

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 13 日)

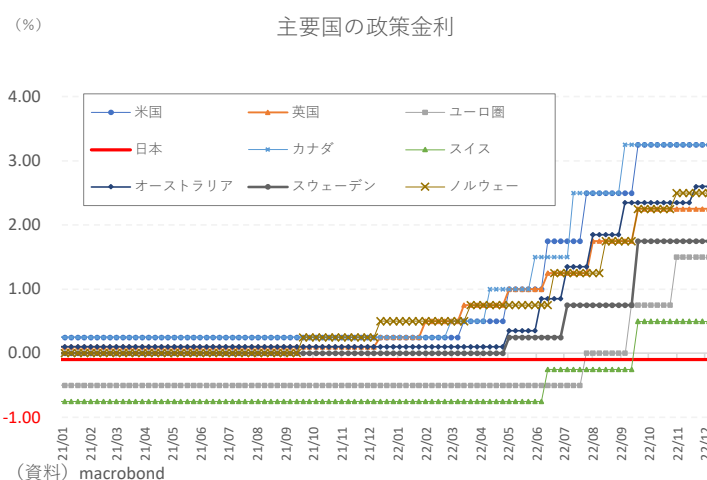
23 年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約

2023 年のドル/円相場展望に関しては『中期為替相場見通し』を参照頂きたいが、照会が多いこともあり、改めてポイントを示しておきたい。年明け以降のドル/円相場に関しては、1～3 月期までは FRB の利上げ幅や利上げ停止がテーマ視される中、米金利低下とドル安に応じた円高が促されやすいと予想。今次円安局面はドル全面高と円全面安が併発した結果であり、円高になると言っても 22 年の半値戻し程度(130 円前後)ではないかと考えている。23 年 4～6 月期以降は利上げ停止に伴って FRB の大きな政策変更を予想しないで済む穏当な時間帯が生まれる可能性。結果、ボラティリティ低下と共に株高という地合いに至るだろう。利下げをするわけではないので日本から見た内外金利差も相応に高止まりする公算。「十分な金利差」と「低いボラティリティ」はキャリー取引が行われるための 2 大条件であり、円安を誘発しやすいのではないかな。もちろん、リスクは上下双方向に広がっている。想定外の円安リスクは FRB の利上げ継続(ターミナルレート 6%到達)、円高リスクは日銀の利上げ。可能性としては前者の方が大きい。

～2023 年、ドル/円相場のメインシナリオ～

今年も残すところあと半月になった。2023 年のドル/円相場展望に関しては『中期為替相場見通し』を参照頂きたいが、照会が大変多いこともあり、改めてポイントを示しておきたい。年明け以降のドル/円相場に関しては、1～3 月期までは FRB の利上げ幅や利上げ停止がテーマ視される中、米金利低下とドル安に応じた円高が促されやすいと考えている。この辺りは多くの市場参加者が共有する問題意識だろう。この際、下値目途は 2022 年の値幅の半値戻しである 130 円前後をイメージしている。なぜ半値しか戻らないのかと言え、筆者は今次円安をドル全面高と円全面安が併発した結果だと考えているからだ。ドル全面高は FRB のハト派転換(pivot)と共に修正される余地があるにしても、史上最大の貿易赤字などを背景に歪んだ円全面安の部分は解消されまい。直感的にも巨大な貿易赤字を擁する世界で唯一のマイナス金利採用国の通貨が買われ続けるといったイメージは沸きにくい。

では、2023 年 4～6 月期以降はどうか。金融市場ではそのまま円高傾向が続き、2022 年初頭の水準(112～3 円付近)に戻るといった意見が多いように見受けられる。だが、筆者はそう思っていない。これは上述した日本の金利・需給環境も加味した結論だが、それだけではない。金融市場のコンセンサス通りの展開



となれば、恐らく 2023 年 4～6 月期以降は FRB の利上げ停止を確認することになる。しかし、「次の一手」としての利下げが現実的に市場予想の範囲に入ってくるのは 2023 年中の話ではないだろう。とすると、金融市場には当面、FRB の大きな政策変更を予想しないで済む穏当な時間帯が生まれる可能性がある。象徴的にはボラティリティ低下と共に株高という地合いに至る可能性がある。利下げをするわけではないので日本から見た内外金利差も相応に高止まりする公算が大きい。これは対ドルだけではなく、対クロス円通貨に対しても同様のことが言える(前頁図)。

