

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 22 日)

## 年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～

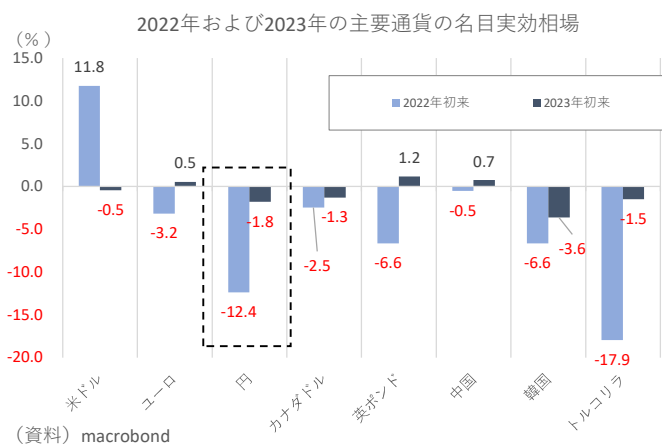
国際金融不安は米地方銀行の経営不安問題を超え、欧州の大手金融機関の再編にまで波及。FRB や ECB の利上げ幅や回数に注視していた従前のムードは吹き飛び、「これで不安が収まったのかどうか」という目先の展開に目を奪われる雰囲気が増している。一連の混乱に伴う米金利急低下とこれに伴う円高・ドル安で円安予想が難しくなったかのようなムードもあるが、筆者の基本認識は殆ど不変。主要通貨の名目実効為替相場(NEER)を俯瞰すると、昨年来の円安相場が継続中であることが分かる。円は昨年に続き、G7 通貨で最弱という立ち位置。金融市場では日米金利差とドル/円相場を絡めた解説が目立つものの、そもそも「+75bp の利上げが常態だった局面」から「早期利下げ観測まで台頭する局面」へシフトしても、ドル/円相場は 130 円台で安定している。これは金利だけで方向や水準を考えるのが危ういことを意味するのではないのか。理解されるべき事実は「需給面からの円安圧力も非常に強いこと」ではないか。

### ～燃える「第二のリーマンショック」への懸念～

10 日前、シリコンバレー銀行(SVB)の破綻で始まった国際金融不安は米地方銀行の経営不安問題を超えて、欧州の大手金融機関の再編にまで至っている。FRB や ECB の利上げ幅や回数に注視していた従前のムードは吹き飛び、「これで不安が収まったのかどうか」という目先の展開に目を奪われる雰囲気が増している。スイス最大手の金融機関である UBS が同 2 位のクレディ・スイス・グループを買収したことで全て終わるのか。それともまだ見えていない問題があるのか。現状、スイス金融当局が無価値と判断した AT1 債(その他ティア 1 債)が需要を失い、これを保有する金融機関から危機が広く伝播するのではないかと懸念が燃えている。AT1 債市場が国際金融システムを崩すほどの規模を持たないとの評価が大勢だが、本当にそうなのか。いずれにせよ、厳格な資本規制の下、「第二のリーマンショック」は起き得ないというのが市場の本心に近いはずだが、そこまで信じ切れていないというのが本稿執筆時点の市場心理と見受けられる。

### ～主要通貨を俯瞰する必要～

しかし、為替市場、とりわけドル/円相場の見通しに関しては目先の不安やこれに連れた金利動向で右往左往しないように努めたい。国際金融不安に伴う米金利急低下とこれに伴う円高・ドル安で円安予想が難しくなったかのようなムードもあるが、筆者の基本認識は全く変わっていない。年初 2 か月の貿易赤字は約▲4 兆円と過去に類例のな

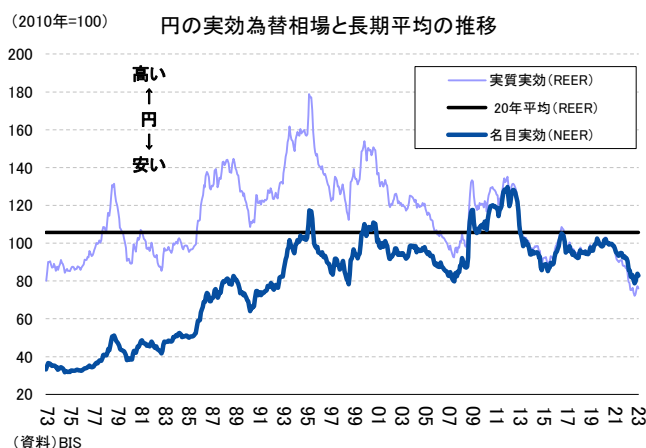


い規模に達している。その上で 2022 年通年に記録した▲20 兆円の貿易赤字はラグを伴いながら 2023 年以降の円相場にも影響を持つことを考慮する必要があるだろう。かかる状況下、需給環境は依然として円売りに傾斜していると考えるのが自然だろう。前頁図は主要通貨の名目実効為替相場 (NEER) に関し、2022 年通年と 2023 年初来 (～3 月 14 日時点) の変化率を比較し、主要通貨の現状を俯瞰したものだ。これを見ると結局、昨年来の円安相場が変わっていないことが分かる。2022 年は世界的にドル高が進んだ年であったが、2023 年に入っても円は対ドルで続落している。他通貨では上昇に転じている通貨はあるものの、その動きはそれほど大きくない。年初来の変化率という視点に限れば、円は G7 通貨で引き続き最弱である。昨年は NEER ベースでトルコリラを彷彿とさせる 2 ケタ下落率を記録しながら、円は未だにその弱さを引きずっているのが実情である。

