

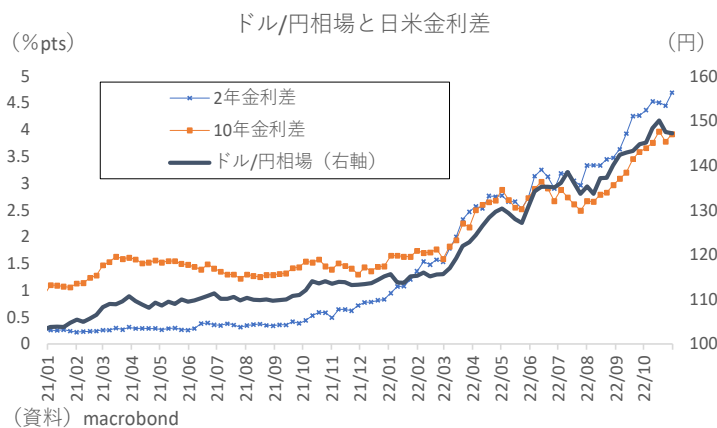
みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 10 日)

金利面から見たドル/円相場の現状と展望

これまで強調してきたように、筆者はプラザ合意以降で最大の値幅となった今次円安局面において重要な論点は金利差ではなく需給環境の変化だと考えている。もちろん、相場を加速させたのは日米金利差の拡大なのだろうが、それだけで 10 か月間で 40 円弱もの円売り・ドル買いが進んだ事実を説明できるとは思わない。名目実効為替相場で見ても、円売り(3 月スタート)はドル買い(4 月からスタート)よりも早く始まっており、貿易赤字拡大を筆頭とする需給環境の激変を脇に置くのは真摯な分析態度とは思えない。一方、日米金利差とドル/円の相関が安定していることは確かであり、為替市場の自己相関の強さを踏まえれば、目先の展開を予想するために金利面の議論を改めて整理する必要はある。当面の FRB を理解する上で重要なことは①利上げペースの減速が近いこと、および②利上げペースの減速は引き締め姿勢の転換(≒利上げ停止)を意味しないこと、である。これを踏まえれば、現状は「金利差が拡大する」が「金利差がゆっくり拡大する」という事実に変わっただけであり、本質的な変化は認められない。円高リスクは日銀新体制における政策転換だが、そこまで恐れる必要はないようにも感じられる。

～大きな材料もドル/円動かず～

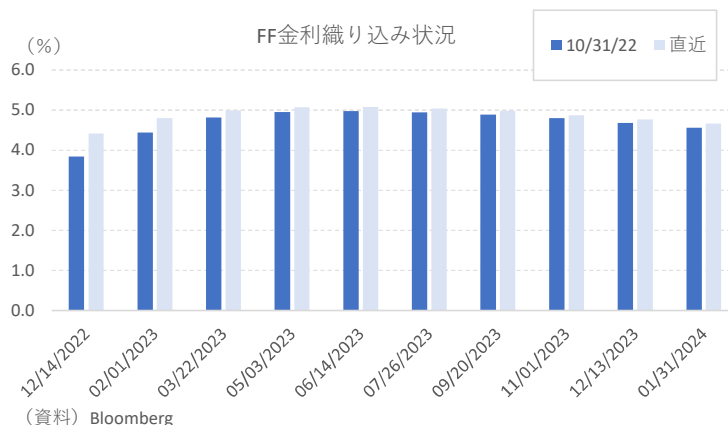
本欄や『中期為替相場見通し』でも強調してきたように、筆者はプラザ合意以降で最大の値幅となった今次円安局面において重要な論点は金利差ではなく需給環境の変化だと考えている。もちろん、相場を加速させたのは日米金利差の拡大なのだろうが、それだけで 10 か月間で 40 円弱もの円売り・ドル買いが進んだ事実を説明するのは無理がある。名目実効為替相場(NEER)で見ても、円売り(3 月スタート)はドル買い(4 月からスタート)よりも早く始まっており、貿易赤字拡大を筆頭とする需給環境の激変を脇に置くのは真摯な分析態度とは思えない。しかし、図に示される通り、日米金利差とドル/円の相関が安定していることは確かであり、為替市場の自己相関の強さを踏まえれば、目先の展開を予想するために金利面の議論を改めて整理する必要は感じる。



～「金利差がゆっくり拡大する」という事実に変わっただけ～

もっとも、日米金利「差」と言っても、円金利がイールドカーブコントロール(YCC)の下で動くことはないとするれば、検討されるべきは米金利の現状と展望になる。この点、11 月 1～2 日の FOMC を

