

みずほマーケット・トピック(2022年5月2日)

円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～

円安相場が収束する雰囲気を感じられない。ここにきて最も受ける照会は①円安はいくらまで進むと思うか、②どうやったら止まると思うかの2点。特に②は多い。「本当にこの円安は止まるのか」という得も言われぬ不安を抱く人々が増えているのかもしれない。効果があるかどうかは別にして、日本の為政者が本当に「円安を止めたい」と考えた場合、自ら講じることができる処方箋は3つ考えられる。それは①日銀の正常化プロセス着手、②原発再稼働、③訪日外国人旅行者(インバウンド)の解禁である。いずれもそれをやったからと言って円安の潮流を覆せる保証はない。しかし、今の為替市場では岸田政権の決定力の無さを見透かし、半ば「高を括った円売り」も多いように思える。とすれば、①～③を実施する価値がないとは言えない。とりわけ③をやらない理由は乏しい。「安い日本」を逆手に外貨獲得に勤しむ好機だろう。最後は国民が決断するしかないが、「成長を諦めた国」が如何に劣化するかはこの2年間から学ぶべき。

～円安はどうやったら止まるのか?～

円安相場が収束する雰囲気を感じられない。ドル/円相場は3月初頭から約2か月間で約15円も上昇している。パンデミック直前の3年間(2017～19年)の平均年間値幅が9.74円だったことを思えば、文字通り「急激な変動」であろう。ここにきて最も受ける照会は①円安はいくらまで進むと思うか、②どうやったら止まると思うかの2点である。直感的には①が多いが、②も同じくらい多い。円高方向と円安方向では根本的に防衛の難易度が異なる(言うまでもなく円安を防衛する方が難しい)。「本当にこの円安は止まるのか」という得も言われぬ不安を抱く人々が増えること自体、不思議ではない。円高相場と異なり、購買力平価(PPP)などに代表される「もっともらしい節目」も見つけにくいという事情もあり、円安を「糸の切れた凧」のように不安げに見る心持ちは理解できなくはない。

効果があるかどうかは別にして、日本の為政者が本当に「円安を止めたい」と考えた場合、自ら講じることができる処方箋は3つある。今の円安の背景は金利と需給から説明されることが多いので、処方箋もそれに沿っている必要がある。前者にアプローチする処方箋としては①日銀の正常化プロセス着手、後者にアプローチする手段としては②原発再稼働および③訪日外国人旅行者(インバウンド)の解禁などが考えられる。いずれもそれをやったからと言って円安の潮流を覆せる保証はない。為替は常に「相手がある話」であり、日本の事情だけで方向感を決まらない。しかし、今の為替市場では「参院選前に対立論点は作らない」という岸田政権の決定力の無さを見透かし、半ば「高を括った円売り」に勤しんでいる向きも多いように思える。とすれば、①～③を実施する価値がないとは言えない。全て同時に講じれば円安が反転する可能性は相応に高いと筆者は考える。

～①日銀の正常化プロセス着手～

最も分かりやすいのは①だろう。3月以降、日銀の一挙一動は明らかに為替市場でウォッチされ

ている。例えば 4 月 13 日は「信託大会における日銀総裁挨拶」といった誰も気にしていなかったようなイベントでも相場が走り出した(ここから 126 円台の乗せている)。こうした注目度の高さを踏まえれば、日銀の緩和路線修正が流れを変える可能性はゼロではない。しかし、既にこの選択肢は 4 月 28 日の政策決定会合や総裁会見を踏まえる限り、ほぼあり得ない選択肢となっている。4 月会合では「粘り強く金融緩和」を続けると言い続けた上で、現行枠組み維持を前提として指値オペを毎営業日行うことが決定された。どちらかと言えば緩和強化で応戦しており、「為替市場との全面対決」を選んだ格好である。しかし、筆者はこれは妙手だったと考えている。為替市場は飽きっぽい。指値オペが日常化すれば、「オペ通告のたびに円売りが進む」というノイズは払拭できる公算が大きい。そもそも、仮に何らかの緩和修正に手を付けたとしても、為替市場は「催促すれば引き締めして(円高にして)貰える」と解釈し、「次の一手」に期待を膨らませ、催促相場を育てようとするはずだ。よって、中央銀行が為替市場の乱高下に巻き込まれた時は基本的に「相手にしない」が一番であり、淡白な情報発信に努めるのが最も被害を軽減できる。この点、指値オペの常態化は好手だった。