昨年 10 月下旬にドル/円相場が 152 円付近でピークアウトして以降、FRB の利上げ幅は 3 分の 1 になり、利上げ停止観測 (その先にある早期利下げ観測) まで浮上した。その間、1 月に 127.22 円の年初来安値をつけたものの、その後は 130 円台へ復帰し安定している。ちなみに、この際の円高には「日銀新体制における正常化観測」も効いており、FRB の政策運営だけが原因ではなかった。本欄では執拗に論じている点だが、金利動向が目先の変動を説明するのに有用であることは間違いないが、底流にある需給動向について「円を売りたい人の方が多い」という事実がある以上、今次円安局面が始まる直前の水準 (113 円付近) まで戻るのは難しいというのが筆者の考えである。

### ～実効ベースでは円安修正の雰囲気を感じられず～

為替市場では昨年 10 月から今年 1 月のわずか約 3 か月間で 152 円から 127 円まで進んだ鋭角的な円高のイメージが脳裏に焼き付いていると思われるが、上でも言及した通り、実効ベースで見れば大して円高が進んでいるとは言えない。図は 1973 年以降の NEER および実質実効為替相場 (REER) の動きを見たものである。NEER は円安バブルと言われた 2007 年頃と同じ水準、REER は変動為替相場制が導入される以前 (1971 年頃) と同じ水準である。超長期で見た場合、2021 年から 2022 年の円安は視認可能だが、昨年 10 月から今年 1 月の円高はそれほど大きな動きとは言えない。特に半世紀ぶりの安値水準で未だに推移している REER は日本が海外の財・サービスを求める際の購買力に他ならず、「安い日本」の状況が全くと言って良いほど変わっていないことを示している。



### ～金利だけで円相場の方向・水準は決まらず～

筆者はグローバルな金融不安はこのまま沈静化し、再びインフレ抑制がテーマとなる局面に戻っていくことを前提に為替見通しを策定している。よって FRB の早期利下げを受けた (米国の) 金利面からの円高圧力は限定的と見る立場だ。そもそも「+75bp の利上げが常態だった局面」から「早期利下げ観測まで台頭する局面」へシフトしても、ドル/円相場が 130 円台で安定している以上、金利

だけで方向や水準を考えるのは危うい。こうした現状から理解されるべき事実は「需給面からの円安圧力も非常に強いこと」だろう。もちろん、グローバルな金融不安が本当に早期利下げに直結するのであれば、それは想定外の円高リスクになるはずである。しかし、それでもドル/円相場で言えば125円割れを臨むかどうかと言ったところだろう。125円まで円高・ドル安が進んだとしても、NEERやREERで示唆される歴史的な円安水準は殆ど変わらないと思われる。実効ベースで見た円安は内外金利差の拡大・縮小よりも、過去10年における日本の需給構造変化を映じたものであり、大局観としての「安い日本」は殆ど変わらないことを念頭に置きながら先行きを検討したい。

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](mailto: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/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                   |
|-------------|----------------------------------------------|
| 2023年3月17日  | 退路を断ったECB～自信の誇示を優先～                          |
|             | 週末版                                          |
| 2023年3月16日  | ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～                    |
| 2023年3月15日  | 企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～                        |
| 2023年3月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)                  |
|             | 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～                     |
| 2023年3月13日  | SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響                          |
| 2023年3月10日  | 週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)              |
| 2023年3月8日   | 1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～                         |
| 2023年3月7日   | FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～                 |
| 2023年3月6日   | 日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望                      |
| 2023年3月3日   | 週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)   |
| 2023年2月28日  | ECBのバランスシート政策について～状況整理～                      |
| 2023年2月27日  | 植田総裁候補の所信聴取を受けて                              |
| 2023年2月24日  | 週末版                                          |
| 2023年2月21日  | 利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏                          |
| 2023年2月20日  | 現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～                     |
| 2023年2月17日  | 週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)                   |
| 2023年2月15日  | 本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～                     |
| 2023年2月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)                  |
|             | 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～                      |
| 2023年2月13日  | 日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～                        |
| 2023年2月10日  | 週末版                                          |
| 2023年2月9日   | ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～                  |
| 2023年2月8日   | 2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～                      |
| 2023年2月7日   | 日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～                   |
| 2023年2月6日   | IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について                      |
| 2023年2月3日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)         |
| 2023年2月2日   | FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～                       |
| 2023年1月30日  | 23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～                  |
| 2023年1月27日  | 週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)      |
| 2023年1月25日  | 神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～                      |
| 2023年1月24日  | 「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方                       |
| 2023年1月23日  | 日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか？                      |
| 2023年1月20日  | 週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)         |
| 2023年1月19日  | 日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)                 |
| 2023年1月18日  | 懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～                       |
| 2023年1月16日  | 日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～                        |
| 2023年1月13日  | 週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)               |
| 2023年1月10日  | 米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～                      |
| 2023年1月6日   | 週末版                                          |
| 2023年1月5日   | FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～                  |
| 2023年1月4日   | 2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい                    |
| 2022年12月23日 | 週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)            |
| 2022年12月21日 | 日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～                     |
| 2022年12月20日 | 米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか                      |
| 2022年12月19日 | 円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル                        |
| 2022年12月16日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～) |
| 2022年12月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)                 |
|             | FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～                  |
| 2022年12月14日 | 米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～                    |
| 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                    |
| 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～所得収支の還流が最後の手札～)     |
| 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？                     |