

みずほマーケット・トピック(2023年6月26日)

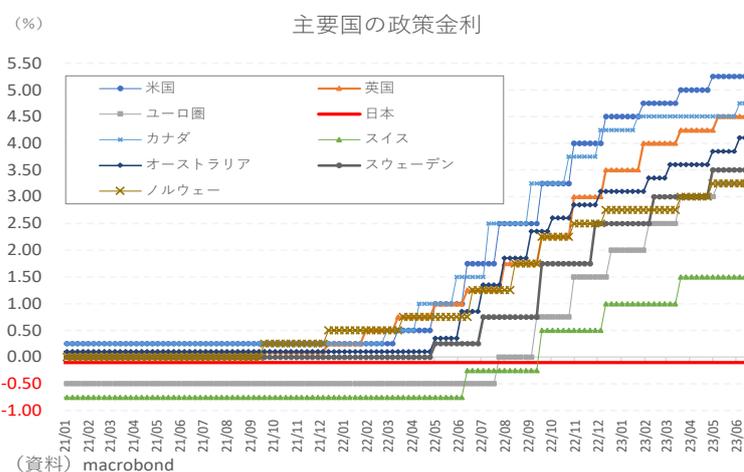
「2005－07年の円安バブル」と現在の違い

本欄の想定を超えるペースで円安・ドル高が進んでいる。ここもとの円安相場のドライバーは需給というよりも金利・物価動向の影響が大きそう。日本の視点に立てば、せっかく需給面で貿易赤字が縮小過程に入り円安圧力が落ち着いたところで海外のインフレ懸念が再燃し、内外金利格差から円安圧力が復活してしまった構図になる。昨年来、指摘している事実だが、やはり円安バブルと呼ばれた2005～2007年の雰囲気似てきている。しかし、当時と現在で違う点が2つある。1つは利上げペース、1つは需給環境だ。まず前者に関しFRBを例に取った場合、05年1月から07年7月までの30か月間で+300bpの利上げが行われた一方、今回は22年3月から23年6月までの15か月間で+500bpの利上げが行われている。当時以上に「十分な金利差」が期待できる環境がある。それ以上に決定的な違いは需給環境。貿易収支を例に取れば、当時と現在ではもはや「別の通貨」だ。当時は「投機は円安、実需は円高」であったためFRBのハト派転換が円高に直結したが、現在は「投機は円安、実需も円安」。自律反発と不測の事態（金融不安や為替介入など）に期待するくらいしか、円高への転換は起こりようが無いだろう。

～150円台復帰も否めず～

本欄の想定を超えるペースで円安・ドル高が進んでいる。ここもとの円安相場のドライバーは需給というよりも金利・物価動向の影響が大きそうである。既報の通り、先週22日にはイングランド銀行(BOE)およびノルウェー国立銀行が共に+25bpという市場予想を超える+50bpの利上げに踏み切ったことがサプライズを呼んだ。日本の視点に立てば、せっかく需給面で貿易赤字が縮小過程に入り円安圧力が落ち着いたところで海外のインフレ懸念が再燃し、内外金利格差から円安圧力が復活してしまった構図になる。

元より本欄ではキャリー取引を行う環境が整いそうであることから「本当に金利差が因果関係をもって円安に寄与するのは2023年」という趣旨を強調してきた経緯がある。足許では実際にそうなっているように見える。年始時点では「2023年後半は利上げの無い世界」という予想が支配的であり、FRBに至っては利下げ転換が当然視されるような雰囲気があった。巷の円高予想はこの利下げ転換を前提としたものが殆どであったため、今のところ完全に外れてしまっているのが実情である。

