みずほマーケット・トピック（2022 年 9 月 5 日）

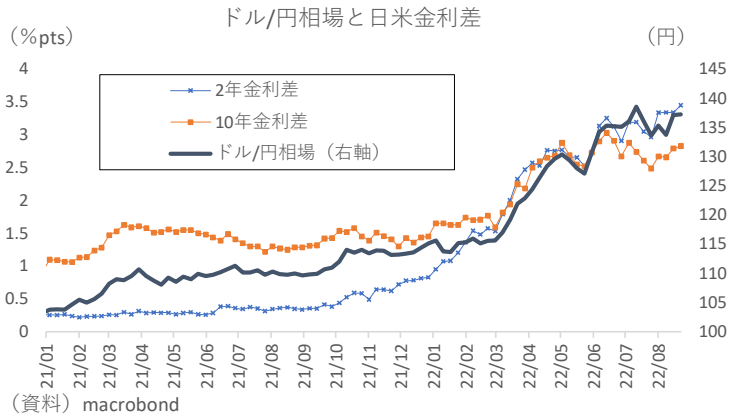
円安更新はどこまで続くのか～140 円台突破を受けて～

ドル/円相場は遂に 140 円を突破。これに伴い「円安更新はどこまで続くのか」という照会を多く頂戴する。時期的な当たりをつけたければ、重要になるのは需給よりも金利だろう。今年 3 月以降のドル/円相場の上昇は日米 2 年金利差に駆動されている。この関係性を前提にすれば、FRB の引き締め姿勢が修正され、米金利が反転された場合、ドル/円相場の高値更新がストップする地合いに転じる可能性は高い。とすれば、「円安更新はどこまで続くのか」の問いに対しては、やはり「米国の利上げの終点が見えた時」と回答するのが正攻法になる。本欄では 23 年 1～3 月期を 1 つの節目と見ている。円安トレンドの転換は基本的にそうした米国への他力本願の状況にあるが、日本が切れるカードもある。日銀の正常化、原発の再稼働、インバウンド全面解禁などは金利、需給に日本から訴えることのできるアプローチである。とりわけインバウンド全面解禁は円売りに傾斜した需給環境を修正できる一手のはずだが、岸田政権の動きは鈍い。商品市況と共に貿易赤字も今後はピークアウトしそうなことが朗報だが、「円を売りたい人の方が多い」という実需環境は簡単に変わらないだろう。円安更新はまだ先があるのではないか。

～「円安更新はどこまで続くのか」について～

先週 1 日、ドル/円相場は遂に 140 円を突破した。大台を超えるたびに多い照会だが、「円安更新はどこまで続くのか」について簡単に考察を与えておきたい。もっとも、強調すべきポイントはこれまで何も変わらない。今回のドル/円相場の上昇は金利と需給という 2 つのファンダメンタルズにはっきりと背中を押されている。前者については FRB（をはじめとする各国中銀）の利上げ路線に、後者については史上最大の本邦貿易赤字に象徴されている。プラザ合意後の日本において円がここまで金利、需給の両面から追い込まれた経験はない。金利は常に劣等生だが需給は常に優等生だったからだ。どちらも崩れれば必然、こうした値動きになるということだろう。円安それ自体は「正しい」動きであり、巷説で取り上げられやすい投機筋の売り仕掛けなどが奏功しているわけではない。

「円安更新はどこまで続くのか」という問いに関し、時期的な当たりをつけたければ、重要になるのは需給よりも金利だろう。今年 3 月以降のドル/円相場の上昇は日米 2 年金利差に駆動されている（図）。この関係性を前提にすれば、FRB の引き締め姿勢が修正され、米金利が反転した場合、ドル/円相場の高値更新がストップする可能性は確かに高そうに見える。とすれば、「円安更新



（資料）macrobond

はどこまで続くのか」の問いに対しては、やはり「米国の利上げの終点が見えた時」と回答するのが正攻法になる。『中期為替相場見通し』ではこれを 2023 年 1～3 月期と見ているが、論者によっては 2022 年 10～12 月期、具体的には 12 月のメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)でそのタイミングが到来するという見方もある。米国の各種インフレ指標は明らかにピークアウトしているので雇用統計などの仕上がりが段差を伴って悪化するようなことになれば、確かに年内の政策姿勢転換はあり得る。しかし、ジャクソンホール経済シンポジウムの講演においてボルカー元 FRB 議長の痛烈なインフレ退治姿勢と自身の政策運営を重ね合わせたパウエル FRB 議長がそのわずか4か月後に政策を反転させるだろうか。年内はオーバーキル覚悟で利上げを継続するということをメインシナリオに置きたい。むしろオーバーキルが必要とされる局面でもあろう。

～日本にできることはないのか？～

円安トレンドの転換が完全に米国への他力本願なのかと問われれば、基本的に「イエス」というほかない。変動為替相場制度とは概ねそういうものではある。しかし、日本が切れるカードが全くないわけではない。例えば金利が問題である以上、日銀の金融政策運営は当然影響を与えられる論点の 1 つだが、仮に引き締め(例えば利上げ)のカードを切ってその効果がなかった場合(恐らくはない)、日銀は円売りで追加利上げを催促される展開に直面するだろう。そのループにはまるくらいなら何もしない方が良いという判断は十分あり得る。通貨防衛がテーマ化したら最終的に外貨準備の残高まで争点になってしまう。それは国家として最悪の展開であり絶対に回避する必要がある。所詮、1 回 75bp 利上げする相手に対して、頑張っても 5～10bp 程度しか利上げできない日本の円が金利面で優勢に立つことは難しい。「下手に触るよりも何もしない方が吉」は合理的な判断である。