だが、全ては「円安は日本経済全体にとってプラス」という前提に拠って立っており、ここに疑義を持つ状況に至れば何らかの緩和修正は必要になる。4 月 28 日の会見でも黒田総裁は「過度な変動はマイナスに作用する」と述べ、既に「悪い円安」論を唱えていた鈴木財務相の見方に寄せた感もあった。では、本当に日銀が何らかの手を講じなければならなくなった場合、何が想定されるか。フォワードガイダンスの引き締め方向への修正、YCC における誘導目標金利の短期化(10 年→5 年)など小手先の論点を取りざたされやすいが、「次の一手」に対する催促相場を断ち切りたいならば、一気にプラス金利まで視野に入れて利上げすることではないか。それは日銀の姿勢が「根本的に変わった」という可能性を感じさせるからだ。しかし、そうなれば家計部門にとって最も重要な住宅ローン金利なども上がる。政治的な逆風にもなるだろう。少なくとも参院選前の岸田政権にこれを容認する胆力があるとは思えない。とすれば、7 月末まではこの状況が続くというのが既定路線と言える。円安修正を企図して、政府・日銀が①の経路を選択する公算は小さい。

～②原発再稼働～

今次円安局面において最も重要な論点は「需給が円売り超過に傾斜しているのだから円安で問題ない」という主張である。これは圧倒的な事実ゆえに、反論の余地が殆どない。その象徴が毎月計上される大幅な貿易赤字であり、周知の通り、輸入金額の急増により引き起こされている。貿易収支のフローは必ずアウトライト(買い切り・売り切り)取引として市場に現われ、流れを作るのに寄与する。金額は「価格」×「量」で算出される。資源の「価格」は日本の力でどうすることもできない。

しかし、資源を輸入する「量」は国内の電源構成を修正することで可変的である。半ばタブー視されてきた原発再稼働が足許で注目されている理由の 1 つである。最初に断っておくが、本欄で原発再稼働の本質的な是非を問うつもりはない。あくまで「円安を止めたいならば何があるか」と考えた時、それが議論の俎上に上ってくるのが自然だという話である。もっとも、円安抑止は原発再稼働の副産物であり、全体論からすれば些末な話である。本当の問題意識は「これ以上、日本経済のダウンサイジングをすることが正しいのか」というより大きなものになる。この点は後述する。

いずれにせよ、現状、日本の輸入金額の 25%が鉱物性燃料である以上、資源高が貿易収支の仕上がりに影響する部分は相当大きい。その資源高は脱炭素・感染症・戦争という根深い要因に

駆動されている。「高い資源を買い続けて貿易赤字になる」という現状に何らか切り込まない限り、「需給要因を背景とした円安」はかなり手堅いストーリーであり続ける。

政府・与党にも動きは見られる。4月26日、岸田首相はテレビ東京の番組において物価高騰に対応する「緊急対策」の一環として、エネルギーの安定供給を念頭に「できるだけ可能な原子力発電所は動かしていきたい」と述べた。さらに「今の枠組みの中でどこまで原子力の再稼働ができるのか追求していかなければならない」と踏み込んでいる。また、翌27日にも経済同友会総会のあいさつで「原子力の活用を進めていく」と表明している。周知の通り、原子力規制委員会の厳格な審査を背景に審査のための標準処理期間(2年)は大幅超過が常態化し、一部の原発は稼働申請から8年以上が経過している。政府・与党における「審査の効率化」を求める声は強まっている。

繰り返しになるが、円安抑止は原発再稼働の副産物であって主目的では足りない。主目的は実体経済の安定運営である。既報の通り、今夏・今冬の電力供給は逼迫の見通しが濃厚と言われる。原発稼働をあくまでも避け、感染防止時の行動制限と同様、国民への節電を「お願い」することで乗り切れるのか。しかし、行動制限や節電を「お願い」することはマクロ経済のダウンサイジング(規模縮小)を図ることに等しい。金融引き締めや10円単位の値上げは大きな反対の声が挙がるのに、行動制限や節電には粛々と従う心理状態は理解が難しいが、大多数の国民にとって「政府は間違えない」という先入観が強いのかもかもしれない。いずれにしても、原発再稼働は通貨安に切り込み、マクロ経済のダウンサイジングを回避するというポジティブな効果が見込める。繰り返しになるが、それと原発を巡る感情的な議論は切り離して考えたい。もちろん、難しい問題があることは百も承知である。「経済より命」路線の末にパンデミックからの経済復活を半ば放棄した日本だからこそ、「原発再稼働はせず、ダウンサイジングを受け入れる」という選択肢も十分考えられるのだろう。G7 および中国の中で比較した場合、未だにコロナ前の実質GDP水準を復元できていないのは日本だけだ。

しかし、資源に乏しい国が成長を諦め、外から購入する財も「高価でかまわない」という態度は絶対に持続可能ではない。その「高価でかまわない」という態度を貫く過程では恐らく一時的な補助金などで痛みを緩和するという拡張財政路線が切り離せないものになるだろう。今までもそうやってきたわけだが、その結果が交易損失拡大に伴う「安い日本」の定着である。原発再稼働は最終的に世論が決める話だが、「成長を諦めた国」が如何に劣化するかはこの2年間から学ぶべきである。

