

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 11 日)

24 年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～

2024 年の為替展望を金利・為替の 2 大要因に照らして整理する。金利に関して言えば、殆どの市場参加者のストーリーラインは「FRB は利下げ、日銀は利上げが注目される年。だから円高になる」というもの。これは 1 年前と殆ど同じものだが、既に米利上げが停止している以上、蓋然性は昨年よりも高いだろう。もっとも 24 年の FRB は「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」で様子見を続けながら、利下げの地均しを断続的に行うのが基本戦略になり、利下げは 25 年にずれ込むことを予想。日銀のマイナス金利解除は現時点で 6 月もしくは 7 月を想定するが、あってもワンショットだろう。キャリー取引に適した条件が根絶されるには至らず、「円高は不可避だが、深刻ではない」というのが金利観からのイメージに。片や、需給に関しては本欄で重視する CF ベース経常収支について、概ね均衡(ゼロ)を挟んで振れを伴う程度のイメージを予想。過去 2 年からは劇的な改善を見込むが円高のドライバーになるほどではない。ドル/円相場の主戦場が「100～120 円」から「120～140 円」ないし「125～145 円」に変化したことを痛感する 1 年に。

～金利:「円高は不可避だが、深刻ではない」～

時節柄、2024 年の為替展望を簡潔にまとめて欲しいという照会が増えてきている。詳細な議論は今月末発行の『中期為替相場見通し』を参照頂くとして、本日の本欄では見通しの概観に関し、金利・為替の 2 大要因に照らして筆者なりの相場観を整理しておきたいと思う。

まず金利に関して言えば、殆どの市場参加者のストーリーラインは「FRB は利下げ、日銀は利上げが注目される年。だから円高になる」というものだろう。これは 1 年前に言われていた読み筋と殆ど同じものだ。しかし、既に FRB の利上げ停止が既定路線になっているという点で前年とは決定的に異なるため、このストーリーラインの蓋然性は昨年よりも大分高いと考えられる。実際に利下げがあるかどうかはさておき、利上げ停止が確信された段階で為替市場参加者は「次の一手」として最も極端なシナリオ(即ち利下げ)を織り込みを始める。11 月以降に見られている円高はその結果だ。しかし、利上げに続く「次の一手」が利下げとは限らない。現状維持も立派な「次の一手」である。1 年前の今頃も「2023 年は必ず利下げがある」と言われていたことを忘れてはならない。

特にパンデミック直後に蓄積した各種インフレ要因について究明が進んでいない以上、軽々に利下げ転換は決断できないというのが FRB の胸中と察する。例えば米国の平均時給は依然として前年比+4%台にある。一般物価を安定的に+2%の軌道に乗せることを思えば、まだ高いと言わざるを得ないだろう。こうした状況下、2024 年の FRB は「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」で様子見を続けながら、利下げの地均しを断続的に行うのが基本戦略になるのではないか。そうして「市場との対話」を図った末に、FRB が利下げに踏み込むとすれば、早くも 2024 年 10～12 月期、順当にいけば 2025 年 1～3 月期というのが筆者の現時点の読みだ。

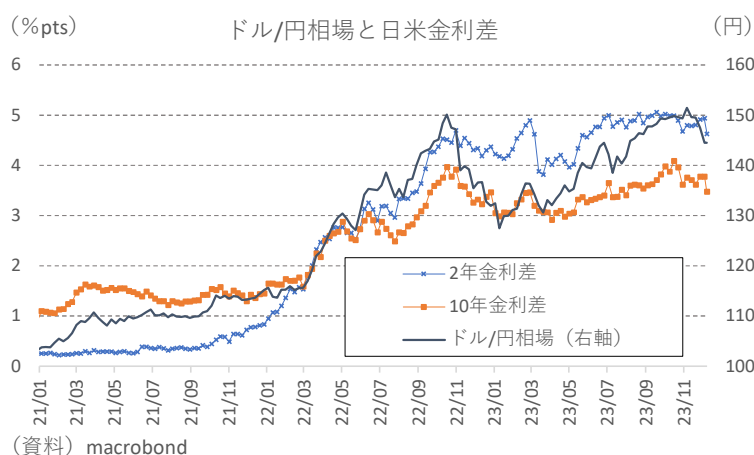
もちろん、「どうせ利下げする」という未来が見えている中、米金利は低下方向だろう。その結果と