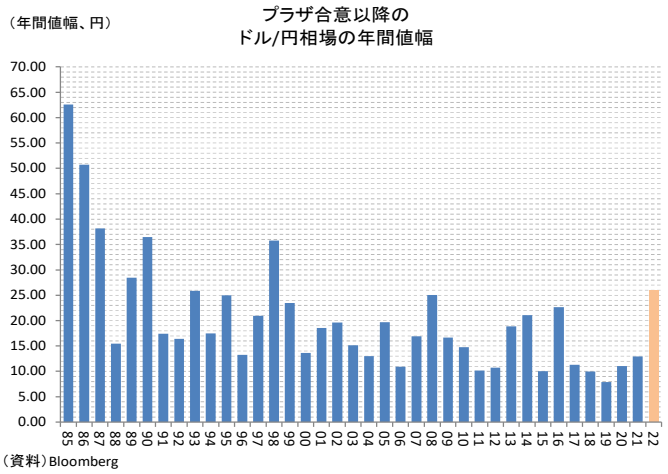
一方、需給に関して言えば、原発再稼働およびインバウンド解禁という大きなカードがある。前者については岸田政権において少しずつ前向きな情報発信が見られ始めているものの、次世代型原発の開発・建設などは息の長い話であり、目先の為替市場で材料視されるものではない。輸入の 25%以上を占める鉱物性燃料輸入額を少しでも減らしたいと考えた場合、現存する日本の原発を稼働させなければ為替需給へのインパクトは話題にならない。もちろん、「円安を止めるために原発を稼働させる」というのは牛刀をもって鶏を割くような話であり、本来は日本経済全体の効率性が議論される中で浮上すべき議題である。原発再稼働は為替市場で話題になりやすいが、「関係はあるがメインテーマではない(メインテーマにすべきではない)」という位置づけと言える。いずれにせよ岸田政権が直ぐに現存する原発の再稼働に着手する雰囲気はなく、ここに期待も持てない。

これに対し、岸田政権が本当に円安・ドル高が連日更新される状況を憂い、日本経済の活性化を望むのであれば、インバウンド全面解禁は決断されて当然である。5 月に G7 並みに揃えると宣言された入国規制は結局、9 月以降も全くそうなっていない。1 日の入国上限人数を 2 万人から 5 万人に引き上げても恐らく効果は上がらないだろう。真の問題は観光ビザを要求し、ツアー客限定という制約にあるが、これは結局残されてしまった。なにゆえにそこまで外国人観光客を敵対視するのか理解しかねるが、年間 3 兆円弱のポテンシャルを秘めた旅行収支黒字を自ら放棄している以上、岸田政権は円安に対してさほど危機感を抱いていないのかもしれない。いずれにせよ、現下の円安に対して日本にできることはあるものの、「岸田政権として直ぐに何かやる意欲はない」というのが実情と見受けられる。

なお、需給に関し、前向きな材料もある。周知の通り、商品市況はピークアウトしており、恐らくこれに伴って貿易赤字の拡大ペースも今後は鈍ってくる。そうした動きを踏まえる中で円売りの勢いも鈍ってくる可能性はある。もっとも赤字が黒字になるわけではなく、今年の貿易赤字が史上最大を記録することは既定路線である。「円を売りたい人の方が多い」という実需環境は当面継続である。

～値幅から想像する水準～

ここからの上値目途を見つけるのは非常に難しく、巷では1998年8月の安値147.60円程度に注目する向きが多い。断続的に何らかの購買力平価があった円高方向とは異なり、円安方向の節目はこうした「昔付けた水準」しかない。今年の値幅は本稿執筆時点で 26.93 円(140.40-113.47 円)で、これは 1998 年の 35.81 円以来の大きさとなる。ここまでの値幅を視野に入れた場合、あと 8.90 円弱である。ドル/円相場が 149.30 円程度まで進めばこれは実現する。FRB も岸田政権も姿勢転換がないならば(後者は恐らくそうなるだろうが)、150 円という水準ももはや絵空事とは言えず、1998 年越えの値幅は絶対に無いとは言えない雰囲気がある。



しかし、「円安の年」に限定した場合、今年よりも大きな値幅だったのは実は1989年(28.45円)しかない。この1989年との差がもう1.50円程度しかない。つまり、142円を超えれば、「プラザ合意以降では最大の円安相場」が実現する年ということになる。名目相場の値幅に理論的な根拠は何もないが、その観点に照らせば、142円や149円といった節目が考えられる。なお、投機筋のネットポジションを見れば、円ショートはピークだった今年 4 月中旬の半分以下であり、ここから膨らませる余地はあるようには見える。FRB の姿勢転換や日本の貿易赤字ピークアウトも視野に入る中で円ショートに賭けるのは従前以上に勇気が必要になりそうだが、鎖国政策の下で外貨流入と経済成長を拒む岸田政権の姿勢はもはや世界で相当ユニークな存在である。日本回避の傾向が継続する中で円安がさらに進んでも大きな違和感はないように思える。

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9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～）
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年6月分）
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～）
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～）
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
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～
2022年6月24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）