわずかに下落している。過去1年を振り返っても、「ドル安だが円安」の時間帯はかなりあった。これは今の円安が米国要因ではなく日本要因で引き起こされていることの証左である(図)。もちろん、緩やかながらドルは上昇しているので円安に無関係だとは言えないが、円安を「ドル高の裏返し」と断言するのは相当無理があるだろう。また、それゆえに、



「FRB の正常化プロセスが挫折し、米金利上昇が反転すればドル安が進むので円安も止まる」というピークアウトに関するオーソドックスな考え方も危うさを孕んでいるだろう。

Q4:構造的な円安だと考えて良いのか？

A4:少なくとも「その可能性を疑って政策を検討・執行すべき」というのが筆者の基本認識である。足許の円安に対して使われる「構造的」の意味は経常収支の悪化を指していることが多そうだが、周知の通り、それは資源高に起因する貿易赤字の拡大と同義である。貿易赤字の拡大は原油や天然ガスなどの鉱物性燃料価格が急騰していることに起因している。よって、「構造的」か否かの判断は資源価格の展望に依存してしまう。この点、資源価格の騰勢は脱炭素・感染症・戦争といった大きな「うねり」で引き起こされているように見受けられ、構造的と言えなくもない。例えば、脱炭素を背景とする化石燃料の供給制約はもはや所与の前提と考えるのが妥当なのだろう。また、今回の戦争がもたらす「ロシア抜きの世界」はやはり食料も含めた天然資源の供給制約を固定化するはずだ。直感的には資源価格の高止まりは持続性があるように思えてならない。

資源の純輸入国である日本にとって、資源価格が高く固定化されてしまうことは、経常収支や貿易収支の悪化が構造的に宿命づけられることを意味してしまう。輸入金額は「価格×量」で決まる。資源の価格を日本の手で変えることはできないが、国内の電源構成を修正することで量を変えることはできる。輸入金額の25%を占める鉱物性燃料の量を抑制できる原発再稼働は日本の対外経済部門を対象とした構造改革として検討される筋合いにある。今後、資源価格の下落が基調として根付き、「構造的な円安を懸念したがそうではなかった」となれば、それで良いではないかと思う。現在の円安は一種の国難でもあり、心配して杞憂で終わるならそれに越したことはない。

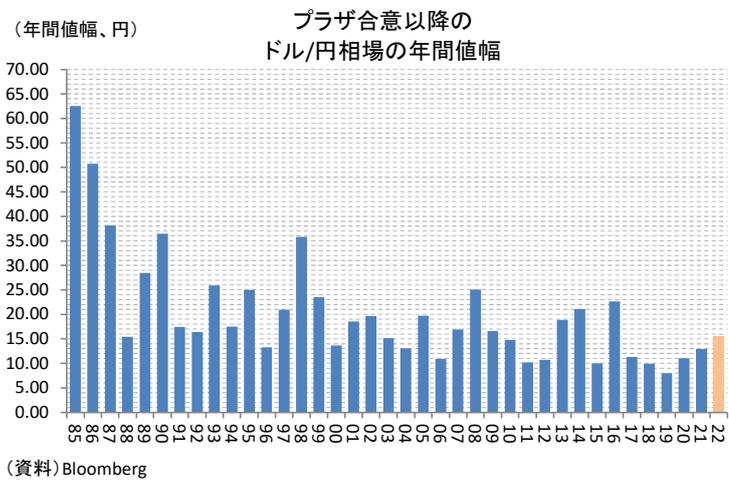
Q5: 日本国債の暴落が始まる兆候なのか？

A5: やや過剰な懸念と言える。結局、Q3 の論点と同根だが、日本国債が国内消化を前提とする内国債でいられるのはやはり経常黒字の賜物である。その黒字が揺らいでいる事実がある以上、日本国債の安定消化も揺らいでいるのはある程度確かだろう。しかし、長年の低金利に安住している反動からか、「揺らいでいる」を「暴落する」と読み替える向きが非常に多い。これは過剰な懸念と言わざるを得ない。暦年での経常赤字が定着するならばまだしも、季節要因で赤字が散発する程度では「日本国債の暴落」は近未来の話とは言えない。もちろん、予断を許さない状況にあるのは間違いないが、投機的思惑で自己実現的に一方向へ走りやすい為替市場の動きと殆どローカルな需給事情に規定される国債市場の動きを同一視すべきではない。

