

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 12 日)

円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～

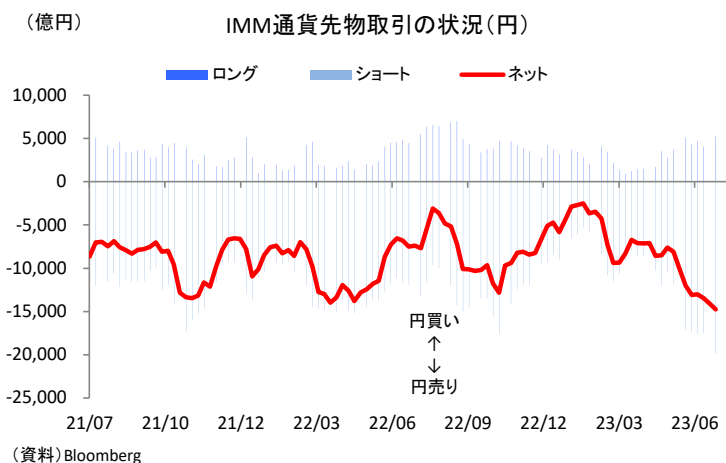
ドル/円相場の下落が続いている。基本的には「売られ過ぎたから買われている」というのが筆者の認識。問題は「売られ過ぎたから買われている」という時間帯を通過した後もドル/円相場の下落が続くのかどうか。足許の円高はそうした自律反発の円買いが主導しているとはいえ、日米金利差縮小に反応した動きも相応に含まれていそうである。それは具体的には7月の日銀金融政策決定会合における緩和修正と、7月のFOMCにおける利上げ見送りに賭ける動きだが、本当に勝算があるのだろうか。結局、日米の中銀会合を経た7月末時点では日銀の現状維持とFRBのタカ派継続が再確認されて元の本阿弥という展開になる可能性もある。ちなみに貿易収支(1～5月分)は22年よりも23年の方が赤字は大きいという事実も覚えておきたい。内外金利格差が埋まらない一方で需給環境の改善も見られていないのにどうやって顕著な円高が持続性を持つのか。円高予想を固めるにあたっては「誰が円を買うのか」という素朴な疑問に回答を用意する必要がある。投機の巻き戻しが去った後の展開も視野に入りたい。

～円高の理由は「売られ過ぎたから」に尽きる～

ドル/円相場の下落が続いている。

本日東京時間午前には断続的に140円を割り込む動きも見られ、1か月ぶりの安値を更新している。一連の円高の原因としては米6月雇用統計が予想比弱い結果に終わったこと、内田日銀副総裁が緩和修正を示唆した(と思われている)こと、今晚の米6月消費者物価指数(CPI)の軟化が予想されることなどが挙げられることが多い。しかし、先週末の本欄で言及してきた通り、

基本的には「売られ過ぎたから買われている」という側面は否めない。7月4日時点の対ドルでの円売り持ち高は2022年5月10日週以来の水準まで積み上げられていた。当時は+25bpの利上げが+50bp、+75bpと加速する中で原油価格も急騰する地合いにあった。現在はFF金利も原油価格も当時とは真逆の環境にあることを思えば、投機筋の円売りの積み上がるペースは過剰に感じられるものであった(図)。当面はこれが清算されるに伴って円高に振れるのが健全な展開だろう。



～円買いに勝算はあるのか～

問題はこうした「売られ過ぎたから買われている」という時間帯を通過した後もドル/円相場の下落

が続くのかどうかという点だ。足許の円高は自律反発の円買いが主導しているとはいえ、日米金利差縮小に反応した動きも相応に含まれていそうではある。それは具体的には 7 月の日銀金融政策決定会合における緩和修正と、7 月の FOMC における利上げ見送りに賭ける動きだが、本当に勝算があるのか。例えば材料視された内田副総裁の発言は 7 月 7 日に報じられた日経新聞とのインタビューにおける「金融仲介や市場機能に配慮しつつ、いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい」といった部分だった。これは就任以来、植田日銀総裁が繰り返してきた発言でもあり、特別視する必要はないように思えるが、現状では 7 月 27～28 日の日銀金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール(YCC)が修正されることへの地均しと受け止める向きは多いようだ。筆者は現状維持の可能性が高いと考えている。

