みずほマーケット・トピック（2022 年 6 月 22 日）

「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況

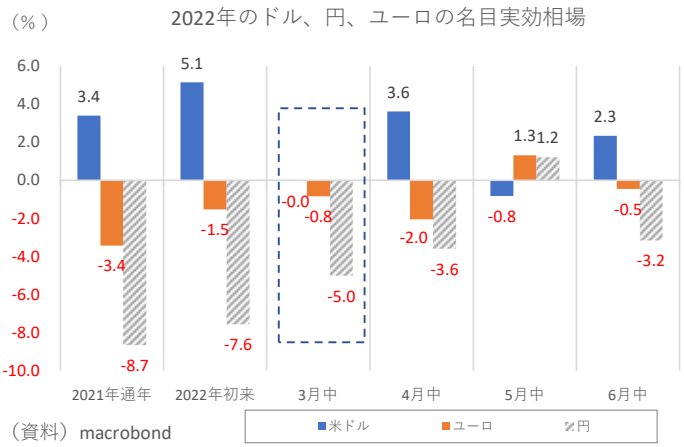
昨日の為替市場ではドル/円相場は一時 136.71 円と年初来高値を更新。98 年 10 月以来、約 24 年ぶりの高値。引き続き金利・需給の両面に照らして円が買われる理由は乏しく、「売られ過ぎたから」くらいしか買われる理由が思い当たらず。岸田政権の政策姿勢を前提にすれば、今後の日本経済がダウンサイジングすることは不可避であり、貧弱な経済に貧弱な通貨が付いてくるという必然の構図。なお、厳密な意味でドル高相場が始まったのは 4 月下旬頃であり、本格的な円安が騒がれ始めた 3 月初旬から 2 か月近くのラグがある。それは即ち今次円安局面の起点が「米金利上昇に伴うドル高」ではないことを示している。名目実効ベースでドルと円が対称的に動き始めたのは 4 月以降の話であり、3 月はドル相場が横ばいの中、円相場は急落していた。こうした名目実効ベースの動きは今回の円安の本質がドル高ではないことを示唆している。年初来の対ドル変化率を見渡すと、トルコリラ・アルゼンチンペソ・円の順に下落幅が大きい。これらは「自国要因もあって通貨が売られている」というグループに見受けられる。

～貧弱な経済の貧弱な通貨～

昨日の為替市場ではドル/円相場は一時 136.71 円と年初来高値を更新した。136 円台は 1998 年 10 月以来、約 24 年ぶりの高値となる。引き続き金利・需給の両面に照らして円が買われる理由は乏しく、「売られ過ぎたから」くらいしか買われる理由が思い当たらない。年初来の貿易赤字は月間平均で▲1 兆円を優に超えている。一方で、貴重な外貨獲得機会となるインバウンド解禁について岸田政権は制限をかけ続けている。さらに難易度の高い意思決定となる原発再稼働も当然、棚上げにされたままだ。本当に需給環境に起因する円安圧力を和らげたいのであればもはや常軌を逸した政策対応に思えるが、結局、それほど危機感が無いということなのだろう。電力不足に対して発電ではなく節電で対応する姿勢が鮮明であり、今後の国内経済がダウンサイジングされていくことは避けようがない。貧弱な経済に貧弱な通貨が付いてくるという必然の構図である。

～円安は 3 月から、ドル高は 4 月から～

足許では、上述するような日本の弱さに加えて為替市場全体で米金利上昇に伴うドル高相場が始まっている。本欄では繰り返し指摘している事実だが、明確なドル高相場（≒名目実効ベースでのドル上昇）が始まったのは 4 月下旬頃であり、本格的な円安が騒がれ始めた 3 月初旬から 2 か月近くのラグがある。それは即ち今次

