

みずほマーケット・トピック(2023年10月10日)

円安シナリオを延命させる中東リスク

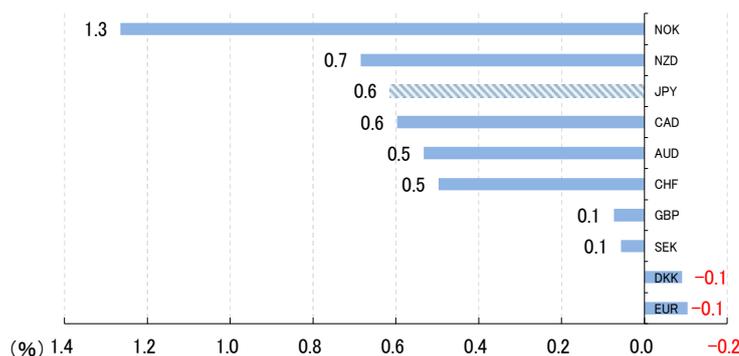
パレスチナ自治区ガザを実効支配するイスラム組織ハマスによるイスラエル攻撃という地政学リスクイベントが世界中の耳目を引いている。本欄では為替市場を中心に現状と展望を簡単に整理。直感的に想像された通り、週明けの国際商品市場では原油価格が急伸し、為替市場では産油国通貨であるノルウェークローネが買われている。かつてこうした地政学イベントは「リスクオフの円買い」を惹起したものだが、その迫力は乏しい。円のファンダメンタルズにとって中東リスクの高まりおよび長期化は円安材料以外、何物でもないとする。円高は一時的な反発として整理したいところ。なお、今回の一報を受けて円高が進んだのはあくまで「リスクオフの米国債買い→米金利低下→ドル売り」という経路を反映しただけという可能性もあり、そうだとすればあくまでドル主体の相場である。「リスクオフの円買い」はそもそも存在しなかったという可能性すらある。現状入手できる情報を踏まえる限り、今回の一件は金利・需給の両面から円安シナリオの延命に繋がると筆者は考えるが、続報次第でその考え方も可変的にならざるを得ない。

～迫力を失う「リスクオフの円買い」～

今年も残すところあと3か月を切ったところで、パレスチナ自治区ガザを実効支配するイスラム組織ハマスによるイスラエル攻撃という地政学リスクイベントが世界中の耳目を引いている。累次の利上げを経てもインフレ終息が見えてこない世界経済にとっては小さくない話と言わざるを得ない。

本日の本欄では為替市場を中心に現状と展望を簡単に整理する。直感的に想像された通り、週明けの国際商品市場では原油価格が急伸し、為替市場では産油国通貨であるノルウェークローネが買われている。具体的に数字を見ると、10月6日(金)と本日午前に関し、対ドル変化率を比較した場合、ノルウェークローネは約+1.3%上昇している(図)。なお、かつてこうした地政学イベントは為替市場における「リスクオフの円買い」を惹起したものだが、円は+0.6%程度と上昇しているものの、かつての迫力はない。図示されるように、円の上昇幅はカナダドル、豪ドル、スイスフランとほぼ同じである。この点、円と同様、安全通貨の代表格として買われてきたスイスフランも上昇幅が小さいではないかと思われるかもしれない。だが、スイスフランは年初来の対ドル上昇率が+2%を超えており、「G10通貨で最強」という状態が年初来から持続してきた上での小幅上昇である。対照的に、同じ期間の円は年初来で▲

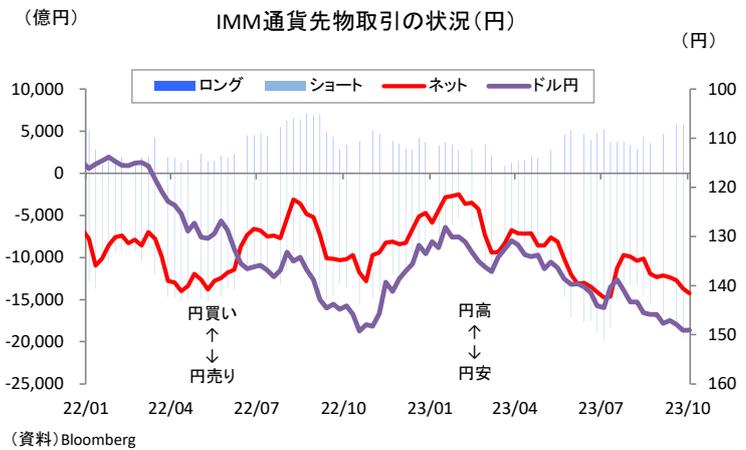
主要通貨の変化率(対ドル、※)



(資料) Bloomberg, 23年10月6日から23年10月10日までの期間。

12%と大幅下落している事情を踏まえれば、やはり反発力の弱さは否めない。後述するように、円ファンダメンタルズにとって中東リスクの高まりおよび長期化は円安材料以外、何物でもない。多少の円高は一時的な反発として整理すべきに感じる。

また、従前積み上がっていた投機的な円ショート規模を考慮すると(図)、やはり「リスクオフの円買い」は限定的だったという印象が抱かれる。中東リスク勃発前、10月3日時点のCFTC取引の状況を見れば、円の対ドルポジションは▲95.6億ドルと2022年3月に始まった今次円安局面のピーク水準に肉薄していた(最大は2022年4月12日週の▲111.5億ドル)。投機的な円売りがこれ



