

みずほマーケット・トピック(2022 年 6 月 8 日)

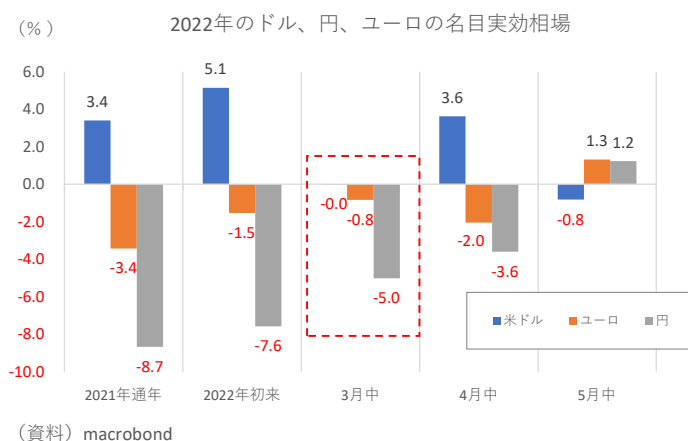
金利が説明力を持ち始めているか～133 円台を受けて～

ドル/円相場は一時 133 円台を突破し、約 20 年ぶりの安値を再び更新。5 月の本欄で繰り返し論じたように、筆者は円安局面が終わったとは全く考えていなかった。円売りを駆動してきた①世界的にも特異な日銀の緩和姿勢(金利)、②収束の目途が立たない貿易赤字(需給)という 2 つの論点は今も全く変わっていない。6 月からはインバウンド解禁という②にアプローチする動きが政府から見られているが、根拠薄弱な入国上限のせいで折角の円安抑止策は奏功しない見通しである。NEER ベースで見ると、足許では金利が説明力を持ち始めているように見える。恐らく金利に焦点が移れば円売り優勢の地合いは一段と強固なものになる。ECB も SNB もマイナス金利脱却を視野に収めており、遠くない将来、「円だけがマイナス金利」という構図も予想される。巨額の貿易赤字にそのような金利環境が重なれば円安が止まる理由は無い。現状が続く限りにおいて、FRB の正常化プロセスが動くことでしか円安が止まる道が無いように思える。

～円安の現状整理～

昨日、ドル/円相場は一時 133 円台を突破し、約 20 年ぶりの安値を再び更新した。5 月の本欄で繰り返し論じたように、筆者は円安局面が終わったとは全く考えていなかった。これは『中期為替相場見通し』でも強調している。そもそも円売りを駆動してきた①世界的にも特異な日銀の緩和姿勢(金利)、②収束の目途が立たない貿易赤字(需給)という 2 つの論点は今も全く変わっていない。6 月からはインバウンド解禁という②にアプローチする動きが政府から見られているが、1 日 2 万人の入国上限で得られる旅行収支黒字は年間で+7000 億円弱、月に均せば約+580 億円と見込まれる。これに対し過去 3 か月の貿易赤字は月平均▲6500 億円である。これでは焼け石に水であり、根拠薄弱な入国上限のせいで折角の円安抑止策は奏功しない見通しである。

昨年来続く円安基調は「ドル高の裏返し」というにはあまりにも円の下落幅が大きい。名目実効為替ベース(NEER)で見た場合(図)、2021 年通年でドルは+3.4%上昇している一方、円は▲8.7%も下落している。特に円安が勢いづき始めた今年 3 月は名目実効為替ベース(NEER)でドルが下落する中で円も下落するという光景が広がっていた。つまり、ドル買いではなく円売りが円安の正体と言える。もっとも、4 月以降は巷間指摘されやすい「ドル高の裏返し」としての円安も顔を出し始めており、ドルと円の NEER が対称的に動いている。5 月は NEER



5 月は NEER

ベースでドル安が進む一方、円高が進んでいる。これも正常化プロセスがオーバーキル懸念へ直結し、株価が調整する中で米金利が低下したことで平仄が合う。6月に入ってからNEERは未公表だが、やはり米金利上昇に連れて円が売られている印象が強い。いわゆる「FRBが利上げするから日米金利差が拡大して円売り・ドル買いが進んでいる」という一般的な解説がようやく見られ始めたのが4月以降ではないか。足許は需給を越えて金利が説明力を持っているように見える。

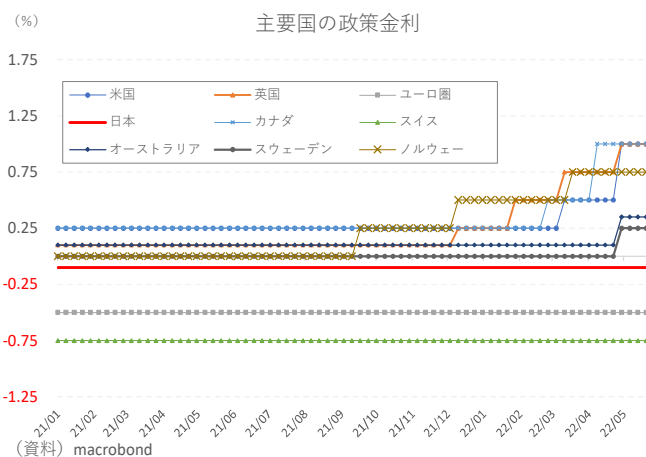
～円安バブルと呼ばれた時代を想起させる～

金利に焦点が移れば円売り優勢の地合

いは一段と強固なものになる。日米金利差ばかりに注目が集まるものの、政策金利が離陸し始めているのは米国だけではない。日本より政策金利が低い主要国はユーロ圏(▲0.50%)とスイス(▲0.75%)くらいだが、既報の通り、今年9月までにECBはマイナス金利の脱却を概ね宣言してしまっている。先進国の中では唯一、低金利と通貨安の必要性を公言してきたスイス国立銀行(SNB)も、ここにきて「インフレ率が0～2%

の範囲に収まらない場合、躊躇なく政策を引き締める」との高官発言が報じられている。6月2日に公表されたスイス5月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.9%上昇と2008年9月以来、約14年ぶりの伸びを記録している。このままいけばSNBがECBの後を追う可能性は高いと言える。

こうなると「日銀(円)だけがマイナス金利」という構図になる。これは「円だけがゼロ金利」という状況は円キャリー取引が隆盛を極め、円安バブルという言葉まで用いられた2005～07年に近い相場環境である。当時の日本は巨額の貿易黒字を抱えており、円安がファンダメンタルズに反しているという部分もあったが、現在は巨額の貿易赤字に転じている。その上で「円だけがゼロ金利」どころか「円だけがマイナス金利」という地合いに陥れば円売りの正当性が一段と強まってしまうだろう。要するに、今の円安は圧倒的な正しさがある。日本国内では円安の善し悪しを議論する風潮が捗々しいが、日本人がどう感じようと、肝心のファンダメンタルズが円売りを正当化しており、それを変えたいという雰囲気も政府・日銀からは見受けられない。この状況が続く限り、基本的にはFRBの正常化プロセスが躡くことでしか円安が止まる道が無いように思える。



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6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
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～
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?