

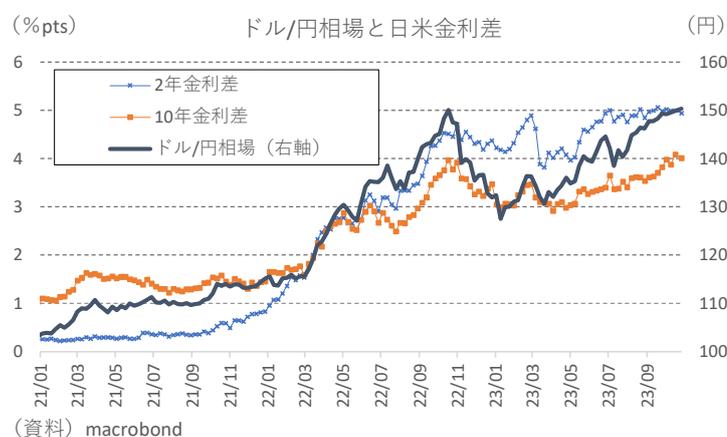
みずほマーケット・トピック(2023年10月30日)

150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～

先週25日、ドル/円相場は静かに150円台に到達した。27日には米9月個人消費支出(PCE)デフレーターが前年比+3.7%と8月から若干の鈍化が見られ、市場予想の範疇にも収まったことから米金利が低下し、これに伴いドル/円相場も辛うじて150円を割り込んでいるが、依然として年初来高値圏での推移は続いている。今年に入ってからドル/円相場の上昇は、基本的に米経済堅調を見込んだ米金利の高止まりと、これに応じた日米金利差拡大に応じた動きと考えられる。事実として10月に入ってから米金利もドル/円相場も続伸しており、本当に金利差を得るために円売り・ドル買いをしている市場参加者がいるかどうかはさておき、両者の安定した関係に目を付けた取引は確かにあるのだろう(図)。9月末から足許(10月26日)までの間に米10年金利は約+30bps、ドル/円相場は約+0.6%(約+1円)の円安・ドル高が進んでいる。7月末から見た場合はそれぞれ約+90bps、約+5.8%(約+8.3円)だった。それだけではないのだけれど、過去3か月間のドル/円相場急伸、結果としての150円台到達は米金利上昇に先導された印象が強い。

～150円到達を先導した米金利～

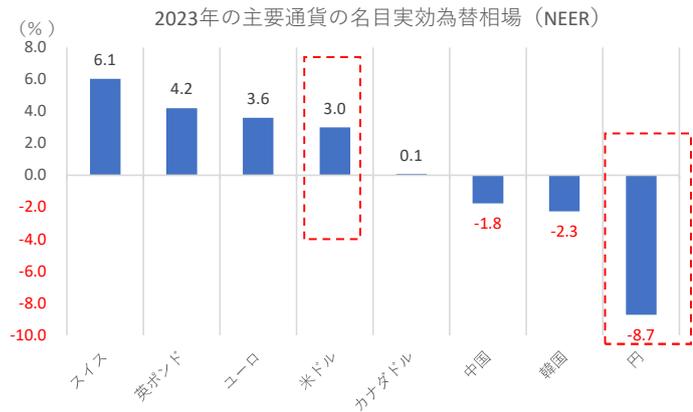
先週25日米国時間、ドル/円相場は静かに150円台に到達した。27日に発表された米9月個人消費支出(PCE)デフレーターが前年比+3.7%と8月から若干の鈍化が見られ、市場予想の範疇にも収まったことから米金利が低下し、これに伴いドル/円相場も辛うじて150円を割り込んでいるが、依然として年初来高値圏での推移は続いている。今年に入ってからドル/円相場の上昇は、



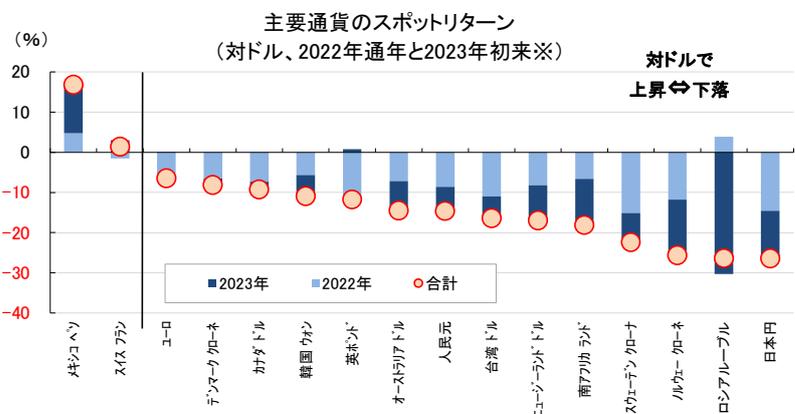
基本的に米経済堅調を見込んだ米金利の高止まりと、これに応じた日米金利差拡大に応じた動きと考えられる。事実として10月に入ってから米金利もドル/円相場も続伸しており、本当に金利差を得るために円売り・ドル買いをしている市場参加者がいるかどうかはさておき、両者の安定した関係に目を付けた取引は確かにあるのだろう(図)。9月末から足許(10月26日)までの間に米10年金利は約+30bps、ドル/円相場は約+0.6%(約+1円)の円安・ドル高が進んでいる。7月末から見た場合はそれぞれ約+90bps、約+5.8%(約+8.3円)だった。それだけではないのだけれど、過去3か月間のドル/円相場急伸、結果としての150円台到達は米金利上昇に先導された印象が強い。