して円高が進むことに違和感はない。世界の資本コストであるFF金利の引き下げが見えてくれば、為替に限らず様々な資産価格が逆回転を強いられる。株売りは株買いに、債券売りは債券買いに、そしてドル買いはドル売りに流れが変わる契機になる。変動為替相場の世界に所属している以上、過去 2 年で一方的に嫌われてきた円もそれは例外ではなく、相応の買い戻しは期待できる。為替は「相手がある話」とよく言われるが、その「相手」とは基本的にドルの話だ。米金利低下に伴うドル売りの影響はどの通貨も避けることはできない。しかし、その影響の度合いは各国の抱える需給構造で変わってくるはずであり、この点、後述するように、近年の日本は脆弱性を抱える。

なお、金利と円相場を議論する上では当然、日銀のマイナス金利解除の有無やタイミングを考える必要もある。筆者は 2024 年春闘の仕上がりや多角的レビュー（5 月に第二回開催予定）の結論を踏まえ、早ければ 6 月もしくは 7 月の展望レポート公表時などを想定する。マイナス金利解除に関し、11 月末の『中期為替相場見通し』では前提としていないが、12 月に入り報じられている植田日銀総裁や氷見野副総裁からの情報発信などを踏まえ、それがあることを前提にストーリーを設定しておくことが妥当と判断することにした（よって、予想レンジは下方修正を検討する）。

～キャリー取引の 2 大条件は根絶されるのか？～

結局、「FRB は利下げ、日銀は利上げが注目される年。だから円高になる」という言説の解像度をもう少し上げると「欧米中銀の利下げはいつになるか分からない。日銀の利上げはあったとしても 1 回。円高余地は限定的」といった実情になるように思える。いくら期待が先行しても、実際の利下げが見えてこない以上、米国債利回りの低下にも限界はあろう。日銀



のマイナス金利解除もあくまで+10bp ワンショットではないか。現状、為替市場では「2024 年の日米金利差は顕著に縮小し、これが円高を駆動する」ということに疑いが持たれていないように見えるが、どこまでドル/円相場を押し下げる材料になるのか。不透明な部分も大きい。一方的な円高にはやはり金利差縮小が必要である(図)。

なお、筆者は 2022 年 9 月の東洋経済オンラインへの寄稿『春になれば円安は止まる』という見立ての死角』において、米金利高止まりを前提としつつ、以下のように 2023 年の円高シナリオを否定した経緯がある。このような考え方は 2024 年に対してもある程度有効だと考える：

- 23 年春以降の為替市場では「十分な金利差」と「安定したボラティリティ」というキャリー取引を行うための 2 大条件が揃う可能性が高い。その際に調達通貨として選ばれやすいのは低金利で流動性が高い主要通貨だろう。このままいけば、その筆頭は円になる。

現実はその通りになった。2023 年は円キャリー取引というフレーズが相場解説のキーワードとし

て頻出した。「十分な金利差」と「安定したボラティリティ」というキャリー取引を行うための2大条件が残る限り、金利面からの円安・ドル高圧力が根絶されることは無い。仮に、筆者の想定通り、2024 年末まで米国の利下げがなく、「タカ派的な現状維持 (hawkish hold)」の下でボラティリティも抑制されるならば、金利面に照らした円高圧力はやはり限定されるのではないかと。

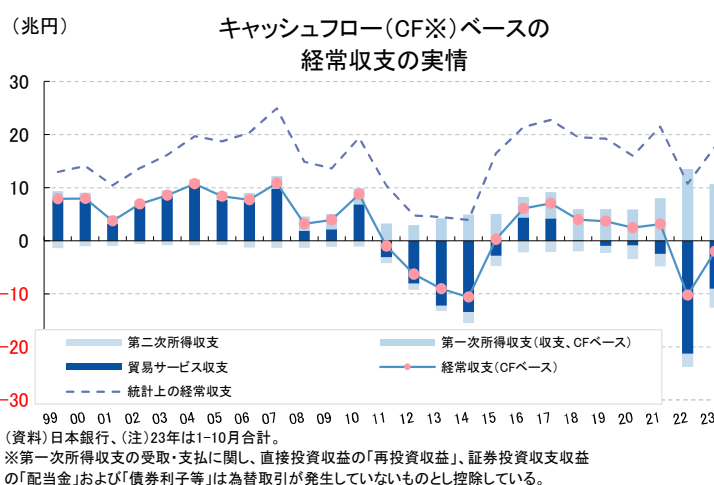
もっとも目先に限って言えば、円高圧力はクローズアップされやすいことも警戒すべきである。というのも、例年 1～2 月 (特に 1 月) は、為替に限らずあらゆる資産クラスにおいて、「その年にテーマになりそうなこと」が過度にクローズアップされ、価格形成に影響を与えやすい傾向がある。2023 年はそれが「FRB の利下げ開始」や「日銀新体制の正常化」であり、円高材料として一方的に材料視された。2024 年も「FRB の利下げ開始」と「日銀のマイナス金利解除」と似たような取引材料が揃っており、ドル/円相場が 1 月にかけて一段と押し下げられる可能性はある。しかし、実際に米国の利下げや日銀の利上げがフォローしてこなければ、反転する。それはそのまま 2023 年に起きた事だ (反転してしまう理由はそれだけではなく、後述するような需給環境の変化がある)。