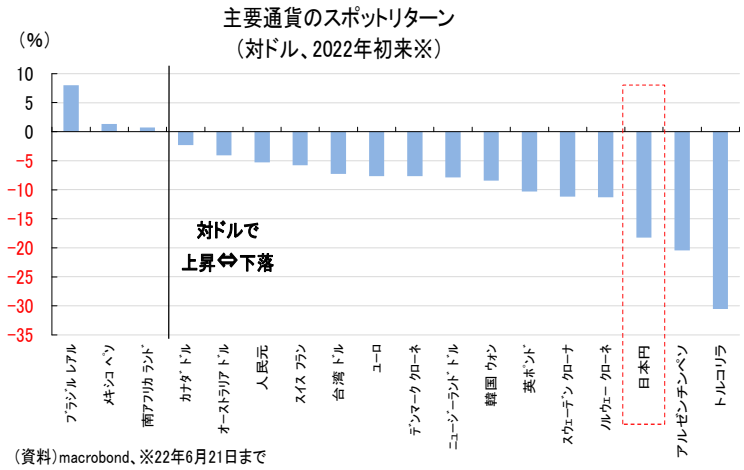


（資料）macrobond

円安局面の起点が「米金利上昇に伴うドル高」ではないことを示している。前頁図に示すように、名目実効ベースでドルと円が対称的に動き始めたのは 4 月以降の話であり、3 月はドル相場が横ばい（厳密にはやや下落）の中、円相場は急落していた。こうした名目実効ベースの動きは今回の円安の本質がドル高ではないことを示唆しているように筆者は思う。

～トルコリラ・アルゼンチンペソ・日本円～

また、より幅広い通貨に関して対ドルの年初来変化率を比較しても円の動きは際立つ。図示されるように殆どの通貨はドルに対して負けているが、円の売られ方は他通貨対比でかなり大きなものである。日本より大きな売られ方をしている通貨はトルコリラとアルゼンチンペソしかない。両国ともに消費者物価指数（CPI）が前年比で+60～70%上がっている国であり、中央銀行の独立性や政府債務の持続性に慢性的な疑義が抱かれている通貨である。トルコリラやアルゼンチンペソの大幅下落を解説するにあたって、「ドル高の裏返し」という主張を聞いた場合、多くの市場参加者はそれで必要十分とは思わないだろう。しかし、円の下落幅はそれら 2 通貨に匹敵するものである。「自国要因もあって通貨が売られている」という意味で似たようなグループに入ってしまっているのではないか。繰り返しになるが「円安はドル高の裏返し」という論点だけで今の円安を解説するのは難しい。

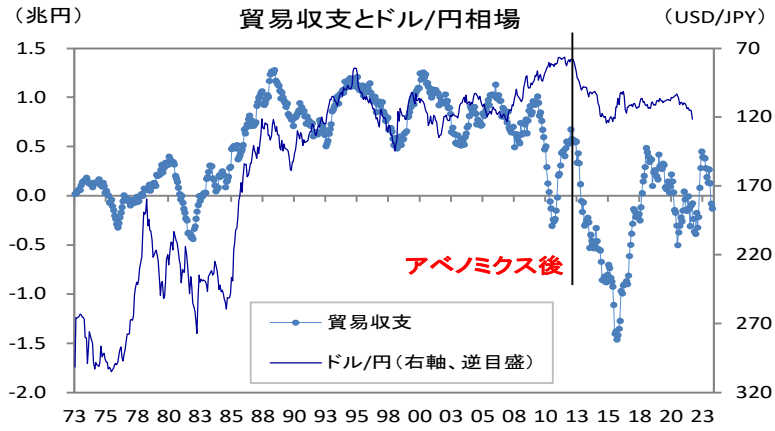


（資料）macrobond、※22年6月21日まで

～98 年の円安は FRB 利下げで終了～

なお、現在と比較される 1998 年の円安局面はロシア LTCM 危機を受け、FRB が臨時会合などを通じて緊急利下げ（1998 年 9～10 月で計 3 回、▲75bp）に踏み込んだことで小康を得た。『中期為替相場見通し』でも論じるように、今回の円安局面も、政府・日銀が現状に対し何らアクションを起こさないという前提に立てば、FRB の正常化プロセスが円安収束の 1 つの契機になるように思う。

だが、どこまで戻るかというのは別問題だ。当時の円高転換は円キャリー取引の巻き戻しが主導という整理があったようだが、その時代の日本は貿易黒字大国だった。ファンダメンタルズに照らせば円高と言えた時代であり、それは現在との大きな違いである。変動為替相場である以上、一方的な円安局面はいつか終わる。しかし、円高への揺り戻しは浅いもので終わる可能性は



（資料）Bloomberg （注）貿易収支は2年先行させて表示、6ヵ月移動平均を使用。

ある。過去2年で日本の貿易赤字が格段に切り上がってしまったことを踏まえれば、ドル/円相場の水準が新しいレンジの入った可能性も視野に入れたい。達観すれば2012年頃に貿易黒字が消滅したことが、その後の円高局面を防いできたという印象は相当色濃いものがある(前頁図)。

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に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21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～）
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
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～
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」のブレーキが重要～）
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見通し改定について～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～