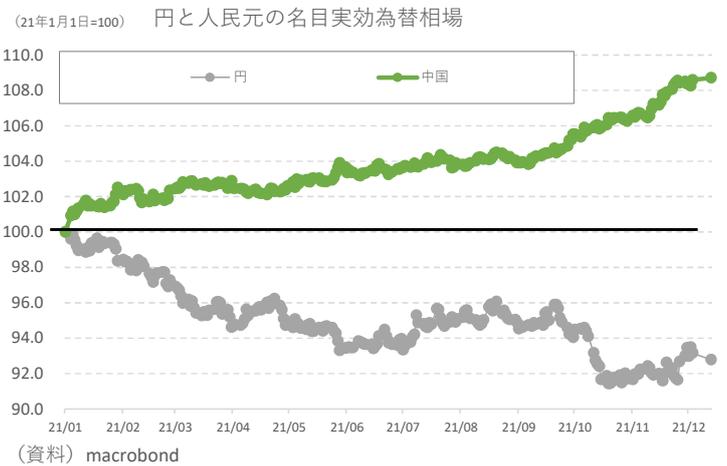
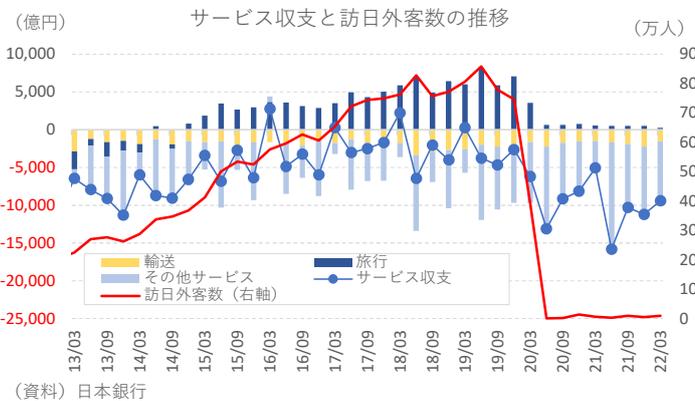
～③インバウンド解禁～

4月27日の経済財政諮問会議では民間議員から新型コロナウイルスの水際対策の一環として認められていない「観光目的の入国」の早期再開が提言されている。上述の①は投機の円売りを焚きつける恐れがあり、②は世論の意見集約が難しいという問題があるとしても、③のインバウンド解禁は反対する余地が殆ど無いテーマである。現在の経常黒字縮小の背景は資源価格の高騰を受けた貿易赤字拡大とインバウンド需要消滅を受けた旅行収支黒字の消滅がある。インバウンド解禁と共に旅行収支黒字が戻れば、微力だとしても需給面からの円売り圧力を緩和する手立てにはなる。岸田首相も「旺盛な海外需要の取り込みは経済の活力を高め、長期的な成長力を高めるものだ」と表明し、追従する姿勢を見せている。

保守的な日本の世論を踏まえれば、「外国人が入ってくると感染が広がる」という反対が確実に予想されるが、今や新規感染者数に拘り実体経済を締め上げる発想は中国と日本くらいであり、そ

のような意見は滑稽ですらある。そもそも日本人がゴールデンウィークに海外旅行へ行く局面で何故その逆は駄目なのか。論理的な説明は難しい。なお、「屋外でもマスク」のような科学的根拠に乏しい要請に外国人は従わないであろうから、インバウンド解禁に踏み切る際には、惰性で続けているそうした国内の防疫対策にも整理もつけておく必要がある。

これほど「安い日本」がテーマ視されているならば、それを逆手に取って前向きに活かそうとする取り組みは検討されて当然である。民間議員からは「国際的に持たれている鎖国イメージの改善に取り組むべき」と指摘があり、水際対策に関し緩和イメージを分かりやすく示すように訴えがあった。残念な話だが、日本人の実質所得環境が悪化している以上、外国人の財布に頼らざるを得ないという事情もある。望む望まないにかかわらず、インバウンド需要を当て込んだ外貨獲得は日本に残された数少ないカードと言える。パンデミック直前の2019年は訪日外客数が3000万人を超え、旅行収支は約+2.7兆円といずれも過去最高を更新した(右図・上)。周知の通り、その多くは中国がカウンターパートである。なお、名目実効相場ベースで円と人民元の動きが対称的になっているのは、旅行収支に関し、赤字が消えた中国と黒字が消えた日本という事実もある。旅行収支黒字が為替動向に影響するほどの規模とは思えないものの、こうした円と人民元の動きは興味深い(右図・下)。



これまでの日本の姿勢を踏まえると、想定される最悪のパターンは「インバウンドを受け入れる→外国人がマスクをしなかったと嘆き立てる→インバウンドのせいで感染が拡大したと騒ぐ→入国規制復活」だろう。そうなれば元の本阿弥になりかねず、慎重に事を進めねば、インバウンド解禁の議論自体が半永久的に封印されかねない。欧米に続きアジア各国があらゆる制限の撤廃に踏み切り、日本でも屋外でのマスク着用に疑義が呈され始めている今が決断の好機に思える。それすらできなければ、「安い日本」は「安いだけの日本」として長期停滞を余儀なくされ続けるだろう。

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28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
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
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月国取支統計を受けて～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ヘ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～