

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 15 日)

年初来安値で確認する円の立ち現在地

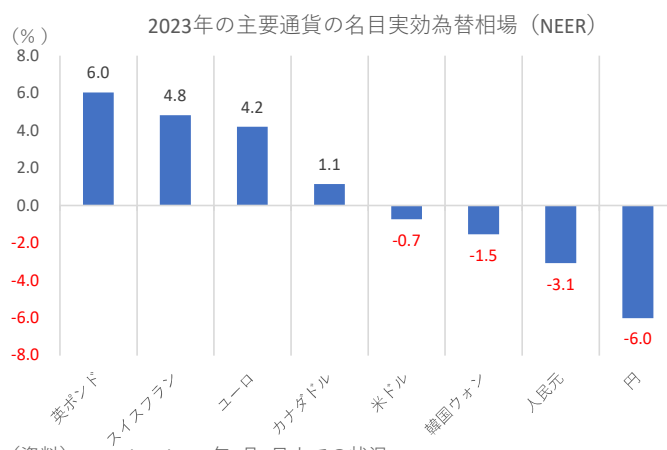
年初来の名目実効為替相場を見ると、8 月 7 日時点で円は▲6%と独歩安となっているが、ドルも▲0.7%と軟調。円安を「ドル高の裏返し」として解説する向きがあるものの、事実として起きていることは「円安かつドル安」。片や、英ポンドやスイスフラン、ユーロなどの欧州通貨が+4.0～+6.0%と堅調。23 年の為替市場全体でドル高の流れは既に断ち切れており、むしろ欧州通貨高がトレンドである。敢えて他通貨の傾向から今年の円安を説明したいならば円安は「欧州通貨高の裏返し」と表現すべき。もちろん、円安の裏側にあるのがドル高にしる、欧州通貨高にしる、共通して言えることは「海外は利上げしている」ということなので内外金利差が円安相場を支えているという解釈も重要ではある。ということは、裏を返せば、海外中銀の利下げ転換が円高をもたらす展開もある程度は不可避。しかし、これまで円相場の押し上げに使われてきた「安全資産としての需要」はもはやスイスフランの専売特許。円金利はほぼ上がらず、需給環境も大きく変わらないのだとすれば、かつて経験した強烈な円高が再現されることはかなり難しい印象

～「円安の夏」の背景～

ドル/円相場は 145 円台に復帰し、断続的に年初来高値を更新している。かつて日本の盆休みは「円高の夏」として警戒されたが、昨年、今年と真逆の展開に直面している。盆休みが「円高の夏」だったことの理由は判然としない。例えば多くの参加者が一斉に休暇を取るタイミングで為替市場の流動性が薄くなる中、残された実需勢のリープオーダーが機械的に約定して値が飛びやすいシーンが多発するといった解説はよく見られた。その説が正しいかはさておき、そのような事態は現状にも当てはまるはずだ。決定的に異なる点は、かつての実需勢は輸出企業を中心とする円買い、今の実需勢は輸入企業を中心とする円売りという事実である。日本が抱えている需給環境が本邦市場参加者が居なくなるタイミングで顕在化しやすくなるのが盆休みという時期なのかもしれない。

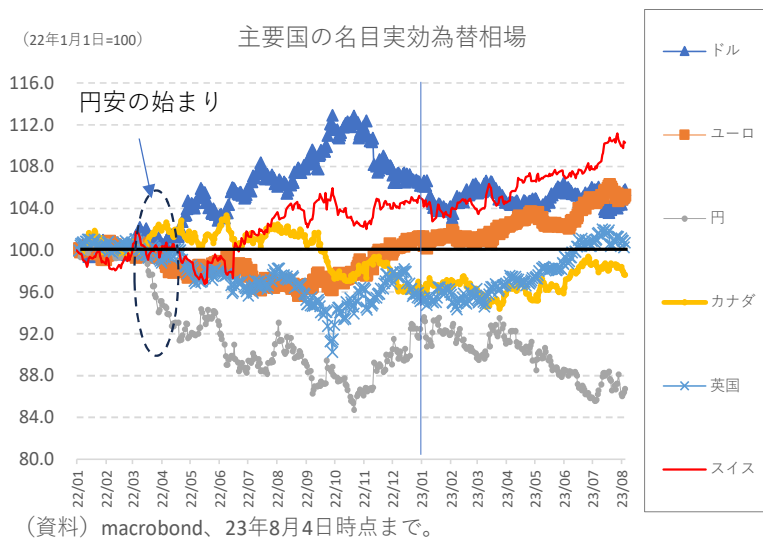
～円安は「欧州通貨高の裏返し」～

現状、円は引き続き独歩安の状況にある。かねて本欄では強調している点だが、今次円安を「ドル高の裏返し」と整理し、FRB の政策転換(pivot)を契機として円高に戻ると主張する姿勢は為替市場の見方として浅薄と言わざるを得ない。事実、そのような見方が報われてこなかったのが過去半年である。円安が「ドル高の裏返し」というのは単なるイメ



