

みずほマーケット・トピック(2022 年 10 月 24 日)

圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～

ドル/円相場は政府・日銀による為替介入と思しき動きを挟んで荒い値動きが続いている。もっとも通貨当局の思惑を想像しても詮無きことではある。重要なことはファンダメンタルズに逆らう為替介入の寿命は長くないという事実尽きる。そのファンダメンタルズの筆頭が貿易赤字。2022 年の円売りは内外金利差の動きに依存している部分もあるだろうが、根本的に「円を売りたい人の方が多い」という事実は尊重されるべき。22 年度上期の貿易赤字は▲11 兆 74 億円と現行統計で比較可能な 1979 年度以降では半期ベースで最大の赤字を記録。神田財務官の「貿易収支悪化を是正するためにはエネルギーを多様化」といったコメントが報じられているが、まさにこの要諦に切り込まない限り、円売り圧力を根本的に刈り取ることができない。商品市況は既にピークアウトしているため、「需給で円売り」が囃し立てられるのは今がピークという可能性はある。だが、今後訪れるだろう揺り戻しとしての円高局面が過去 1 年の円安局面ほどの迫力を伴うのか。日本の歴史上、円高・ドル安は「ドル相場(ドル買い)の押し目」だったが、今後は「円相場(円買い)の押し目」という常識に変わるのではないだろうか。

～実施直後に半分戻された介入効果～

先週 21 日、ドル/円相場は日本時間 21 時頃から翌 22 日午前 1 時頃にかけて 151.93 円から 144 円台まで約 7 円、急落した。10 月に入り、20 日までの 12 営業日で 6 円、つまり 1 日 50 銭ずつ円安・ドル高が進むイメージだった。これ自体が「過度な変動」の基準に抵触したと思われるが、ほかにも 150 円という象徴的な水準に到達したこと(その定着を避けたかったこと)、同日に FRB のハト派観測が強まり市場実勢が追い風であったことも配慮された可能性がある。

もっとも通貨当局の思惑を想像しても詮無きことではある。重要なことは、先週の終値は 147.70 円台であり、値幅だけで言えば介入効果は数時間で消滅してしまったという事実だろう。もちろん、介入実施前と比較して安価でドルを調達できた輸入企業にとってはメリットがあるのかもしれないが、やはりファンダメンタルズに逆らう為替介入の寿命は長くないということが改めて重要になる。結果論だが、輸入企業に対するメリットを強調する場合、日本時間金曜日深夜に実施した意味が問われる可能性もあるかもしれない。

～輸入はピークを打った公算～

円売りを支えるファンダメンタルズの筆頭が貿易赤字である。もちろん、2022 年の円売りは内外金利差の動きに依存している部分もあるだろうが、根本的に「円を売りたい人の方が多い」という事実は尊重されるべきものだ。先週 20 日に公表された 9 月貿易収支は▲2 兆 940 億円と 2 か月連続で▲2 兆円を超えた。もちろん、史上初めての出来事である。これで 2022 年度上期(4～9 月)の貿易赤字は▲11 兆 74 億円と現行統計で比較可能な 1979 年度以降では半期ベースで最大の赤

字を記録している(これまでの最大記録は2013年度下期の▲8.8兆円)。輸入金額全体で見ると前年同期比で+37.9%と4割近く押し上げられているが、このうち半分(+18.8%ポイント)が鉱物性燃料輸入の増加であり、輸入総額の4分の1以上が同項目で占められている(ちなみに鉱物性燃料の前年同期比は+105.7%)。さらに細かく見た時に鉱物性燃料における最大項目である「原油及び粗油」は数量ベースで前年同期比+12.7%にとどまっ

