

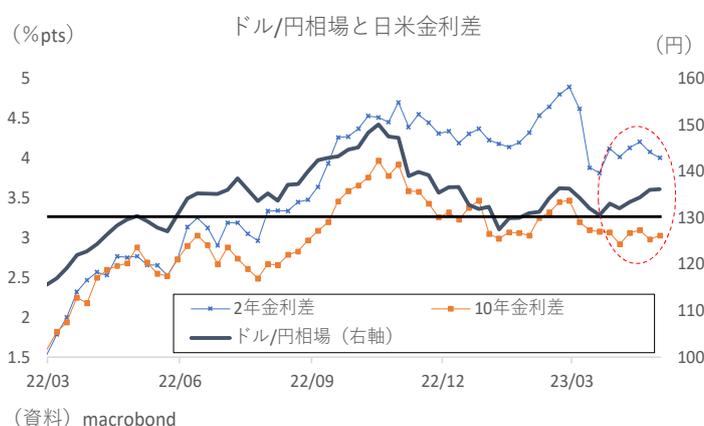
みずほマーケット・トピック(2023年5月2日)

円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～

ドル/円相場は年初来高値圏で推移。年末年始時点では金利動向を主軸とする円高予想が支配的だった。多くの市場参加者は「米金利が相対的に下がってくれば円高になる」という説を支持してきたし、今もその考えを抱く向きは多そう。しかし、少なくとも今のところはそうっていない。米金利低下だけで円高を期待する(円安を止める)のは難しいというのが筆者の基本認識だが、FRBが利下げに転換すれば、巨大な貿易赤字を抱えていてもやはり円高が始まるのだろうか。歴史的にも「巨大な貿易赤字の下での米金利低下」は円相場が直面したことの無い状況であり、経験則に頼り過ぎるのは危うい。過去1年、執拗に論じているように、日本の対外経済部門が構造的に変わった可能性は重視したい。なお、年初、一旦127円台まで円高になり、足許では137円台で推移するなど、ドル/円相場は相応に乱高下しているように見えるかもしれない。しかし、円の購買力である実質実効為替レート(REER)を見ると、年初来下がり続けている。現在、最強通貨はスイスフラン。金利・需給面でもはや円の仲間とは言えなくなっている。

～「巨大な貿易赤字の下での米金利低下」は未経験～

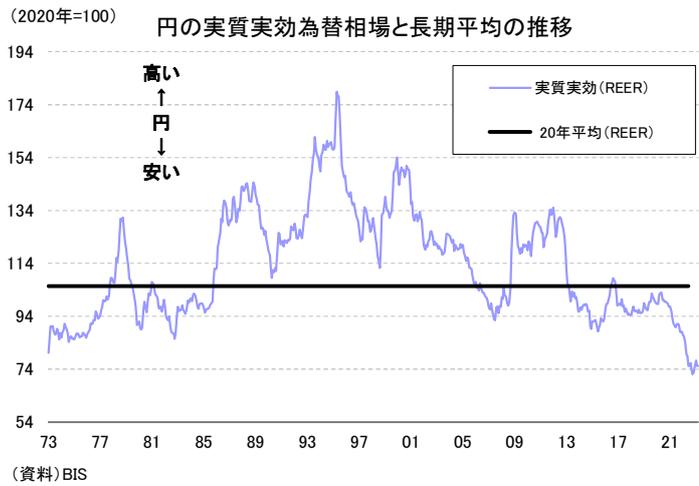
ドル/円相場は137.50円付近と年初来高値で推移している。年末年始時点では「年央にかけてFRBが利上げを停止する。これに伴って日米金利差も縮小し、ドル/円相場も反転する」という金利動向を主軸とする円高予想が支配的だった。確かに、3月以降の日米金利差は2年・10年ともに顕著な縮小傾向が認められるが、ドル/円相場は逆に上昇している。本欄では繰り返し論じているように、これは需給環境の激変に応じた動きなのだと思う。



貿易赤字が2022年通年で約▲20兆円を記録し、年初3か月間では約▲5兆円を記録している。その上で政策金利がマイナス圏であることに關し既定路線になっているのだから、円が買われる理由は殆ど無い。それでも多くの市場参加者は「米金利が相対的に下がってくれば円高になる」という説を支持してきたし、今もその考えを抱く向きは多そうだが、少なくとも今のところそうっていない。もはや米金利低下だけで円高を期待する(円安を止める)のは難しいというのが筆者の認識だが、FRBが利下げに転換すれば、これほどの貿易赤字を抱えていてもやはり円高が始まるのだろうか。歴史的にも「巨大な貿易赤字の下での米金利低下」は円相場が直面したことの無い状況であり、経験則に頼り過ぎるのは危ういように思う。

