

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 4 日)

24 年、円高シナリオの鮮度～130 円割れはあれど～

FRB の利上げ停止と利下げ転換、それに伴う米金利低下に合わせて各種資産価格の調整が進んでいる。為替市場に関して言えば、FRB のハト派転化に伴う「ドル離れ」は謳われやすいものの、そもそも 2023 年の為替市場はドル高ではない。日本人の目から見ればドル(を含むあらゆる外貨)が上昇していたので「ドルを主軸として資本フローが離合集散している」というイメージが違和感なく受け入れられやすいだけだろう。投機筋の円ショート水準や内外の経済・金融情勢を踏まえると、1 年前同じかそれ以上の震度で円高方向の調整がやってくる可能性はある。とすれば、一時的な 130 円割れはリスクシナリオとして視野に入るところ。しかし、FRB の早期利下げか日銀の連続利上げなどが実現しない限り、為替市場参加者が好む「日米金利差縮小を元にした円高シナリオ」は鮮度を保つのが難しく、それはメインシナリオにしばらくものだ。2024 年に直面する現実には「大幅な円安」から「穏当な円安」へのシフト。130 円前後で止まる円高を前に「随分遠いところに連れてこられてしまった」と感じることになるかと予想する。

～金価格上昇の考え方～

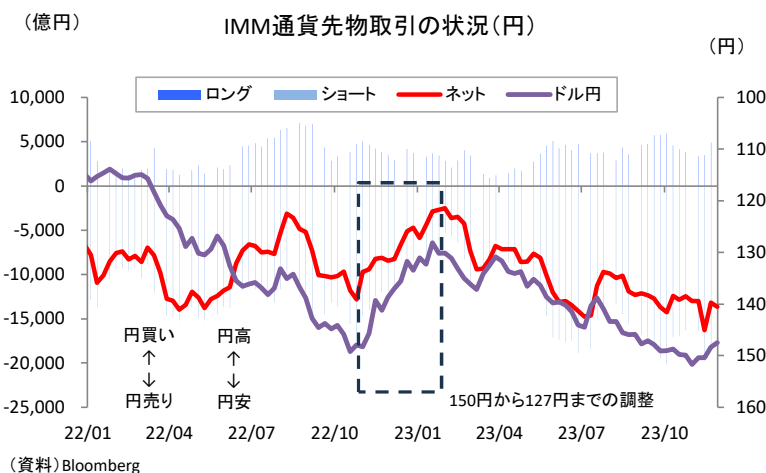
FRB の利上げ停止と利下げ転換、それに伴う米金利低下に合わせて各種資産価格の調整が進んでいる。金価格の上昇はその象徴として注目されており、「金利の下がるドルを手放して無国籍通貨たる金に資金シフトが起きている」という定番の解説が散見されている。12 月 3 日付の日本経済新聞は『金、分断映す最高値 ドル離れ・米利下げ観測で資金流入』と題し、米金利低下や地政学リスクの高まりがドルから金への資金シフトを促していると報じた。FRB の政策転換時に浮上する定番の解説であり、一見して違和感はない。しかし、そもそも金に金利が付かないこと、インフレが収まっているからこそ FRB の利上げ停止(と利下げ転換)が期待されていることなどを踏まえると、金を買われている論理的背景は整然としない。もちろん、金利に関して言えば、無金利の「金」と比べた対米金利差は米金利低下により縮小するので「相対的に金の価値が見直される」という理屈は一応立つ。だが、無理筋な印象も拭えないだろう。また、インフレに絡んだ論点に関し、金が代表的なインフレヘッジ資産であることを思えば、インフレ圧力後退と共に FRB がハト派へ傾斜している現状と金価格上昇は本来両立が難しい事象のはずである。まして、金価格上昇に絡めてよく出てくる「基軸通貨ドルの信認毀損」に至っては米国債へ資金が回帰を通じて米金利が低下しているのだから、論理が破綻しているように思える。その中で地政学リスクの高まりはまだ合理的な理由に感じられるが、それ自体は賞味期限の長い材料ではないと考えられる。

～130 円割れは無い話ではない～

為替市場に関して言えば、これまで繰り返し論じてきたように、そもそもドル高ではなかったのに、「ドル離れ」という表現には違和感がある。例えば名目実効為替相場(NEER)ベースの年初来変化

率は直近(11月28日時点)に関し、ドルは▲0.1%と下落している。確かに、9月末時点では+2.8%と上昇幅が維持されていたが、2022年ほど圧倒的な強さが通年で維持されてきたわけではない。FRBのハト派転化に伴う「ドル離れ」は謳われやすいが、そもそも「ドルに集まってきた」という認識はやや語弊がある(ちなみに、今年はNEERベースで欧州通貨高が進んできた年だ)。