～実はそれほどドル高ではない～

もっとも、年初来の為替市場は 2022 年ほどドル全面高というわけではない。米金利上昇とこれに伴うドル高・円安ばかりがクローズアップされる日本の為替報道に接していると意外に思われるかもしれない。例えば名目実効為替相場 (NEER) で見た場合、G7 通貨と人民元および韓国ウォンの中で圧倒的に弱いのは確かに円 (▲8.7%) だ。片や、圧倒的に強いのはスイスフラン (+6.1%) で、これに英ポンド (+4.2%) が続き、実はドル (+3.0%) はユーロ (+3.2%) にも劣後している。為替市場全体を見渡せば、2023 年の為替市場のトレンドはあくまで欧州通貨高であり、その一環として円安が起きている部分もあるはずである。日米金利差とドル/円相場の関係が安定していることは元より、日独金利差とユーロ/円相場の関係も同様であり、



(資料) macrobond、23年10月23日までの状況。



(資料) macrobond、※23年10月26日まで

結局それは、「インフレにもかかわらずマイナス金利が維持されている円」が自信をもって売ることのできる通貨になってしまっている現状を意味する。対ドルでの変化率に関して、2022 年通年と 2023 年初来の変化率を積み上げると、円より弱い通貨はトルコリラとアルゼンチンペソくらいしか存在しない。「ドル高の裏返しとして円安」が起きているかのような解説は未だ多く見られるものだが、円の売られ方が G7 通貨の中で突出している以上、それが日本固有の要因に根差している可能性も検討して然るべきである。長引くマイナス金利政策はもちろんその 1 つだろうが、国際収支統計に見出せる構造変化が寄与している可能性は本欄でも繰り返し指摘してきた通りだ。日米金利差拡大は間違いなく円安の主因の 1 つだろうが、1 年半以上にわたる円安局面の全てをそれだけで片づけるのも無理があるように思える。

～どうなったら円安は止まるのか～

現在、最も多い照会は端的に「どうなったら円安は止まるのか」である。枚挙に暇がない話だが、需給環境からは①日本の貿易赤字が縮小する、金利環境からは②米金利が低下する、の 2 点を想定するのが王道である。もちろん、①や②以外に③円金利が上昇するという経路もある。しかし、現在の円安・ドル高の流れを反転させるにはまとまった幅の利上げが複数回必要になるだろう。日銀がそれができるだろうか。非現実的な想定と言わざるを得ないだろう。結局、円安・ドル高が反転するには①や②の実現可能性をさらに落とし込んで考える必要がある。例えば、①が実現するには

原油価格の急落、②が実現するには FRB の明確な姿勢転換などが必要になる。①や②が起きる経路は多様だが、それを同時に実現できるのが米国経済の失速、できれば後退(リセッション)であることは論を待たない。累次の利上げを経て、それが起きない方が不可思議であり、それゆえに「史上最も期待されるリセッション」と呼ばれる現状がある。変動為替市場においては基軸通貨であるドル以外の全ての通貨はドルの周りを回る衛星通貨のようなものであり、衛星通貨の転機は多かれ少なかれドル相場の動きに規定されている。過去にも述べたように、円安局面の転換は「座して米国経済の失速を待つ」しか道が無いのが実情であり、それが今後 6 か月程度で起きる兆候は、少なくとも現在入手可能な情報に基づく限り、見出すのが難しい。

～テールリスクに賭けるしかないのか～

だが、過去の本欄でも論じたように、基本的に円安要因である米金利の騰勢は逆に円高リスクとして警戒すべき材料にもなり得る。今年 3 月に直面したシリコンバレー銀行破綻に端を発する金融不安は米金利急騰を受けて長期国債や住宅ローン担保証券(MBS)の含み損が膨らんでいることに対し不安が高まり、預金流出が加速するという取り付け騒ぎから始まった。実体経済が想定外に堅調を維持する中、物価高・金利高を通じて米国の経済・金融情勢の各所に痛みが生じ始めている様子はある。その中でも米金利急騰に伴う金融システム不安の勃発は米国の経済・金融情勢を急速に冷やすイベントであり、今年 3 月を例に取れば、一気に利下げ観測を招き、円高を促した。そうした金融システム不安こそ円安局面が終息するために最も手っ取り早い展開と言える。

しかし、過去にも述べたように、円高への転換シナリオはそのような極端なテールリスクに賭けるしかないという状況を見るにつけ、今次円安局面の根深さを感じざるを得ない。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
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なかった円の独歩安
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ドリンデックスの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」～進むキャリア取引～
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～)