

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 13 日)

実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～

ドル/円相場は 145 円を付けた 6 月 30 日から約 2 週間で 7 円程度も円高に。投機筋の円ショートは大分掃けてきている可能性もある。円相場の強弱は対ドルでの乱高下で判断するのではなく、実効ベースで判断したい。例えば名目実効為替相場(NEER)ベースで見た場合、22 年 3 月初頭と現在(23 年 7 月 10 日時点)を比較すると円は▲13.5%下落したまま。それ以外の主要通貨で見ると、スイスフランが+7.9%、ドルは+5.1%、ユーロは+4.9%、韓国ウォンが+0.7%、英ポンドは+0.6%、カナダドルは▲2.0%、人民元が▲7.7%となっており、円の下落はやはり目立つ。未だに「円安はドル高の裏返しである」、「構造的な円安ではない」といった強弁はもはや単なる現実逃避である。仮に円安がドル高の裏返しであったら NEER ベースで見た円が独歩安になるはずがない。今、考えるべきは「なぜ円だけこれほど下がっているのか」と虚心坦懐に考えること。NEER ベースで最強通貨であり続けるスイスから日本が学べることは多いように思える。

～2 週間で 7 円の円高、投機筋のポジションは掃けたか～

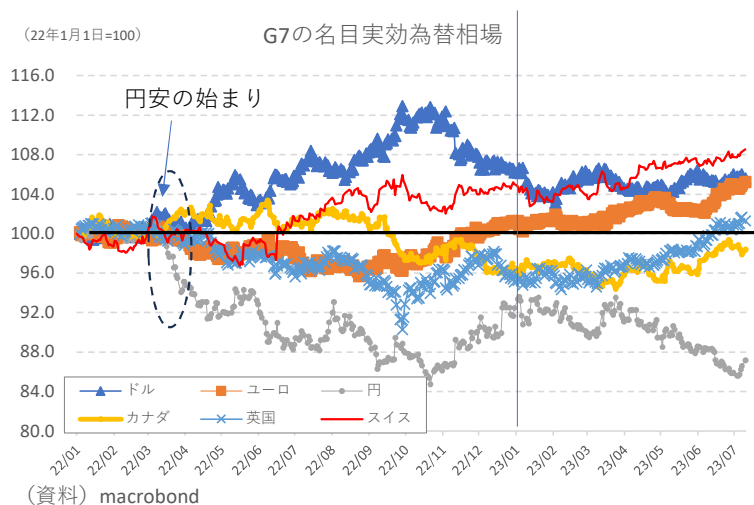
注目された米 6 月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+3.0%と 5 月の同+4.0%から▲1.0%ポイントも鈍化し、市場予想の中心(同+3.1%)も下回った。2021 年 3 月以来の小さな伸びであり、昨年のピーク(同 9.1%)から 3 分の 1 程度まで伸び幅が縮小したことになる。コアベースでも同+4.8%と市場予想の中心(同+5.0%)を割り込んでおり、顕著な減速が確認されたと言って差し支えない。もっとも、目標である+2.0%からはまだ距離がある中、7 月に+25bp 利上げは既定路線として変わっていない。その代わりに 9 月利上げの線が無くなったという解釈が支配的になりつつある。米金利は幅広いゾーンにわたって低下しており、ドル/円相場は続落の末、139 円を割り込んでいる。

これで 145 円を付けた 6 月 30 日から約 2 週間で 7 円程度も円高になっており、投機筋の円ショートは大分掃けてきている可能性もある。7 月末の日銀金融政策決定会合が本当にイールドカーブ・コントロール(YCC)の修正に踏み切るのだとすれば 135 円程度までの調整はみておく必要がありそうだが、既に形骸化している YCC を円高地合いで撤廃するのは円安抑止カードの浪費に思える。どの道、YCC を撤廃させるのだとしたら、意味のあるタイミングを選ぶのではないか。