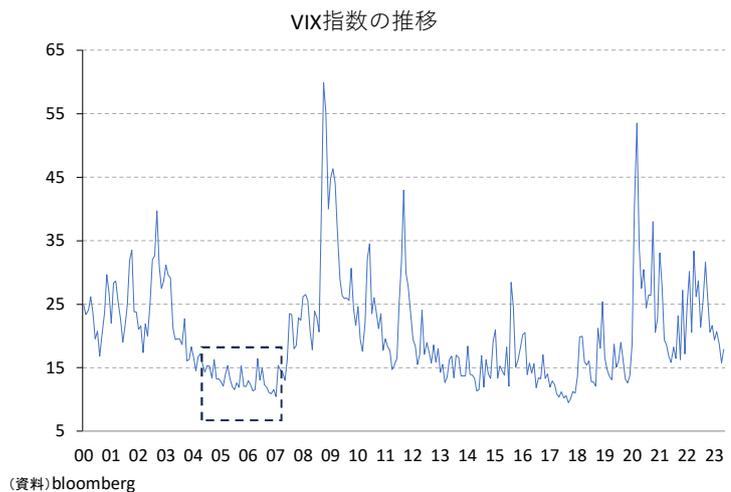
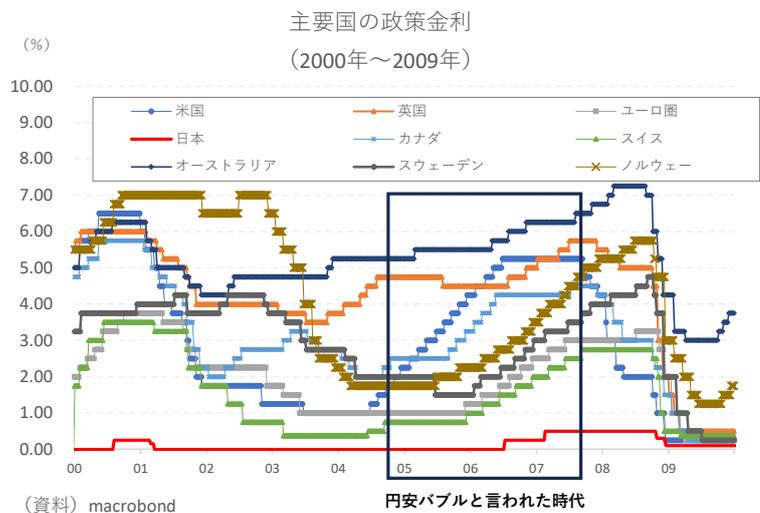


本稿執筆時点では7月のFRBおよびECBの利上げが既定路線のように見られており、「2023年後半は利上げの無い世界」という前提に亀裂が入っている。筆者も7月に至ってFRBの利上げが検討されるとは想定していなかったが、巷説とは違ってFRBの利下げ転換は全く当て込んでいなかった。また、そもそも需給環境の変化を踏まえれば大きな円高はあり得ないという立場を貫いてきた。あくまでも金利ではなく需給の説明力を重視したことが、今のところ、予想が報われている背景と考えている。もっとも、FRB利上げが9月まで持続するという話になれば筆者にとっても想定外の円安リスクであり、150円台復帰というアップサイドシナリオが浮上する。だが、FRBの7月利上げを当然視するようなムードにも危うさはあり、強烈に進んだ円安は目先揺り戻しはあると考えたい。

～円安バブル時代と似た景色～

昨年来、指摘している事実だが、やはり「円安バブル」と呼ばれた2005～2007年の雰囲気¹に似てきているように思える。当時の状況を図に示すと右図のようなイメージになる。当時も現在同様、日本以外の欧米主要国が連続的な利上げを行い、「世界で唯一のゼロ金利通貨」として円の特異性が際立っていた。円キャリー取引というフレーズは当時から頻繁に使われ始めたものである。キャリー取引は「金利の低い通貨を売って、高い通貨を買い、持ち続ける」という文字通り金利差(キャリー)の積み上げを企図した取引である。

キャリー取引において金利の低い方の通貨を調達通貨と呼ぶが、調達通貨に選ばれるためには2つの条件がある。1つは金利先安観が安定していること(言い換えれば十分な金利差が当面見込まれること)。もう1つが流動性がある通貨であること、である。さらに言えば、経常収支や貿易収支などの需給についても赤字構造であれば安心して調達通貨に選ぶことができる。当時の円は後述するように需給面では潤沢な黒字を抱えていたが、大幅な内外金利差があり、その安定が見込まれる主要通貨という立ち位置にあった。あとは金融市場のボラティリティが落ち着けば調達通貨を売って、高金利通貨を買えばキャリー取引は奏功する。2000年以降を振り返っても、2005～07年当時ほどボラティリティが長期にわたって落ち着いていた局面は



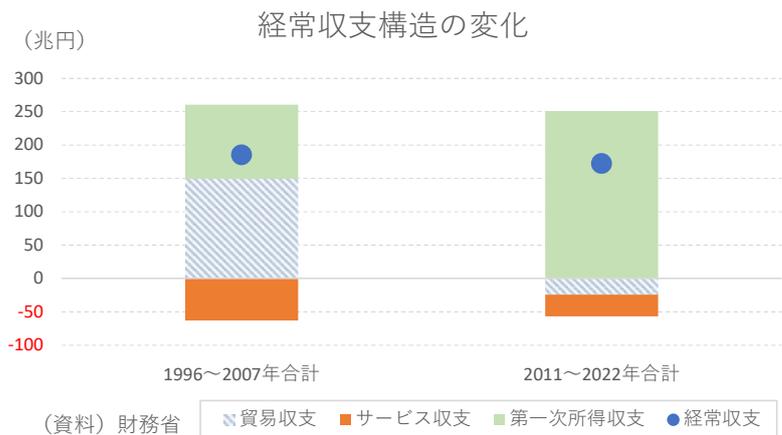
なく(前項図中点線四角部分)、この点でもキャリー取引はやりやすかったと推測される。「十分な金利差」と「低いボラティリティ」が安定感を伴えば、キャリー取引を持続するインセンティブになる。

