みずほマーケット・トピック（2022 年 6 月 27 日）

世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～

先週 23 日、パウエル FRB 議長による金融政策に関する議会証言ではドル高に関し「インフレを緩和する効果がある」と明言された。世界を見渡せば、ECB や SNB からも類似の情報発信が見られており、世界はにわかに通貨高競争の様相を呈し始めている。こうした動きは 10 年前と比べると隔世の感がある。リーマンショック後、世界はこぞって非伝統的金融政策に傾き、通貨安競争の様相を強めた。オバマ米政権の輸出倍増計画はその象徴だった。ドル高によるインフレ抑制という論点に関しては、インフレ率と支持率が反比例していると言われるバイデン政権も支持するはずで、ドル相場の一段高は米国の政治・経済的に正当性がある。かかる状況下、リーマンショック後に白川体制の下、「世界の通貨高の按分を引き受けた」ように超円高が進んだことが思い返される。今は正反対のことが起きている。黒田体制は「世界の通貨安の按分を引き受ける」ように進む円安に苦慮している。このままいけば今年 10～12 月期は高確率で「円だけマイナス金利」という構図に陥る。そうした大局観が円相場の見通し策定にとって重要になる。

～世界は通貨高競争の様相～

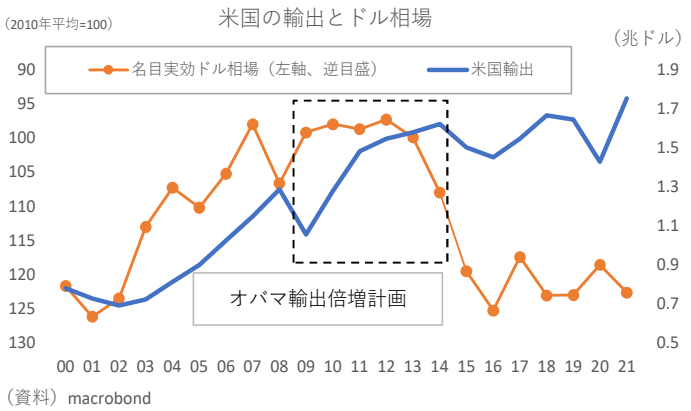
先週 23 日、パウエル FRB 議長による金融政策に関する議会証言は米国経済の景気後退リスクを認めたことが話題となった。この点は重要ながらも今の米国経済は大量の失業者を出すことでしかサービス物価の抑制が望めない状況にある。結果として GDP 成長率の仕上がりが低成長なのか後退なのかというのは本質的な問題ではないだろう。むしろ、為替市場の観点からは米国の利上げを背景とした為替市場におけるドル高に関し「インフレを緩和する効果がある」と明言されたことの意味を重くとらえたいところである。もちろん、質問に対し事実を言ったまでという印象もあるが、「インフレと戦う姿勢は無条件」とまで述べるパウエル議長の発言は「インフレ抑制のためにはどのような手も使う」という意気込みも感じられ、ドル高も当然その手段の 1 つに入ってくると考えられる。

世界を見渡せば、程度の差こそあれ、ECB 高官（ビルロワドガロー仏中銀総裁）からも実効ベースでのユーロ高がインフレ抑制に寄与する旨が語られているし、周知の通り、かつて通貨安の必要性を主張し無制限通貨売り介入までしていたスイス国立銀行（SNB）も利上げと「必要ならば為替市場へ積極的に介入する」と意思表示し、今度は通貨買い介入の構えを隠していない。パウエル議長が明言したことで世界が通貨高競争の様相を呈してくる可能性もある。

～約 10 年前までは通貨安競争～

こうした動きには 10 年前と比べると隔世の感を覚える。リーマンショック後、世界はこぞって非伝統的金融政策の下、通貨の低め誘導に尽くし、世界は他国の需要を奪い合う近隣窮乏化策、いわゆる通貨安競争の様相を強めた。象徴的には 2010 年 9 月、オバマ米政権が公表した輸出倍増計画であり、名目輸出額を 2009 年を起点として 2015 年までに倍増させるという方針が堂々と打ち上

げられた。実際は 5 年で倍にはならず、1.5 倍超にとどまったが、この計画が暗にドル安計画だと言われたことは言うまでもない。右図は当該 5 年間（2009～2014 年）の名目実効ドル相場と米国の輸出額を見たものだが、2009～2013 年にドルの低位安定が図られ、その間に輸出が急増した印象は否めない。もちろん、相関関係であって因果関係ではないという部分もあろうが、米国大統領が輸出倍増を謳えば為替市場がそれに倣って動こうとするのは全く不思議ではなかった。こうした通貨安競争の雰囲気は FRB が正常化に舵を切り始めた 2013 年以降、少しずつ変わってきた。言い換えれば、約 10 年前までは、FRB を筆頭に世界の通貨・金融政策は通貨安・緩和方向が定着していた。

