

みずほマーケット・トピック(2022 年 9 月 7 日)

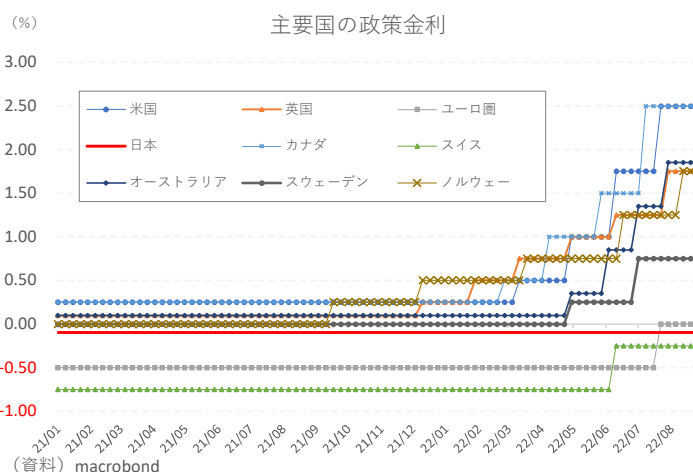
金利差が本当にテーマになるのはこれから

ドル/円相場は一時 143.50 円まで急騰。これで年初来の値幅は 30.03 円になり、1989 年の 28.45 円を超えた。「円安の年」としてはプラザ合意以降、最大の値幅に。2022 年が日本円にとって歴史的な大相場になっていることは間違いない。なお、内外金利差が円売りのテーマになるのはこれからが本番。今月 22 日にはスイス国立銀行 (SNB) の会合が予定されており、恐らくその決定をもって円は「世界で唯一のマイナス金利通貨」になる。金融政策運営やこれに付随する内外金利差はこれまでも円売りに寄与していたと思われるが、9 月以降、さらに鮮明になる。今次円売りは巷説指摘されやすい投機筋による仕掛け的な動きではなくファンダメンタルズに沿った動き。IMM 先物取引の状況を見れば、投機筋が参入してくれば円安は勢いづくが、参入しなくても相応に円安は進むという状況が続いている。円安は 3 月から始まっている。その頃はまだドル高は始まっていなかったが、貿易赤字の拡大は始まっていた。需給環境の激変はもう少し重視されても良い論点だろう。年内の主戦場が 145 円以上になっても不思議ではない。

～金利差がテーマになるのは今月からでは～

ドル/円相場は一時 143.50 円まで急騰した。これで年初来の値幅は 30.03 円になり、1989 年の 28.45 円を超えた。「円安の年」としてはプラザ合意以降、最大の値幅である。理由はどうあれ、2022 年が日本円にとって歴史的な大相場になったことは間違いない。足許の円売りの背景は様々考えられるが、今週に入ってから金融市場、とりわけ為替市場で取りざたされるようになったのはノルドストリーム 1 再開停止を受けたドイツ経済への悲観的な見通し台頭とこれに伴うユーロ/ドル相場の急落くらいしかない。昨日の本欄でも議論したように、これはドイツを筆頭とする域内インフレ情勢を押し上げる話にも直結するため、今週 8 日の ECB 政策理事会における利上げ幅拡大にも至る可能性がある。最近までマイナス金利仲間であったユーロの政策金利も際立って浮上し始める中、内外金利差の拡大が改めてクローズアップされ円売りに直結したのだろうか。

もっとも、内外金利差がテーマになるのはこれからが本番であろう。今月 22 日にはスイス国立銀行 (SNB) の会合が予定されており、スイスの消費者物価指数 (CPI) をめぐる状況が前回 6 月会合から大して改善していないことを思えば、恐らく今回も +50bp の利上げが予想される。そのスイスの決定をもって円は「世界で唯一のマイナス金利通貨」に位置づけられるこ

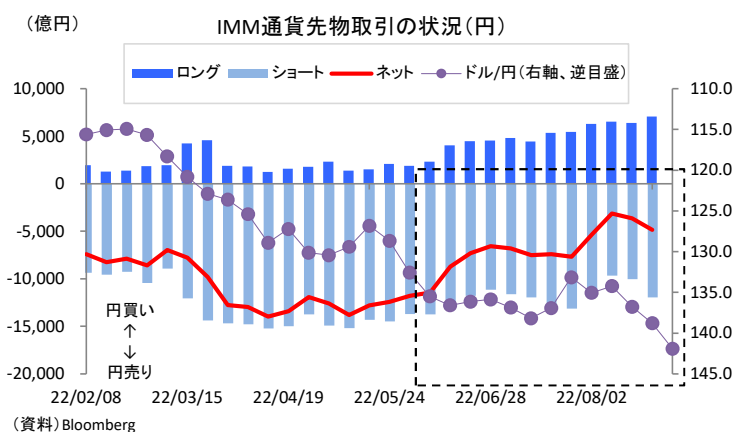


とになる。金融政策運営やこれに付随する内外金利差はこれまでも円売りに寄与していたとは思われるが、本格的なテーマになるとすれば、9月以降が本番ではないだろうか。世界の中央銀行は陰に陽に通貨高競争の機運を強めている。実際、インフレ抑制には通貨高が望ましいことをFRBもECBもSNBも情報発信の中で言及している。そうした中、通貨安(円安)を「経済全体にとってプラス」と言い続ける中央銀行があれば、当然、通貨売りの按分はそこへ集中しやすくなる。