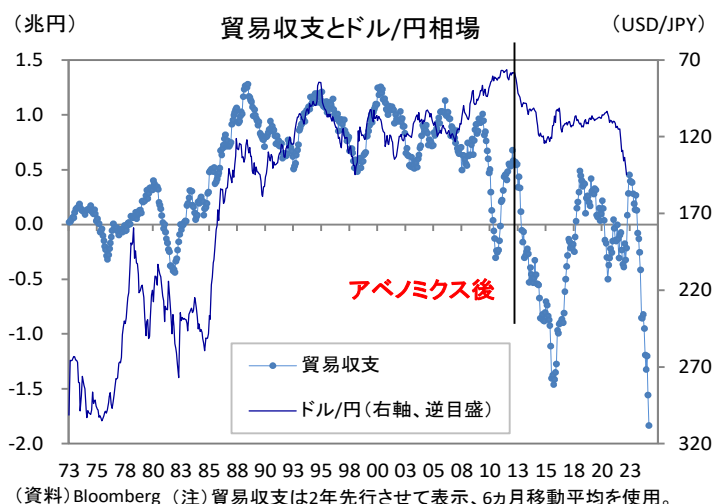
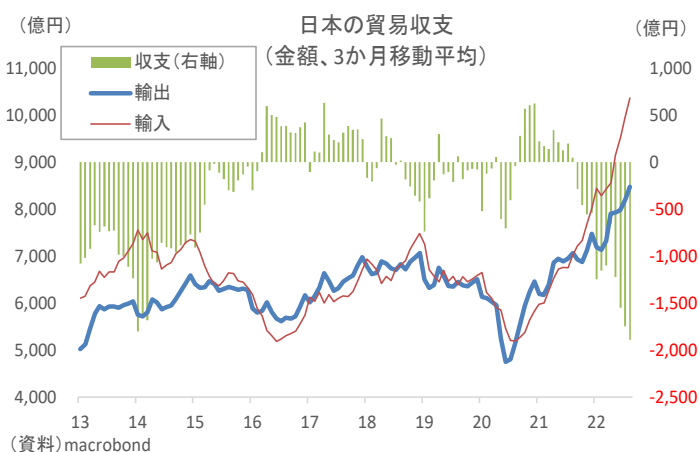
ているのに対し、「数量×価格」で算出される金額ベースでは同+106.3%と変化率に大きな差が見られる。それだけ商品価格の一時的な騰勢が収支を崩したという実情が透けて見える。今朝、神田財務官の「貿易収支悪化を是正するためにはエネルギーを多様化」といったコメントが報じられているが、まさにこの要諦に切り込まない限り、円売り圧力を根本的に刈り取ることができないだろう。

裏を返せば、6月以降、商品市況がピークアウトしていることの影響はラグを伴って鉱物性燃料価格ひいては輸入価格に反映されてくるはずである。とすれば、「史上最大の赤字」と共に「需給で円売り」が囃し立てられるのは今がピークという可能性がある。原油価格は既にピーク時から▲40%近く下落しているため、今後の輸入金額は鉱物性燃料主導で押し下げられる可能性が高い。もっとも、軽々に行動制限していた過去とは異なり、現在の日本経済はインバウンドの解禁にも踏み切っている。そうした「内需復調がもたらす輸入増」と「商品価格ピークアウトによる輸入減」の綱引きが当面の輸入金額が直面する状況であり、貿易赤字が一方的な減少に至る保証はない。

なお、鉱物性燃料に次いで大きな寄与度(+4.4%ポイント)を有するのが医薬品を化学製品で、これはワクチンなど世の防疫意識を反映した動きとみられる。この点、日本は何の進歩も見られない。第7波が終わった瞬間から第8波の議論が始まり、新規感染者主義とも言える雰囲気は根本的に変わる様子はない。ほぼ間違いなく今冬に同じような騒ぎを起こすだろう。4回目接種を推奨する動きも進んでいる中、医薬品の輸入が顕著に減少してくるかどうかは合理的に予想が難しい。

～円高・ドル安は「円買いの押し目」～

図は貿易収支とドル/円相場の関係について、貿易収支の6か月移動平均を2年先行させて表示させたものである。繰り返しになるが、今年の円安・ドル高に内外金利差の拡大が寄与しているのはある程度間違いない。しかし、根底には需給環境の大崩れがあるはずである。過去四半世紀を振り返っても、やはり2012～2013年頃を境として趨勢的に貿易黒字が稼げ



なくなり、そこから際立った円高・ドル安を経験しなくなっている。英国が EU 離脱を問う国民投票を実施した 2016 年 6 月 23 日 (ごく一時的に 99 円まで急落)を除けば、為替市場はパニック的な円買いを経験していない。今年の円安相場を駆動しているのが内外金利差の顕著な拡大であるとしても、図から得られる直感的なイメージとして、今後訪れるであろう揺り戻しとしての円高局面が過去 1 年の円安局面ほどの迫力を伴うのか。筆者は相当怪しいと感じている。日本の歴史上、円高・ドル安は「ドル相場(ドル買い)の押し目」だったが、今後は「円相場(円買い)の押し目」という常識に変わりつつあるのではないか。

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10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえず利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り越えられるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
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
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ピング構想～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～サブ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