～2023年、REERは続落している～

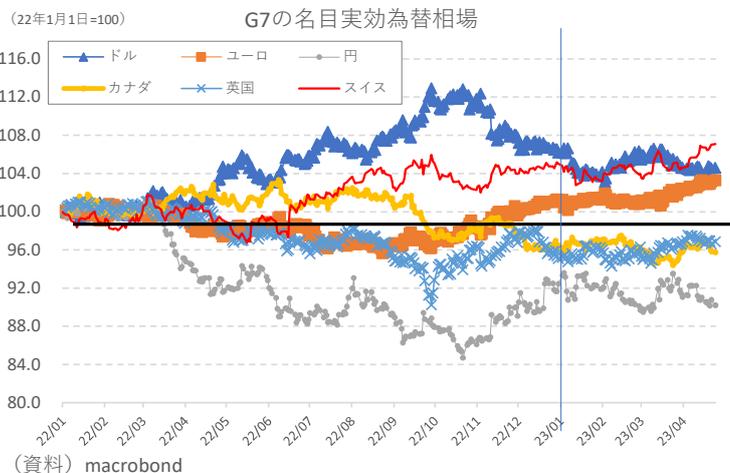
ちなみに実質の世界ではずっと円安が続いている。内外物価格差を加味した実質実効為替相場 (REER) ベースで円を見た場合、3月 は 75.15 と年初来安値である (1月 は 77.26、2月 は 75.28)。名目実効為替相場 (NEER) ベースでは1月 が 83.95、2月 が 82.84、3月 が 82.86 と2月 から 3月 で横ばっているように見えるが、REER では続落している。日本社会に暮らす市井の人々にとって為替と云えば、名目ベースのドル/円相場が真っ先に思い浮かぶところだが、国際社会に暮らす日本という国にとってそれは REER である。島国だからこそ海外から様々な資源を購入し、国内の経済活動に充てていかねばならない。その購入する資源はできれば安価で購入できることが望ましい。しかし、海外から購入する財には当然、相手国の賃金・物価水準が反映される。極端な話、名目の世界で「1ドル=100円」という固定相場が続いても、米国の物価が上がり、日本の物価が横ばいという状況が続けば 100円 で買える米国の財は少なくなる。理論的にはそうした物価格差を埋めるために円高・ドル安が進むはずであり、それを購買力平価と呼ぶが、その話は今回は控える。



いずれにせよ一国の購買力とは名目為替レートからでは測れず、物価格差を勘案した実質為替レートから測るのが正しい。重要なことは、年初、一旦 127円台まで円高になり、足許では 137円台で推移するなど、ドル/円相場は相応に乱高下しているように見えるかもしれないが、「円の購買力である REER は下がり続けている」という事実である。円の購買力は浮揚の兆しが無い。

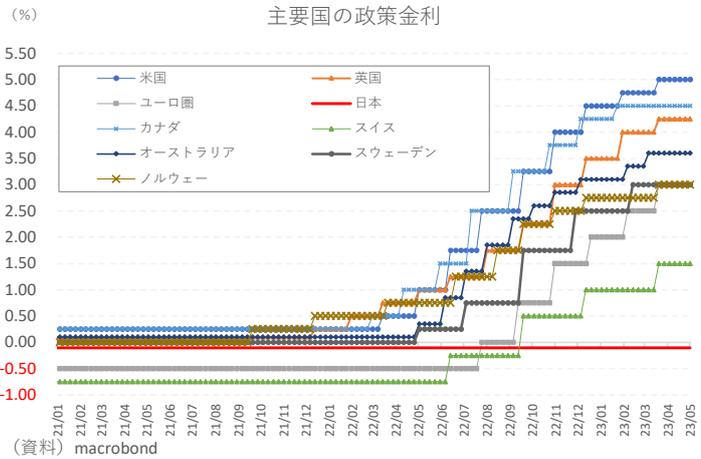
～現状、最強通貨はスイスフラン～

主要通貨全体の中での円の立ち位置はどうなっているのか。右図は折に触れて本欄で参考にしてしているG7の名目実効為替相場 (NEER) だ。昨年初から足許 (4月下旬) までの推移を見ているが、過去 1年 4か月で初めて、はっきりとスイスフランが最強通貨に浮上している。シリコンバレー銀行 (SVB) の破綻やクレディスイスの救済・合併から市場不安がピークに達していた時、「金融不安への警戒からドル、スイスフラン、ユーロは買えず、消去法的に円が買われる。安全資産としての円が復活する」という言説が一時的に流行った。結局、完全に読み違いだったと言え



るだろう。この点は本欄 3 月 30 日号『第 1 四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～』でも強調しているが、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全く言えない。

金融不安の震源地だったスイスフランが買われていることについて違和感を覚える向きもあるかもしれない。しかし、スイスは貿易黒字国であるし、また、スイスフランを追いかけるように上昇しているユーロも同様に貿易黒字国である(しかもその水準は世界最大級だ)。もっと言えば、スイスフランもユーロも連続的に利上げをしている通貨だ。スイスは昨年 9 月まで日本と共にマイナス金利採用国であったが、政策金利は既に 1.50% に到達している。円から見ればスイスフランはもはや



需給で見ても、金利で見ても仲間ではない。 今後、FRB や ECB が利上げの手を止め、現状維持を基本路線とした時、金融市場全体のボラティリティは低下するだろう。その時に何が起きるか。流動性が高く、金利の低位安定が約束されている通貨を原資(調達通貨)として高金利通貨を買い、そのポジションを維持することで金利差を得るキャリー取引が奏功しやすくなるのではないかと。調達通貨として最も選ばれやすいのは言うまでもなく円だろう。これが昨年来、筆者が強調してきたシナリオである。今のところ、その想定に沿って、実勢相場は動いているように思える。

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5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリエーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
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～
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/円相場見直しへの影響
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見直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/円見直しに影響なし～
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、何を考えているのか?～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