

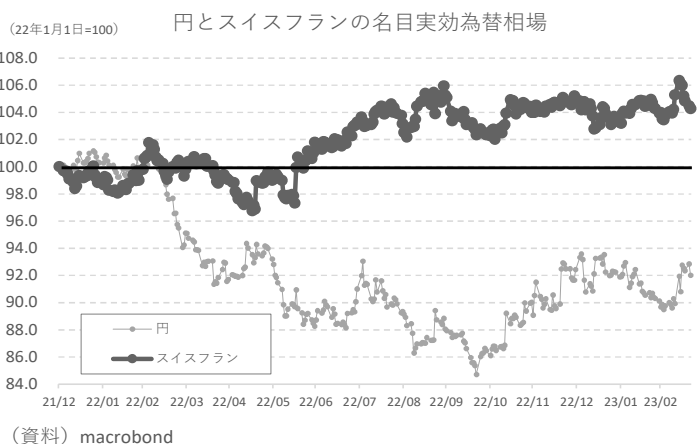
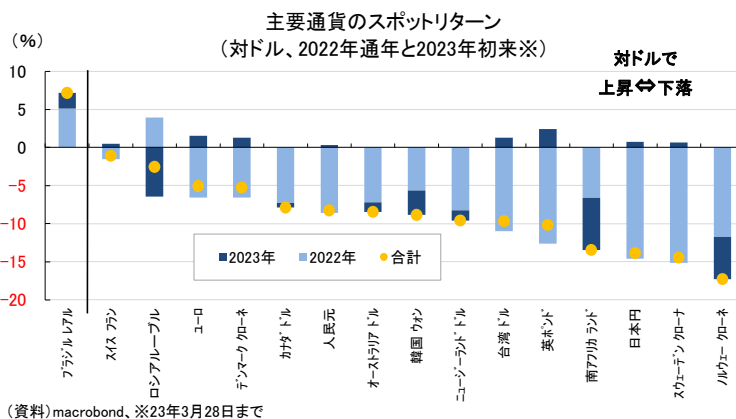
みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 30 日)

第 1 四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～

23 年最初の四半期が終わるところで現状と展望を整理。年初来の対ドル変化率を見た場合、円は+0.7%とほぼ横ばいであり、昨年が▲14.7%だったことを思えば「期待された円相場の反発は見られていない」というのが実情に近い。金融不安を背景として「ドル、ユーロ、スイスフランが買われにくい雰囲気の中、円が消去法的に買われやすい」という巷説を目にするが、それほど顕著な動きになっているとは言えない。そもそも年初来、先進国通貨において最も対ドルで健闘しているのはスイスフランであり、市場参加者がイメージしたほど敬遠されていない。4～6 月期以降の見どころは当然、FRB の利上げ停止とその後の動向。しかし、利上げ停止と利下げ開始は同義ではなく、米金利低下を当て込んだ円高見通しは依然危うい。また、米国が利下げしたからと言って巨額の貿易赤字が減るわけではない。22 年 3 月までの 12 か月間と 23 年 3 月までの 12 か月で貿易赤字を比較すると▲4.5 兆円から▲21.4 兆円へ、約 4.75 倍に膨張。円高が進むにしても「需給の岩盤」は意識すべき。利下げ転換時の下値目途として 125 円を想定。

～23 年第 1 四半期の為替市場～

あと 2 日で 2023 年最初の四半期が終わろうとしている。今月は国際金融不安を背景に円高の動きが目立ち、これを取りざたする報道も散見された。元より「2023 年は円高」と見通す市場参加者が多い中、その勢いがさらに強まった月であったように思える。しかし、年初来の対ドル変化率を見た場合、円は+0.7%とほぼ横ばいであり、昨年が▲14.7%だったことを思えば「期待された円相場の反発は見られていない」というのが実情に近い。金融不安を背景として「ドル、ユーロ、スイスフランが買われにくい雰囲気の中、円が消去法的に買われやすい」という説明が巷説では流行っており、直感的にも筋が通っているように思われるが、第 1 四半期終了時点で昨年来の潮流が変わっているとは言えない。そうした解説はシリコンバレー銀行(SVB)