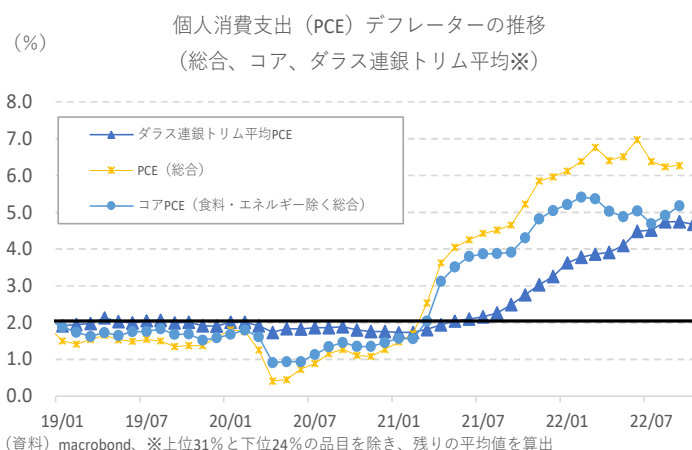
本欄でも繰り返し強調している通り、「十分な金利差」と「低いボラティリティ」はキャリー取引が行われるための 2 大条件と言って良い。2022 年中は日米金利差が円売りの材料として注目されたが、本当の意味で円安を駆動するとしたら 2023 年の方が好ましい環境に思える。「円だけマイナス金利」という状況下、貿易赤字大国の通貨が上昇一辺倒という軌道を辿るのは非常に難しく説明に窮する。2023 年 10～12 月期には再び 140 円台を主戦場とするような地合いに至るのではないかな。

～円安リスク:FRB の利上げ継続～

以上はメインシナリオだが、そうならな
いリスクも当然ある。リスクは上下双方向に広がっており、それぞれ複数考えられるが、主だったものを 1 つずつ挙げておきたい。まず、筆者想定以上に円安が行き過ぎるリスクだが、これは FRB の利上げ継続である。米国のインフレ率がピークアウトしていることはもはや自明であるとしても、多くの市場参加者が抱く「1～3 月期中に利上げが停止する」という前提がそこまで確実なものなのか。個人

消費支出 (PCE) デフレーターはダラス地区連銀が試算するトリム平均指数で見ても前年比+4.7%程度、コアベースでは+5%超、総合ベースでは+6%超である(図)。年初 3 か月間で安定的に+2%程度の軌道に収束したという判断に至るのだろうか。

現状、ターミナルレートのコンセンサスは 4.75～5.25%というレンジにあるが、例えば「6 月以降は四半期に 1 度、+25bp」というペースで利上げが継続する可能性もある。そうなった場合、ターミナルレートは 6%に接近するだろう。パウエル FRB 議長は 1 年前(2021 年 11 月末)、「インフレは一時的」という認識を急遽撤回し、市場に大きなショックを与えた経緯がある。当時の翻意に比べれば、利上げが 1～3 月期で停止せずに緩やかなペースで持続するという展開はさほど不自然ではない。メインシナリオではないが、円安方向のリスクシナリオとしては十分検討する価値がある



～円高リスク:日銀の利上げ～

片や、筆者想定以上に円高が行き過ぎるリスクもある。これも複数考えられるが、やはり新体制への移行に伴う日銀のタカ派転換がその筆頭であろう。可能性としては上記の円安リスクよりは低いと思われるが、念頭に入りたいシナリオではある。市場が抱く新体制へのイメージは「現状より緩和姿

勢が強まることはない」程度であり、新総裁の候補者が複数名挙がっているものの、どの候補者になればどういった政策修正に至るのかというコンセンサスはない。昨日は木原誠二官房副長官がブルームバーグとのインタビューで大規模金融緩和を正当化する政府・日銀による共同声明¹の修正に関し「新たな合意を結ぶ可能性はあるものの、現在の合意内容と異なるものになるかどうかは分からない」と語っている。言質は取らせていないが、ここは「修正は考えていない」と回答すべきだったように思えた。やはりアベノミクスとは距離を取る政策運営が志向されるのではないのか。

具体策として想定されるものに関しては、引き締め度合いが強い順にフォワードガイダンスの修正、イールドカーブコントロール(YCC)における変動幅拡大、YCC における操作年限の短期化、YCC 廃止、利上げ(マイナス金利解除)などが考えられる。このうち「新体制移行と共に利上げ」というような展開は殆ど想定されていない話と言える。2013 年 4 月、黒田総裁が就任後初の会合で量的・質的金融緩和を決定し強烈なリフレ思想を煽った記憶を辿れば、その逆の展開が 2023 年 4 月に起きることはないのかは気がかりである。

もちろん、大きな決定が苦手な岸田政権の意向も相応に影響するであろうから、こうした展開に至る可能性は非常に低い。また、リフレ思想を持たない(≒タカ派色の強い)市場参加者として注目される新任の高田審議委員も日経新聞(12 月 10 日)に掲載されたインタビューで、「(YCC 解除に関して)残念ながらそういう局面になっていない」と述べている。もちろん、現行体制と新体制では情報発信の意味も異なるだろうが、少なくとも現状では利上げを主張するような空気は全く感じられない。しかし、「日銀の利上げ」という展開は為替市場参加者の殆どが想定していないものであるだけに、積極的な円買い材料に乏しいと言われる中で大きな価格変動をもたらすリスクはある。

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。

¹ 正式名称は「「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」」。2013 年 2 月、白川体制下で公表された方針で金融緩和の裏付けになっていると言われる。

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12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の逡巡が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
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識～
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	「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	伊メロニニ新政権、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