～実効ベースで評価したい円の現在地～

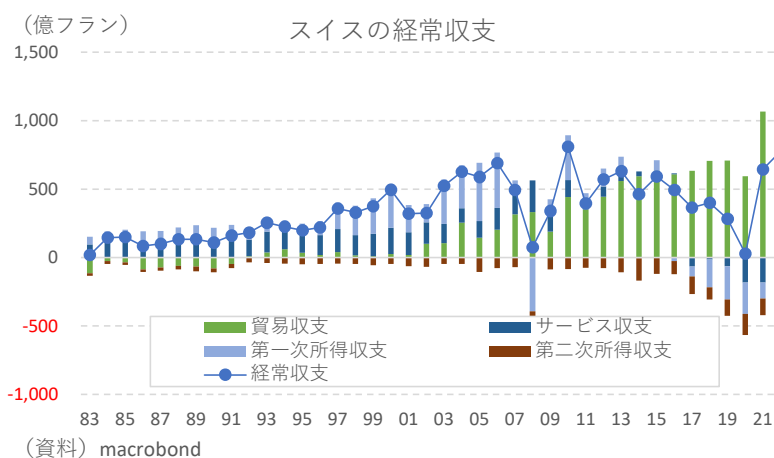
なお、本欄では定期的にチェックしているが、円相場の強弱は対ドルでの乱高下で判断するのではなく、実効ベースで判断したい。次頁図に示すように、例えば名目実効為替相場(NEER)ベースで見ると、今次円安局面は 2022 年 3 月に始まったものだ。3 月から 4 月の 1 か月間で円の NEER は▲5.6%下落し、対ドルでは 114 円から 124 円まで急落した。ちなみに同じ期間のドルは NEER ベースで▲0.1%下落していた。つまり、円安の発火点となった 2022 年 3 月に関して言えば、巷説で指摘されやすい「円安はドル高の裏返し」という主張は完全な誤りである。円安であり、ドル安で

あったのが 2022 年 3 月であり、だからこそ日本固有の円売り材料を検討すべきだというのが筆者の一貫した立場だ。こうした経緯を踏まえれば、2022 年 3 月当時の水準を回復できるかどうかが今次円安局面の本格的な終息を意味そうだが、それは大分遠い話である。2022 年 3 月初頭と現在 (2023 年 7 月 10 日時点) の NEER を比較すると円は▲13.5% 下落したままである。それ以外の主要通貨で見ると、スイスフランが+7.9%、ドルは+5.1%、ユーロは+4.9%、韓国ウォンが+0.7%、英ポンドは+0.6%、カナダドルは▲2.0%、人民元が▲7.7%となっており、円の下落はやはり特別目立つ。この下落幅が FRB の利上げ停止と利下げ転換で完全に巻き戻るのだろうか。現に利上げ幅が縮小する中でも全く戻る気配が無いのは気がかりだろう。

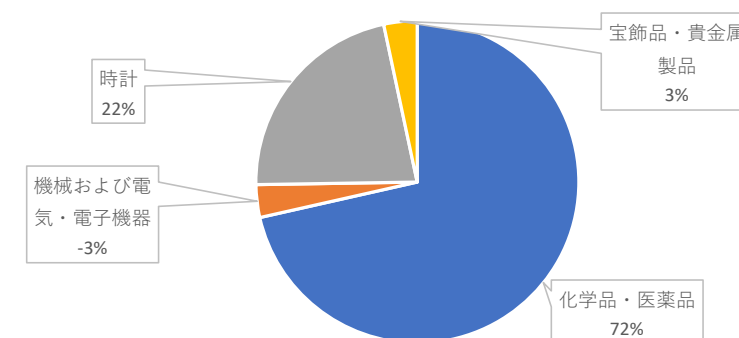


～安全通貨に戻るためのヒントはスイスに？～

こうした状況を踏まえてもなお、「これは日本売りとは言えない」、「円安はドル高の裏返しである」、「構造的な円安ではない」といった強弁があるのは単なる現実逃避と言わざるを得ない。仮に円安がドル高の裏返しであつたら NEER ベースで見た円が独歩安になるはずがない。「実効ベースで通貨が急落している」ということは「主要貿易相手国に対してすべからく大きく売られている」という状況であり、FRB の挙動 (ひいては日米金利差) だけで起きていることを把握するのは無理筋である。為替市場参加者や為政者が考えるべきは「なぜ円だけこれほど下がっているのか」と虚心坦懐に考えることであり、筆者は需給構造の変化がその答えだと繰り返し論じてきた。上で見た通り、かつて円と共に安全資産の代表格として危機時に買われてきたスイスフランは今



スイスの貿易黒字品目 (2022年)



もその地位を保っており、NEER ベースで見た最強通貨である。ひとえに巨大な貿易黒字に支えられた経常黒字があるためであり、その上で継続的な利上げも行われていることから需給・金利面でスイスフランは買われる理由がある。この点、「会計上の黒字」でしかない日本の経常黒字とは決定的に異なる点であり、両者の明暗を分けている。今回の本欄では割愛するが、スイスは化学品・医薬品や時計、宝飾品・貴金属といった高付加価値財の輸出に徹底しており、これが貿易黒字確保の主因となっている。日本が成熟国として貿易黒字を復活させ、確保し、維持できる道があるとしたらスイスから学べることは少なくないのではないか。この辺りは別途機会を設けて議論したい。

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

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7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
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～日本株下落とボジションの偏り～)
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、動くのはどちらが先か
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～
2023年6月14日	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13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12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9日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月8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～遥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
2023年4月14日	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12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11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10日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月7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6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～
2023年3月16日	週末版
2023年3月15日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月14日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
2023年3月13日	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月10日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月8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7日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月6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3日	日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望
2023年2月28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27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)
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月10日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月9日	週末版
2023年2月8日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2022年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～