もともと、日本人の目から見ればドル(を含むあらゆる外貨)が上昇していたのでドルを主軸として資本フローが離合集散しているというイメージが違和感なく受け入れられやすいのだろう。実際、IMM通貨先物取引に反映される投機筋の動向を見ると、円の対ドルポジションは一方的にショートが積み上がってきた経緯がある(右図)。具体的に円の対ドルポジションは今年11月28日時点で▲92.6億



ドルのネットショートであり、依然今次局面のピークに近い。今後、米金利低下に伴いこれが巻き戻されるとすると、同じような調整が起きた1年前の動きは参考になる。この点、2022年を振り返ると、150円をつけた直後となる10月最終週の円のショートポジションが▲86.7億ドルだった。これが同年11月のCPIショックで2023年1月最終週には▲19.3億ドルまで約5分の1まで圧縮されている。この間、ドル/円相場は約148円から約130円まで約▲12%下落している。同じような調整を足許から見込むなら、やはり約148円から約130円というイメージが当てはまる。ちなみに2022年11月から2023年1月にかけてはFRBに対する(結果的には誤りだった)利下げ観測に加え、日銀新体制への正常化期待もあって一時127円台まで円高・ドル安が進んだ。

しかし、今回は1年前と比べればFRBの利上げ停止が既に確実視され、「次の一手」としての利下げ期待についても正当性があるため、対ドルでの円ショートの巻き戻しはより大きなものになる可能性を孕む。IMMポジションで言えば、「約5分の1まで圧縮」ではなく完全に中立化される展開もあり得る。その上、日本では2024年春闘に対する強気な観測が日銀の正常化を支えるとの見方も浮上する。日米金融政策への期待(米国はハト派方向、日本はタカ派方向)は1年前と酷似しており、その確度は昨年よりも高そうであることを踏まえると、一時的な130円割れも無い話ではない。本欄や『中期為替相場見通し』のメインシナリオではないが、リスクは十分認められる。

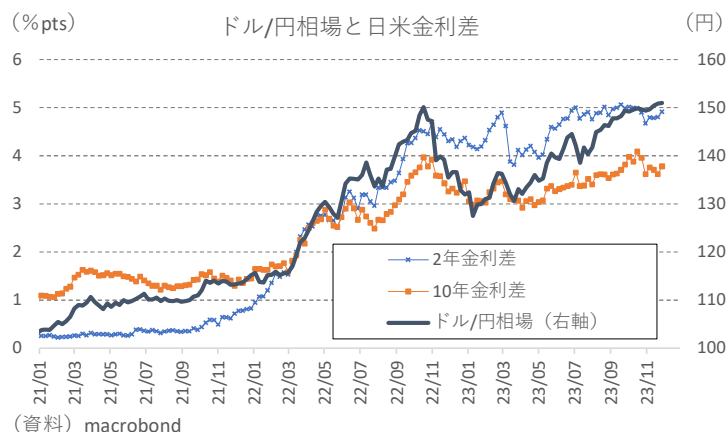
～「日米金利差の縮小を元にした円高シナリオ」の鮮度～

しかし、為替市場は常に極端なシナリオを織り込む。2024年前半におけるFRBの利下げ転換や日銀のマイナス金利解除を前提とした米金利やドル/円相場の現状は2024年通年の値動きを約束するものでは決していない。12月1日の講演においてパウエルFRB議長は早期利下げ期待を時期尚早としてけん制して見せたものの、市場はこれに取り合う姿勢を見せていない。FRBの警告に市場が耳を貸さない状況は過去2年ほど続いているが、結局、FRBが正しかったという展開が繰り返されてきた。筆者も2024年は「タカ派的な利上げ」が「タカ派的な現状維持」に変わるだけで米

金利が一方的に低下する状況には至らないと読んでいる。日銀のマイナス金利解除は十分考えられるシナリオだが、解除それ自体は+10bp の利上げであり、二の矢、三の矢が繰り出される可能性は低い。FRB の早期利下げか日銀の連続利上げなどが実現しない限り、為替市場参加者が好む「日米金利差縮小を元にした円高シナリオ」は鮮度を保つのは難しい。

しかし、その可能性はやはりメインシナリオにしづらいものに思える。

日米金融政策の修正が動意を失った時、円相場に残るのは「世界で唯一のゼロ金利通貨」や「貿易赤字国通貨」という厳しい現実だ。それらに加えて虎の子の第一次所得収支黒字からは円転が見込めず、デジタルサービスへの支払でサービス収支赤字が拡大するという本欄ではお馴染みの論点も断続的に注目を集めるだろう。結局、2024 年に直面する現実は「大幅な円安」から「穏当な円安」へのシフトであり、130 円前後で止まる円高を前に「随分遠いところに連れてこられてしまった」と感じ入ることになるのではないかな。



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12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するののか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
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～
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	ICED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～)