本来、通貨安は外貨獲得の武器となり得るので需給面から修正がいずれ入るようになる。しかし、製造業の生産拠点は10年前から海外移管が進んでおり、円安に対する輸出数量の反応は殆ど期待できない。サービス輸出(旅行収支の受取)は年間3兆円近くのポテンシャルがあるものの、理由は分からないが岸田政権はとにかく外国人観光客を毛嫌いしている。結局、今次円売りは巷説指摘されやすい投機筋による仕掛け的な動きではなくファンダメンタルズに沿った動きである。進むべき方向に動いているものを政策当局として是認している以上、止まる理由はない。

～投機筋に円売り余力あり～

「巷説指摘されやすい投機筋による仕掛け的な動き」ではないというのはIMM通貨先物取引における円のネットポジションを見ればよくわかる。右図に示されるように、基本的に投機筋の円の持ち高はネットでショートに傾斜しているものの、その規模(図の最新は8月末時点)はピークだった春と比較して半分程度である。ここから内外金利差(いわゆるキャリー取引)が本格的にテーマとなった場合、こうした足の速いマネーが参入してくる余地があることは知っておきたい。141～143円の急激な動きは輸入企業などの実需取引というよりもこうした投機ポジションの変化を伴うものだったのではないかと。肝心なことは今回、こうした投機ポジションの動きが潮流を作っているわけではないということである。図中の点線四角部分を見ればわかるように、6月以降、投機筋は円ロングを少しずつ増やしネットショートポジションの規模は縮小傾向にあった。それでも円安は止まらなかった。投機筋が参入してくれば円安は勢いづくが、参入してこなくても相応に円安は進むという状況に見える。

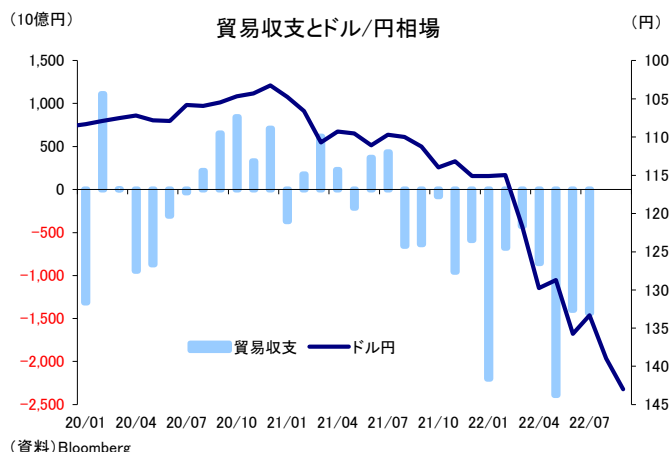


～円安の発火点は少なくともドル高ではなかった～

結局、金利差やこれに伴う投機筋動向のほかに、年初7か月間で▲9兆円を超える貿易赤字が出ており、それ自体がドル/円相場下落を阻んでいる可能性も重視すべきではないかと思われる(次頁図)。もちろん、ドル/円相場が日米2年金利差の拡大と共に上昇してきたことはある程度間違いない。しかし、その裏では確実に貿易赤字も積み上がっており、それ自体もドル/円相場の上昇と安定した関係にあった点は軽視すべきではない。金利と需給。どちらがどれほどドル/円相場の流れを決定づけているのか正確に切り分けるのは難しいが、少なくとも今年3月時点でドル高相場はまだ始まっていなかったが、ドル/円相場の上昇は3月から始まっていた。名目実効相場ベー

スで見ると、今年3月、ドルは▲0.02%であるのに対し、円は▲5.0%だった。同月においてドル/円相場は約10円(114円→124円)、円安・ドル高が進んでいるのだが、決してその時は世の中がドル高だったわけではない。しかし、その時から貿易赤字の巨大化は顕著に進んでいた。円安の発火点として需給環境の激変があった可能性はもっと注目されても良いように思う(もちろん、それだけとは言わない。3月は緩和路線を堅持する日銀もテーマだった)。ここから10円下がってもドル/円相場が130円を切ることはない。根本的に円の価値が切り下がっており、その背景をたかだか数%ポイントの金利差だけで説明するのも無理があるように思う。

既に商品市況がピークアウトしていることから、日本の貿易赤字も今後はピークアウトしていくだろう。だが、東京外国為替市場における「円を売りたい人が多い」という需給構造は一朝一夕には変わらないだろう。本当にドル/円相場がはっきりと折り返すことがあるとすれば、やはりFRBの利上げも貿易赤字の拡大もはっきりと止まることが必要であり、それは2023年1～3月期まで待つ必要があるように思える。もちろん、これほど値幅を伴った動きだけに、調整の動きも(8月がそうだったように)数円刻みの相当に大きなものになる。振れを伴いながら、年内のドル/円相場の主戦場が145～150円へシフトしても大きな違和感はない。



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9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
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～
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(劣化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ブ化構想～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～株値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～