当時の日本では円安を背景に日本から海外へ薄型テレビを中心とする民生家電の輸出が盛んになり、大幅な貿易黒字が記録された。円安と輸出数量増加、結果としての貿易黒字拡大が可視化されていたからこそ「円安バブル」という言葉が使われたのであり、「悪い円安」と称される現在との大きな違いがあった。なお、余談になるが、『最近、「悪い円安」とはもう言わなくなったのは節操が無いのではないか』という論調をよく目にする。言わなくなったのはメディアの都合であって、实体经济に目をやれば実質賃金は大幅下落が続いている。家計部門にとって円安が負担になっているのは厳然たる事実であり、利潤を積み上げている企業部門から家計部門へのスピルオーバーが持続するかどうか焦点だろう。この点、確かに名目賃金の上昇は今年に関しては見られているが、その持続性を判断する時期にはない。今後、1ドル145円という節目を超えてくれば必ずまた「悪い円安」論は顔を出す。現在、「悪い円安」論が鳴りを潜めているのは、単に株価が上がっているうちは円安を責める議論が出にくいというだけであり、折しも資源高が落ち着いていることから円安の弊害が可視化されにくくなったという側面も相当大きいはずである。

～円安バブル当時と比べるとはや「別の通貨」～

しかし、当時と現在で違う点が2つある。1つは利上げペース、1つは需給環境だ。まず前者に関しFRBを例に取った場合、2005年1月から2007年7月までの30か月間で+300bpの利上げが行われた一方、今回は2022年3月から2023年6月までの15か月間で+500bpの利上げが行われている。史上稀に見る急ピッチな利上げはインフレ急伸に対応した政策対応であり、この戦いはまだ終わっていない。世界が異例のタカ派姿勢を貫く中でも日銀は緩和路線の堅持をアピールしており、「十分な金利差」とその安定感という意味では2005～07年当時を凌ぐ。前頁図に示すように、ボラティリティが当時よりも高いことをどう評価するのだが、当時以上に「十分な金利差」が期待できるならば多少の変動にも耐え得るとするのが合理的な考え方ではないか。

だが、2005～07年の円安バブルと現在の決定的な違いは需給環境である。上で調達通貨に選ばれるためには「金利先安観(十分な金利差)が安定していること」と「流動性がある通貨であること」の2つの条件があると述べたが、現在はここに「調達通貨の需給が崩れている(売り超過である)」というダメ押しの条件まで加わっている。数字で比較してみよう。貿易収支(国際収支ベース)で言えば、



2005年が約+11.8兆円、2006年が約+11.1兆円、2007年が約+14.2兆円と常に10兆円の大台にあった。これはこの時代に限ったものではなく、現行統計(BPM6ベースの国際収支統計)で遡及可能な1996年からサブプライムショックが起きる2007年までの12年間、10兆円を下回ったことは2

回(1996年と2001年)だけで、同期間の累積貿易収支は約+149兆円の黒字に達している(図)。この結果、2007年の経常収支は約+24.9兆円と史上最大を記録した。片や、2011年から2022年までの12年間で累積貿易黒字は▲24.2兆円の赤字だった。もはや需給面では「別の通貨」と言って差し支えない。

2005～07年当時は圧倒的な円買い実需を背景にしながらも「日本だけゼロ金利だが、主要国は軒並み利上げ」という分かりやすい構図が定着し、低位安定するボラティリティも相まってキャリー取引が盛んになった。しかし、キャリー取引は投機色が濃い取引である。サブプライムショックそしてリーマンショックを経て金融市場のリスク許容度が棄損し、積み上がったキャリー取引が一気に巻き戻しを強いられた。残るは「実需の円買い」であり、その後、数年にわたる超円高時代が始まったのは周知の通りだ。つまり、当時は「投機は円安、実需は円高」であった。

～「投機は円安、実需は円高」から「投機は円安、実需も円安」へ～

これに対し、今は「投機は円安、実需も円安」である。2007～2008年は米国の金融政策がハト派に振れれば実需の円買いが顔を出す環境にあったが、今はそれがない。よってFRBが利上げペースを落したり、政策金利を高いまま据え置いたりする決断程度では円高に振れないのは当然と言える。現状、円安が円高に反転するとしたら「売られ過ぎたから」くらいしか理由が見当たらない。もしくは今年3月のように金融不安などの勃発からFRBの利下げ期待がにわかに高まる展開や本邦政府・日銀による為替介入くらいだろうか。つまり自律反発と不測の事態に期待するくらいしか、円高への転換は起こりようが無いのが現状と言える。

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/egon.html> (Archives) 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6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をすつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
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～
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ゼーション(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～