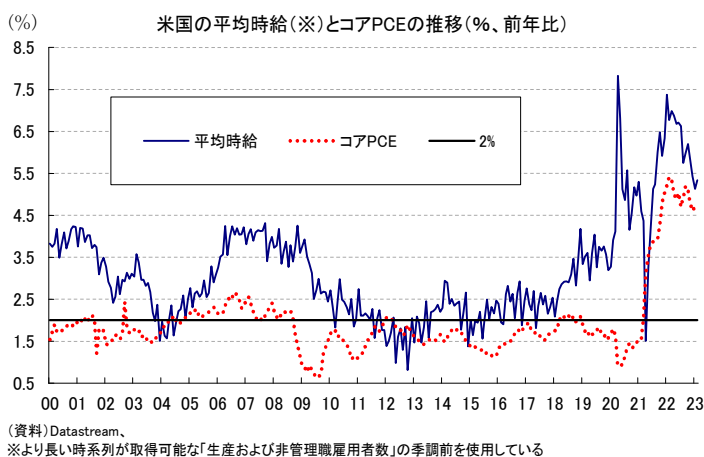
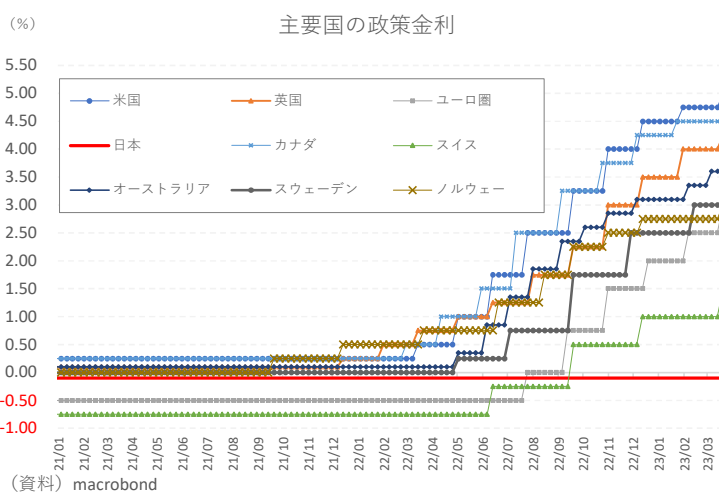
破綻に始まる一連の混乱が第二次リーマンショックにまで発展し、経常黒字国(ないし対外債権国)の通貨が買われやすくなる展開を念頭に置いているのだと思われる。しかし、本稿執筆時点で悲観的ムードは徐々に収束しており、「消去法で円買い」シナリオは中途半端な動きで終わりそうな雰囲気がある。

そもそも 3 月 28 日時点、先進国通貨で最も対ドルで健闘しているのはスイスフランであり、市場参加者がイメージしたほど敬遠されていない。また、前頁図(下)は 2022 年 1 月初頭を 100 とした時の円とスイスフランの名目実効為替相場(NEER)を比較しているが、どちらが為替市場全体で求められている通貨なのかは一目瞭然である。ロシアのウクライナ侵攻でも、今回の国際金融不安勃発でも、「安全資産としての円」はその存在感をアピールできているとは言えない。

～今後の見どころ～

4～6 月期以降の見どころは当然、FRB を筆頭とする主要中銀の利上げがいつ停止するかだ。現状、FRB と BOE は 5 月、ECB は 7 月という見通しが強い。FRB の利上げが続く限りにおいてドル高相場が持続できていたのだとすれば、利上げ停止を契機として主要通貨の力関係が一変する可能性はある。筆者の知る限り、「2023 年は円高」という主張の殆どが FRB の利上げ停止とその後にやってくる利下げ転換を前提としている。だが、2 つの点から筆者はそうした円高見通しに賛同しない。

第一に利上げ停止と利下げ開始は同義ではなく、米国の政策金利が最も高い部類である状況は当面変わらない可能性が高い。右図(下)にも示すように、確かに米国の賃金動向はピークアウトしており、これに伴ってインフレ基調も折り返している。しかし、そうは言っても水準は 2% からかなり距離があるのも事実だ。また、FRB の掲げる平均インフレ目標は一定期間内の平均が 2% に収束することを目指している。現状、平均どころか実績として 2% が程遠い状況にあるのだが、どのようにして利下げ議論を始めるつもりか。SVB 破綻やクレディスイス再編を契機に金融機関の資金調達コストが上がるため、世界の資本コストである FF 金利を引き下げなければならないという理屈は確かに説得的である。しかし、そうした展開が年内に現実化するほど米国のインフレ事情は温くないのも事実だろう。もちろん、ここまで朝令暮改を繰り返してきた



FRB だけに絶対に無いとは言えないが、現下の金融不安が大きな混乱なくこのまま収束するという前提に立つならば、「利上げ停止でこれまでの利上げ効果を様子見」の公算が大きい。金融政策の現状維持が前提となる中、内外金利差が大きく確保されることを理由に円が調達通貨として選ばれやすい雰囲気は徐々に強まっていくのではないかな。

～米利下げで貿易赤字が減るわけではない～

「FRB が早期利下げ転換するので円高」という見通しに賛同できない 2 つ目の理由は、やはり日本の需給環境だ。米国が利下げしたからと言って日本の貿易赤字や近年拡大基調にあるその他サービス赤字(いわゆるデジタル赤字)が減るわけではない。もちろん、利下げ転換に伴って米 10 年金利が一段と低下してくれば円高・ドル安はある程度進むだろうが、どこかで「円を売りたい人の方が多し」という「需給の岩盤」に直面するはずである。その岩盤がどこにあるのかを正確に特定するのは難しいものの、今次円安局面がスタートしたのが 2022 年 3 月であり、そこまで直近 1 年間(2021 年 3 月～2022 年 2 月)の貿易赤字は▲4.5 兆円だった。これに対し足許までの直近 1 年間(2022 年 3 月～2023 年 2 月)の貿易赤字は▲21.4 兆円と約 4.75 倍である。2022 年 3 月に円安が始まった時、ドル/円相場は 115 円付近にあった。客観的に考えて、現状の貿易赤字を抱えたまま 110～115 円のレンジに戻っていくのはかなり難しいと考えるのが普通の発想ではないか。筆者は年内利下げが織り込まれる過程で円高が 125 円程度が限界ではないかと予想している。

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。

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
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
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～
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「バスのおさらい」
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～とはいえ利上げ停止は不可能～)