

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 30 日)

夏を終わっても変わらなかった円の独歩安

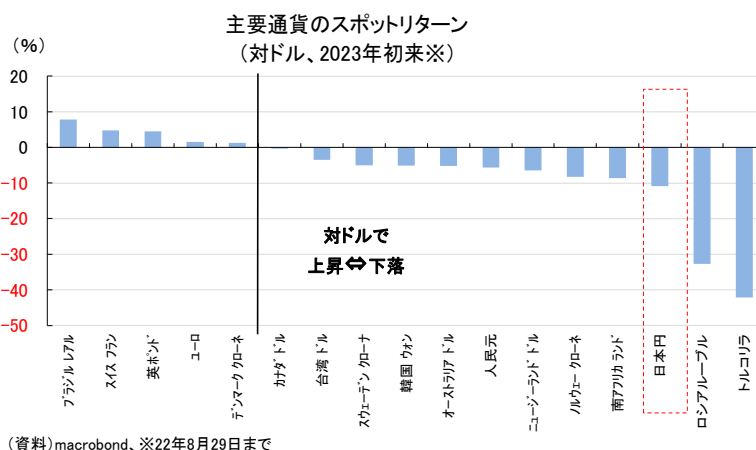
現状の為替相場を見渡すと、「米金利低下と共に円高になるというシナリオが後ずれしているだけ」という論調は多く、未だ「FRB 頼み」の風潮は強い。しかし、そのようなシナリオメークに引き続き筆者は同意できない。確かに米金利と円相場の関係性に着目することで、円安相場の潮目を見極めることは可能だ。だが、そうした米金利動向に依存した円相場見通しでは「なぜここまで大幅な円安が進んでいるのか」という根本的な問いに答えられない。8 月末時点で円より弱い通貨はロシアルーブル、トルコリラ、アルゼンチンペソのみ。他の G7 通貨はほぼ対ドルで横ばいか上昇しているの、日本という国の属性(先進国)を考えれば明らかに異質な立ち位置である。実効ベースで見ても 152 円をつけた昨年 10 月より下がっている。FRB の政策運営から先行きを読もうとするアプローチは「円安のピークアウト時期」を特定するには有用だが、「120～140 円のレンジが常態化してしまったドル/円相場」の背景を解き明かすには異なる視点が必要。

～結局、終わらなかった米利上げと円安～

早いもので夏が終わろうとしている。年初に支配的だったドル/円相場のシナリオは「早ければ 3 月、遅くとも 5 月に FRB の利上げは停止。夏を境に利下げ機運が高まり、これに伴って円高・ドル安が進む」といったものだった。現実はまだ利上げも円安も続いており、後者に至っては加速している。直ぐに反転してしまったものの、昨夜は年初来高値である 147 円を遂に突破した。「早ければ 3 月、遅くとも 5 月に FRB の利上げは停止」という見通しは『中期為替相場見通し』も同様であったが、筆者は「利上げ停止の直後に利下げが議論されるわけではない」といった主張を続け、米金利が円高のトリガーをひくという想定には否定的な立場を示してきた¹。現状の為替相場を見渡すと、「米金利低下と共に円高になるというシナリオが後ずれしているだけ」という論調は多く、未だ「FRB 頼み」の風潮は強い。しかし、そのようなシナリオメークには同意しかねる。

～円、ロシアルーブル、トルコリラ～

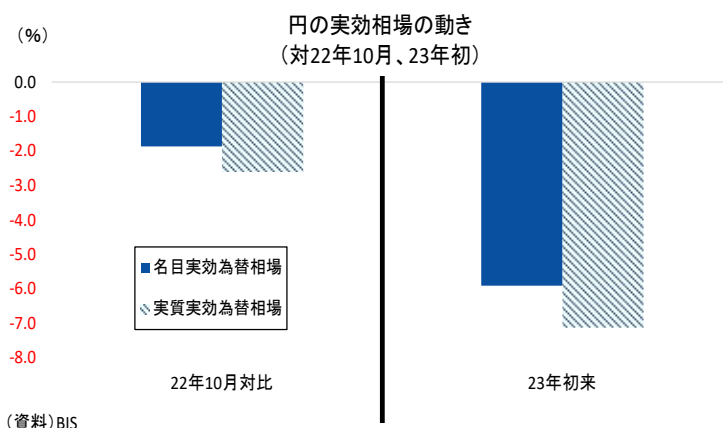
確かに米金利と円相場の関係性に着目することで、円安相場の潮目を見極めることは可能だ。だが同時に、そうした米金利動向に依存した円相場見通しでは、「なぜここまで大幅な円安が進んでいるのか」という根本的な問いに答えられない。右図は主要通貨の対ドル変化率を見たものだ。円(▲11%)よ



¹ 例えば年初の本欄 2023 年 1 月 5 日号『FOMC 議事要旨を受けて～23 年利下げへの支持はゼロ～』をご参照下さい。

りも下落幅が大きい通貨はロシアルーブル(▲33%)とトルコリラ(▲42%)、そして図表が崩れるので掲載を控えたアルゼンチンペソ(▲97%)しかない。ちなみに G7 に所属する国・地域の通貨(英ポンド、ユーロ、カナダドル)はほぼ対ドルで横ばいか上昇しているので、日本という国の属性(先進国)を考えれば明らかに異質な立ち位置であることが分かる。しかも、この構図は 2022 年から続いている。日本では円安の理由

として「米国の利上げが長引いている」という事実が持ち出されやすいが、そもそも今年はドル高ではないのでその説明は不十分である。むしろ、日本側の要因を主体として先行きを分析するのが普通の発想に思える。ちなみに円の実効相場の変化率を見ると、名目・実質の双方で年初来はもちろん、1ドル=152 円に迫った昨年 10 月と比較しても下落している(図)。米国を含めた主要貿易相手国通貨に対して継続的かつ広範囲に売りが続いているというのが円相場の実情である。



～米国要因だけでかつての円高は難しい～

日本側の要因を主体として先行きを分析した場合、行き着くところは日本だけマイナス金利であることや需給環境において外貨流出が大きくなっているという従前から言われている事実である。いずれの理由を重く見るかという議論はあるものの、FRB が利上げを停止して、いずれ利下げ転換する動きがあったとしても、それで日銀がマイナス金利解除に至る理由はないし、もちろん貿易収支やサービス収支の赤字が小さくなったりする理由もない。ゆえに円相場の現状や展望を検討する際、FRB の挙動は目先の方向感を多少規定することはあっても、「かつてのような円高に戻る」と主張するには材料として不十分だというのが筆者の認識である。言い方を変えると「米国要因だけでかつての円高を取り戻すのは難しい」という話だ。

FRB の政策運営の方向感(タカなのかハトなのか)といった論点、いわゆる日米金利差の拡大・縮小に応じて先行きを读もうとするアプローチは「円安のピークアウト時期」を特定するには有用かもしれないが、「120～140 円のレンジが常態化してしまったドル/円相場」もしくは実質実効為替相場に象徴される「安い日本」の背景を解き明かすにはさほど役に立たない材料である。日米金利差はシナリオの方向感を、需給環境は円相場の地力を規定する論点と考え、今後を展望したい。

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28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分) 年初来安値で確認する円の立ち現在地
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	ICED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～
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 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～深刻な極まる人手不足～
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