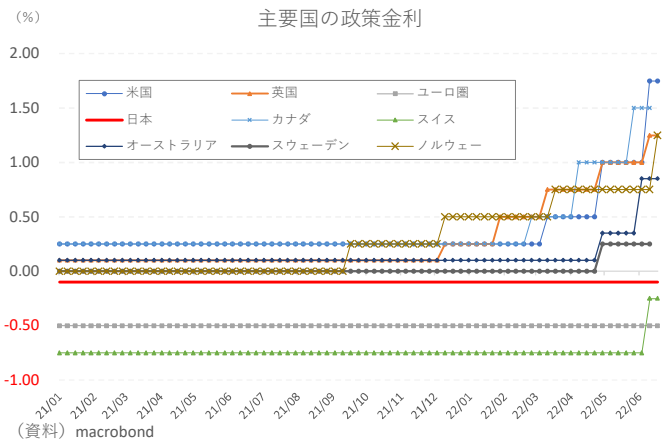


これに対し現状は FRB 議長がインフレ抑制を至上命題とし、ドル高を有効な抑制手段として掲げている。秋に中間選挙を控え、インフレ率と支持率が反比例していると言われるバイデン政権もこの主張を支持するだろう。図示されるように、名目実効ドル相場自体は過去 20 年余りにおけるピークとは言え、際立って高い水準にあるわけではない。現状、実体経済が未曾有のインフレと利上げに見舞われていることを踏まえれば、ドル相場の一段高は政治・経済的に正当性がある。

～白川体制の教訓～

なお、リーマンショック後の通貨安競争において最も大きなダメージを被ったのが日本だった。巨大な経常・貿易黒字を誇るデフレ通貨として世界の通貨高の按分を引き受けたことで円は史上最高値（対ドルで 75.25 円）まで急騰を強いられた。当時の白川体制の政策運営を批判する向きもあるものの、理論的に見ても円が買われやすい土壌は確かにあった。批判があるとすれば、「どの程度の円高が適切だったのか」が争点になるが、この点は趣旨が逸れるので本欄では割愛する。当時の世論における白川体制への批判をラフに総括すれば「世界に逆行して緩和を渋っている」というものだったと記憶する。実際、やっている政策は黒田体制と本質的に同じだったが「見せ方」は確かに上手くなかった。円高で気が立っている世論に理論的な説明をしても火に油を注ぐだけである。

現状は真逆のことが起きている。黒田体制は主張の正当性はさておき「世界に逆行して引き締めを渋っている」という構図にあり、世論は円安に苛立ち始めている。ECB や SNB の主張が仮に実現するならば、今年 10～12 月期は高確率で「円だけマイナス金利」という構図に陥る（図）。しかも日本の貿易赤字は巨額のままだ。原発再稼働など電源構成に切り込む議論があれば、そうした需給に関する円売り圧力も和らぎそうだが、「発電より節



電」に熱心な現政権の様子を見る限り、大きな期待はできそうにない。かかる状況下、リーマンショック後に「世界の通貨高の按分を引き受けた」ように「世界の通貨安の按分を引き受ける」というのが今次円安局面を語る上での大局観として浮上してくる。なお、為替介入の可能性を問われることが非常に多いが、自国の金融政策が緩和されている状態で通貨政策の議論をするのは筋違いである。どのような国であれ通貨政策と金融政策は同じ方向を向いている必要がある。黒田総裁の姿勢が現状のまま、通貨政策の転換(円安→円高)を検討するのは理論的にも実務的にも難しい。

～今後は新興国混乱も争点に～

また、経験則に倣えば、米金利とドルの相互連関的な上昇が定着した場合、真っ先に影響を被るのは対外経済部門に脆弱性を抱える新興国通貨市場だ。2015 年 12 月以降の利上げ局面では、そうして激しい資本流出に見舞われた新興国市場を念頭に FRB の正常化プロセスの手が止まるという時間帯もあったが、今回は殆ど期待できそうにない。結果、新興国は自衛のための利上げに追い込まれている可能性が相応に高いと言える。この意味で先進国のみならず新興国を含めても「動けない日銀」がクローズアップされやすい。

もちろん、新興国の利上げも自傷行為であり、景気減速からそれらの通貨も相応に売られる可能性を孕むが、名目の政策金利がマイナス圏にあるという事実はこの上なく売りの口実に使われやすいだろう。こうした中で円が唯一、強みの部分があるとすれば、利上げのカードを温存した格好になっているという事実だろうか。相場の値動きは常に期待との乖離の大きさで決まる。「日銀は所詮動けない」という思惑と共に円売りが積み上げられている部分も現在は相当大きそうなことを踏まえれば、踏み込んだ引き締め対応は激しい円買いを促す可能性がある。参院選後の岸田政権の姿勢次第では、現実化する可能性のあるリスクである。

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24日	週末版（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22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
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～）