ほど積み上がった上で、大きな地政学リスクが勃発したにもかかわらず、+0.6%程度しか上昇しなかったという見方はできる。本件を受けてこれらの円ショートポジションはある程度巻き戻された可能性が想像されるものの、貿易赤字に象徴される「実需の円売り」が相応に存在する中で、円高の動きが限定されたという解釈は十分考えられる。

なお、今回の一報を受けて円高が進んだのはあくまで「リスクオフの米国債買い→米金利低下→ドル売り」という経路を反映しただけという見方もある。そう考えると、ノルウェークローネ以外の通貨の対ドル上昇率が似たり寄ったりであるのも頷ける。あくまでドル主体の相場であり、「リスクオフの円買い」はそもそも存在しなかったという評価もあり得る。

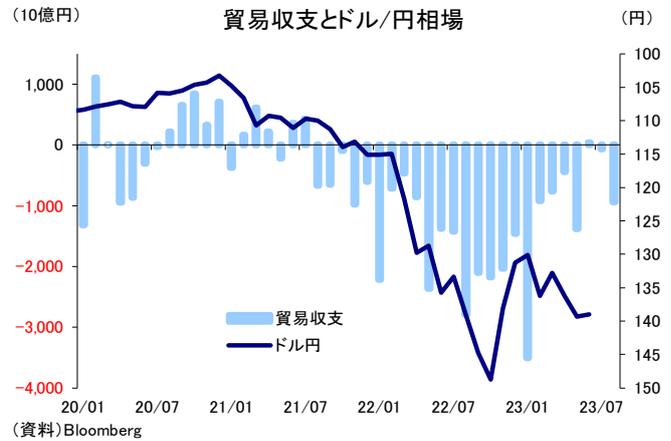
～分かりやすい円相場への含意～

中東リスクの現状や展望に関しては専門家の分析や見解に任せるが、円相場見通しへの含意は比較的分かりやすいものとする。基本的には円安相場の支援材料と考えるのが無難だろう。大前提として、やはり原油価格上昇を通じた影響をどう見るかという議論になる。そもそもガザ地区も含めてイスラエル自体が産油国として存在感を持つわけではないが、第一報を受けた金融市場は「本件を契機として主要な中東産油国を巻き込んで大きな戦禍に至る」という極端なシナリオを前提に価格形成を進めている。実際、本当にそのような展開に至る可能性はゼロではないし、そうなれば過去の中東戦争後のように主要な中東産油国が石油禁輸に踏み切るという事態もあり得る。今回に関し「そうなる」とも「そうならない」とも筆者は言えないが、本件以前から原油価格の再上昇は話題になっていたことは思い出したい。本件が高止まりしていた原油価格を上げることはあっても下げることは無いというのが客観的評価だろう。例えば、サウジアラビアによる原油の自主減産について、それが緩和される可能性も小さくなったという見方は早速出ている。そうした理解の下、内外経済環境への影響を検討する必要がある。いずれもオーソドックスな見方である。

まず、海外に目をやれば、本件を背景に原油価格が下落のきっかけを失ったと考えた場合、累次の利上げにもかかわらず未だインフレ終息が視野に入らない欧米中央銀行にとっては新しいインフレリスクを抱えたことになる。ドル/円相場にとっては、欧米利上げ路線長期化が内外金利差に

基づく円売り・ドル買いの追い風となるという理解に落ち着きやすい。一時的にはボラティリティが高まる中、キャリー取引がやりづらいうも漂うが、過去を見ても、中東リスクが金融市場に長期間、影響を持つことは稀だ。もちろん「今回は違う」という専門的な見地もあるかもしれないが、時間の経過とともに「欧米のインフレ懸念」という王道の材料に関心が戻る公算が大きいと筆者はみている。

一方、国内に目をやれば、原油価格の高止まりは当然、輸入の押し上げを通じて貿易赤字の再拡大に直結する。日本の輸入の4分の1は鉱物性燃料であり、原油価格+1%の上昇は鉱物性燃料を約+7%押し上げ、輸入金額全体を約+2%押し上げる。既に原油価格は今年のボトム(3月)から+30%以上上昇しており、その間に円安も進んでいることを踏まえれば、輸入はラグを伴って増加してくるはずだ。「貿易収支に象徴される円の需給環境は2022年



よりも2023年は改善。2024年はさらに改善する」という見立てが円高反転の必要条件だと筆者も考えていたが、この点が輸入面から元々揺らいでおり、本件でさらに揺らいだというのが現状だろう。

もちろん、リスクを考えれば枚挙に暇がない。ハマス奇襲攻撃の背後にイラン支援があったという真偽不明の情報もあり、これが米国の対イラン制裁の強化に繋がれば、原油価格を筆頭に小さくない影響が残るという見方がある。また、米国がイスラエル支援のために軍事支援を分散させれば、ロシア・ウクライナ戦争の戦局が一気にロシアに傾くという懸念もある。それ自体もまた、欧州地域を中心として地政学リスクが増す話になる。その際、天然ガス価格が騰勢を強め、ユーロ圏が甚大なダメージを被るという見方も可能だ。突き詰めれば無数のシナリオが可能であり、ハウスビュー策定においてはある程度の割り切りも必要になる。

現状入手できる情報を踏まえる限り、今回の一件は金利・需給の両面から円安シナリオの延命に繋がるものだと筆者は考えるものの、続報次第で、その考え方も可変的になるのも事実ではある。

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/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10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらずなかつた円の独歩安
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年の円安パブル」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とつもりか
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～