踏まえ、当面の状況を整理することが必要になる。11月FOMCに対する市場の受け止めは「思ったよりハト派ではなかった」といったところだが、それは市場期待が前のめり過ぎただけであり、FRBの情報発信自体は従前からさほど変わったとは言えない。実際、今後3回(12月・2月・3月)のFOMCについては利上げ幅の期待が引き上げられているものの、2023年央にかけて5.00%近傍に

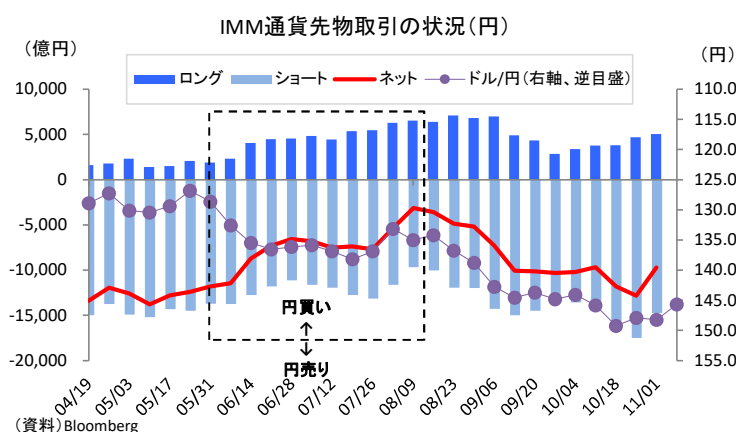


到達するというターミナルレートのイメージが大きく修正されているわけではない。FRBの現在の基本姿勢について重要な論点は①利上げペースの減速が近いこと、および②利上げペースの減速は引き締め姿勢の転換(≒利上げ停止)を意味しないことである。10月中の金融市場は①を利上げ停止のシグナルとして拡大解釈し、米金利およびドルが下がり、株が上がるという反応を示してきた。しかし、ヘッドラインのインフレ率が8%を超える中では②の点から目を逸らすべきではない。

ドル/円相場の観点から言えば、これまで「金利差が拡大する」ことがドル買い・円売りの理由とされてきたわけだが、FRBの基本姿勢(①および②)を踏まえれば、「金利差が拡大する」が「金利差がゆっくり拡大する」という事実が変わっただけであり、本質的な変化は認められない。9月20～21日開催のFOMC議事要旨では政策金利が「十分な引き締め水準(a sufficiently restrictive level)」に達したとしても、インフレ率が2%目標に収斂するという「説得的な証拠(compelling evidence)」が確認されるまでは、その水準で暫くの間、据え置くことが必要という立場を示されている。5%近傍まで上昇した政策金利は少なくとも2023年いっぱいには放置される可能性が高い。これがFRBハト派化に伴うボラティリティ低下と相まって円キャリー取引を誘発する展開はやはり否めない。

～円高リスクは日銀次第だが・・・～

こうした考え方にリスクがあるとすれば、「円金利が動くことはない」という前提が崩れるというケースだろう。あと2～3か月もすれば次期日銀総裁が明らかになる。今よりも緩和路線に距離のある人物が予想される中、どのような政策修正が行われるのか。もちろん、金利の絶対水準からすれば日米金利差が円売り・ドル買いの材料と使われる合理性は残るものの、「日銀の引き締め」は為替市場参加者にとって新味のある話であり、短期的なリアクションは大きくなる可能性がある。来春以降、FRBが利上げを停止するタイミングで新体制の日銀が引き締めを模索するような構図になれば、一時的に金利差縮小をテーマに円の買戻しが進む可能性はある。仮に「日銀の引き締め」がマイ



ナス金利解除といった耳目を引くものであった場合、その震度は大きくなる。図示されるように、金利差というテーマに敏感と思われる投機筋の円売りポジションは年初来ピークに達しており、反対売買の契機を探る局面に入っていることも円高反転の追い風になりそうに見える。

しかし、円高リスクはあったとしても限定的というのが筆者の基本認識である。図中点線四角部分にも示されるように、今年 5 月から 8 月半ばにかけて、投機筋の円ショートポジションは圧縮傾向にあったが円安・ドル高は進んだ。これは巨大な貿易赤字に象徴される需給環境の激変に影響されたのではないかと筆者は考えるが、かつてとは需給環境が大きく異なる以上、投機筋の動向とは無関係に円安が残る可能性はある。足許の円売りポジションが巻き戻される中で円高が進むにしてもその値動きは案外、限定されたもので終わる可能性はある。筆者は年度内に 140 円を割り込むといった展開は今のところ想定していない。

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11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
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态～
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議長総括から何を讀むか～
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	「李調済み経常収支、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～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
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は冬を乗り切れるのか～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～日銀がスク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)