また、7 月 25～26 日の FOMC がハト派に傾斜する可能性も決して高くない。確かに、ヘッドラインとなる非農業部門雇用者数変化は市場予想から下振れたものの、平均時給は 3 か月連続で前年比+4.4%と減速していない。もちろん、「加速していない」という評価も可能だが、「加速していない」という理由でハト派への方向転換を図るのは難しい。そもそも大統領選挙が控える中、政治的にインフレ対策のアピールが求められる状況は続いており、FRB がハト派傾斜を宣言するメリットはない。7 月 FOMC はどう転んでもインフレ警戒をアピールする会合にしかならないのではないのか。

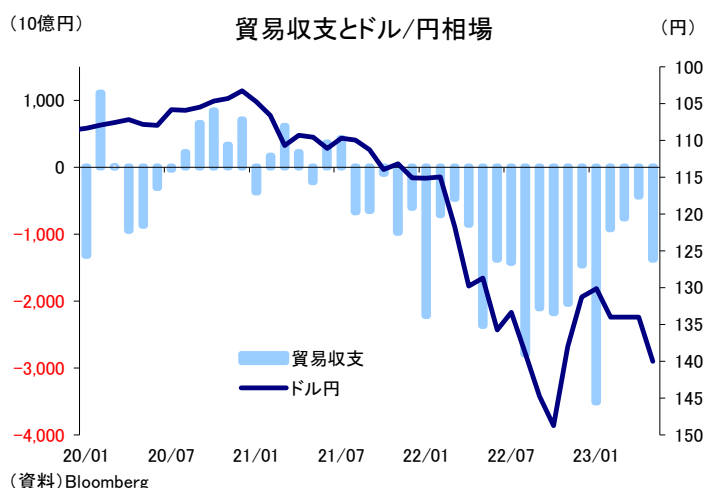
結局、日米の中銀会合を経た 7 月末時点では日銀の現状維持と FRB のタカ派継続が再確認されて元の本阿弥という展開になる可能性を念頭に置きたい。これらの状況を踏まえると、仮に 7～9 月期が調整局面に突入するとしても、135～140 円程度の世界から抜けるのは難しいというのが筆者の相場観である。それは従前と大して変わらない状況が続くということでもある。

～現状、実は需給環境は昨年より悪い～

為替市場が日米金融政策動向に執心する中、日本の貿易赤字は着実に積み上がっている。1～5 月分の貿易収支は合計で約▲7 兆円の赤字である。昨年 1～5 月合計は約▲6.6 兆円であるから、現時点での需給環境の崩れ方は昨年よりも大きいということになる。もちろん、資源価格上昇と円安がスパイラル的に輸入金額を押し上げたのは昨年下半年(7～12 月)であるため、今後は前年比の改善が顕著になるはずだが、通年赤字の仕上がりが▲10 兆円を超えてくる可能性は高いだろう。

日本の歴史上、▲10 兆円を超える貿易赤字はそれほど例があるわけではなく(2013 年、2014 年、2022 年のみ)、未だ需給環境から見た円相場は脆弱な状況が続いていると考えるのが客観的な評価になる。確かに、日米金利差とドル/円相場の関係は安定しているものの、貿易収支とドル/円相場のそれも相応に安定しているのが過去 3 年の実情でもある(図)。

いずれにせよ、内外金利格差が埋まらない一方で需給環境の改善も見られていないのにどうや



って顕著な円高が持続性を持つのか。円高予想を固めるにあたっては「誰が円を買うのか」という素朴な疑問に回答を用意する必要がある。まずは IMM 通貨先物取引の状況をにらみつつ、ドル/円相場の着地点(円高水準)を見定める時間帯が続くものの、それが潮流になるのは難しいというのが引き続き筆者の基本認識となる。

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7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
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るつもりか
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～遅く遠くの年内利下げ～
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	「世界中が欲しがらる財・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～円安見通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ライゼーション(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～