ージだ。最近の名目実効為替相場 (NEER) の動きを見ても良く分かる。前頁図は主要通貨について年初来の NEER を比較したものだ。8 月 7 日時点で円は▲6%と独歩安となっているが、ドルも▲0.7%と軟調である。事実として起きていることは「円安かつドル安」だ。片や、英ポンドやスイスフラン、ユーロなどの欧州通貨が+4.0～+6.0%と堅調であり、2023 年の為替市場全体ではドル高の流れは既に断ち切れており、むしろ欧州通貨高がトレンドになっていると言える。

なお、水準で見た場合、円の NEER は 1 ドル 152 円付近にあった 2022 年 10 月並みの水準まで下落している。しかし、右図に示すように、当時 (昨年 10 月) ほどドルの NEER が高いわけではない。具体的には 1 ドル 152 円まで接近した昨年 10 月 21 日時点でドルの NEER は 110.29 だったが、今年 8 月 7 日時点では 103.07 と▲6.5%ほど下落している。しかし、同じ期間で円の NEER は+2.6%しか上昇していない。ドル相場が円相場の動きを規定しているのかのような解説が未だに目立つが、事実はそうではない。敢えて他通貨の傾向から今年の円安を説明するならば円安は「欧州通貨高の裏返し」と表現するのが適切だろう。

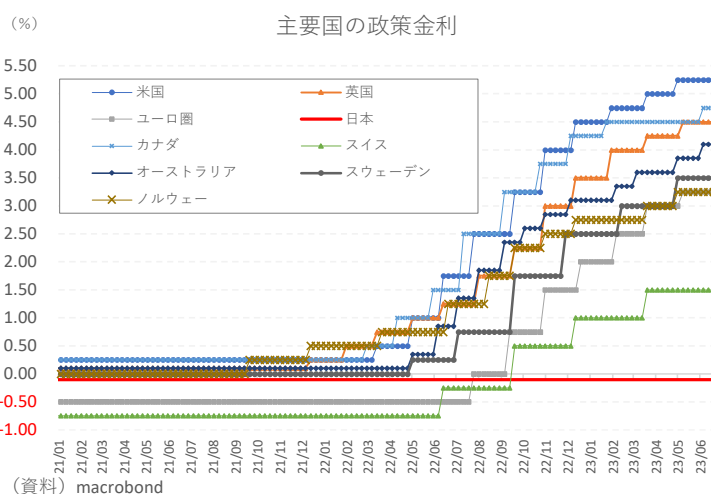


確かに昨年10月を境に「ドル高の裏返し」と言えるような局面が続いたようにも見える。しかし、そもそも円安が始まった 2022 年 3 月、ドルの NEER はやはり下落していた。とすれば、そもそも円安が始まった背景に日本固有の要因があり、それが経常収支や貿易収支など、需給環境の大きな変化ではないかと言うのが従前からの筆者の立場である。

確かに昨年は年を通じて「ドル高の裏返し」と言えるような局面が続いたようにも見える。しかし、そもそも円安が始まった 2022 年 3 月、ドルの NEER はやはり下落していた。とすれば、そもそも円安が始まった背景に日本固有の要因があり、それが経常収支や貿易収支など、需給環境の大きな変化ではないかと言うのが従前からの筆者の立場である。

～「安全資産としての需要」は期待できるのか～

もちろん、円安の裏側にあるのがドル高にしろ、欧州通貨高にしろ、共通して言えることは「海外は利上げしている」ということなので内外金利差が円安相場を支えているという解釈も確かにある(図)。特に今後は FRB や ECB を始め、多くの海外中銀が利上げ停止後、「タカ派的な現状維持」を決め込む時期に差し掛かる。円キャリー取引を背景として投機的な円売りが積み上がりやすいのは確かだろう。ということは、裏を返せば、海外中銀の利下げ転換が円高をもたらす展開もある程度は不可避と思われる。しかし、これまで円相場の押し上げに使わ



れてきた「安全資産としての需要」はもはやスイスフランの専売特許のようになっている。最近で言えば、ロシアのウクライナ侵攻時に円は結局売られてしまった。米株が売られている時に円高になるというケースもさほど確定的なものではない。米景気が失速し、利下げ転換が本格化し、世界経済全体に暗雲が垂れ込める状況で果たして円がどれほど求められるのだろうか。「安全資産としての需要」はアウトライートの自国通貨買いを相応に含む経常収支(≡貿易サービス収支)があつてこそ成立するものであり、例えばスイスフランやユーロにはそれがある。片や、あくまで「会計上の黒字」しか持たなくなった日本において、かつて経験した強烈な円高が再現されることがあり得るのだろうか。大幅な利上げも難しく、需給環境の改善もさほど期待できないのだしたら、円高が起きると言ってもかなり限定的な相場現象にとどまるのではないかというのが筆者の基本認識である。

金融市場部
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8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
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」～
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～
	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～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
	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/円相場見通しへの影響