Q6: どこまで進むと思うか？

A6: 元々、為替にフェアバリューはないが、企業物価や消費者物価、輸出物価など主要な物価指数を用いた購買力平価(PPP、73年基準)で見ても、もはや節目という節目は全て突破されており、「意味のある節目」を見つけるのが難しくなっている(だからこそ構造変化を疑う局面に思える)。1998年4月に140円付近で2兆円超の円買い・ドル売り為替介入に踏み切っているのも、ここを試しに行くという思惑が散見されるが、逆に言えば、そうした昔話を持ち出すことでしか節目を見つけることが難しい状況なのである。円高局面では輸出物価ベース購買力平価やビックマック平価など、円高方向に掘り下げられるPPPは豊富にあった。しかし、今の円安相場では過去の介入実績やチャートポイントなどから無理やり節目を指摘せざるを得ないという状況にある。

こうなってくると値幅から「当たり」を付けるくらいしかないのかもしれない。過去20年を振り返ると、最大の値幅はリーマンショックのあった2008年の25.07円である。今年の値幅は15.61円(129.08円-113.47円)なので、まだ10円程、当時よりは狭い。ここから140円付近まで行けば年間値幅が25円を優に超えるため、「値幅はリーマンショック級(以上)」という話になる。先の円売り介入の話も踏まえ、年内の円安目途を



最大140円程度と見積もる気持ちは分からなくはない。だが、円高方向の話だった2008年に対し、今回は「日本売り」の意味合いも孕んだ円安方向の話である。究極的な防衛の難易度は円安方向の方が遥かに高いことを踏まえると、値幅はさらに広がる可能性がある。

Q7: どうしたら止まるのか？ 日本にできることはあるのか？

A7: 効果はさておき、本当に円安相場を抑制したいと思うならば、日本が主体的に講じることができる手段はまだある。変動為替相場における潮流を反転させることができるのは基軸通貨国(米国)だけだが、円安を和らげる気持ちがあるならば、「効果がないから何もしない」というわけにもいかな

い。円安の背景が金利と需給という2つの要因ならば、各々に沿った処方箋が必要になる。

まず、金利要因については当然、日銀の正常化プロセス着手が必要になる。この手の相場になると必ず為替介入の可能性を問われるが、それは話が飛躍している。理論的には、金融政策と通貨政策は必ず同じ方向を向いている必要がある。円安に不満を漏らしながら金融緩和を継続するという姿勢は自己矛盾しており、まずは緩和に傾斜し過ぎた政策姿勢の修正が必要である。「通貨安で困っている」と言いながら金融緩和を放置しているのは独自理論を振りかざすエルドアン政権下のトルコ中銀くらいであり、普通の中央銀行は引き締め方向に政策を調整する。その際の具体策は様々あるが、投機の円売りと本格的に戦うことを考えるならば、筆者は「利上げ」が最善だと考える。少しずつ引き締めの措置を小出しに繰り返しても、多少円高になった後、直ぐに円売りで緩和催促がやってくるはずだ。もちろん、「利上げ」で円売りが止むかどうかとも賭けだが、マイナス金利解除というメッセージ性は相応に大きなものとして受け止められる可能性がある。

また、Q4 で論じた通り、需給要因については原発再稼働が妙手として期待される。「次の一手」を巡って、為替市場との駆け引きを強いられる金融政策とは違って、原発再稼働を含めたエネルギー政策のあり方を模索するのは誰もが納得できる不可抗力のストーリーとなり、そこに投機筋の円売りがつけ込む筋合いはない。もちろん、政治的にクリアしなければならない課題は多く、決断が苦手な岸田政権には荷が重いのもかもしれない。しかし、原発事故を背負った日本が決断することに大きな意味を見出す市場参加者は少なくないようにも思える。もちろん、「円安を止めたいならば」の話であり、円安を問題視しないのならば議論する必要はない。現状はそのように見える。

Q8:「悪い円安」なのか？

A8:一言で善悪を論じるのは不可能である。本欄や外部寄稿で繰り返し論じてきたように、「総論としては日本経済にプラス、各論ではさまざまな見方があるもののマイナスの意見が多く、(有利不利の)二極化を助長しかねない」というのが最もフェアなスタンスと筆者は考える。円安のメリットを享受できるのはグローバル大企業、デメリットを被るのは内需主導型の中小企業や家計部門であり、2013年以降のアベノミクスが実証したように、日本では前者から後者へのスピルオーバーが殆ど期待できないという実情がある。結局、円安は両者の格差を拡大する、言い換えれば日本における優勝劣敗を徹底する相場現象というのが正しいのではないか。「日本経済全体にとってプラス」という結論が出てくるのも、円安のメリットを享受できるのがグローバル大企業であり、GDP(付加価値)が計算上は膨らみやすいということに起因しているのだろう。この点は過去の本欄 2022年3月28日号『円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～』で詳細な議論をしているので参照にされたい。

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22日	週末版
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～
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月会合に～)
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	経常赤字は新常態なのか？～「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