以上をまとめると日銀のマイナス金利解除が 7 月、米国の利下げが見えてくるのが 10～12 月期というのが日米金利に対する大まかな想定である。2024 年を通じて日米共に大きな政策金利の変動が無いとすれば、キャリー取引の 2 大条件が根絶されるには至らず、「円高は不可避だが、深刻ではない」程度に考えておけば良いように思える。

～需給: 円高促進には迫力不足～

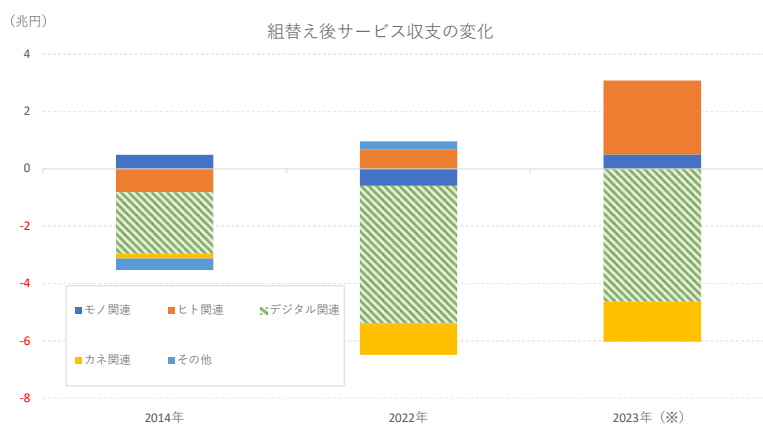
以上のような金利の観点からのドル/円相場見通しは恐らく識者の間で大きな齟齬が無いと思われる。問題は需給の観点だ。この点に関しては、年を通じて本欄で執拗に議論してきた。これまでも述べてきた通り、日本は統計上は世界有数の経常黒字大国 (2022 年で世界 8 位) だ。しかし、その内実である第一次所得収支黒字はキャッシュフロー (CF) ベースで見れば殆ど円買いが発生していない。本稿執筆時点で 1～10 月の経常収支が公表されている。ヘッドラインは 9 か月連続で黒字が続いていることや旅行収支黒字が拡大していることが注目されているが、1～10 月分の経常収支は統計上でこそ +17.7 兆円であるのに対し、筆者試算の CF ベースでは▲2 兆円と依然赤字が続いている。ちなみに昨年 (2022 年) は統計上の +10.7 兆円に対し、CF ベースでは▲10.2 兆円だった。統計上の数字と CF ベースの数字、どちらかが昨年や今年の円相場と整合的だったのか考えるまでもないだろう (図)。

もちろん、CF ベースで見ても、前年同期 (2022 年 1～10 月) が▲8.9 兆円だったことを思えば、需給環境は旅行収支黒字の拡大を背景として確実に改善している。しかし、経常黒字を当て込んでかつてのようなヒステリックな円高を警戒するのは筆者は誤りだと思う。仮に 5 類移行後 (2023 年



5 月以降)の動きを前提とした場合、旅行収支黒字は今後、年間+3.0～3.5 兆円と過去最大値付近で高止まりする可能性がある。もちろん、それ以上に伸びてくる可能性もあるが、国内の宿泊・飲食サービス業における雇用逼迫を踏まえると、旅行収支黒字の天井は確実に近づいている。

片や、デジタルサービスへの支払を中心とし、筆者が「新時代の赤字」と呼んでいるその他サービス収支赤字は着地点が見えない。その他サービス収支赤字は今年 1～10 月合計で▲5 兆 584 億円と前年同期(▲4 兆 5478 億円)を超えており、史上最大の赤字となることが見えている。ちなみに 2021 年同期は▲3 兆 3096 億円、2020 年同期は▲3 兆 901 億円



だったので明らかに増勢基調にある。日本の経常収支と言えば、貿易収支と第一次所得収支の仕上がりが見事に注目されるが、もう 1 つの視点として「旅行収支黒字がその他サービス収支赤字をどの程度相殺できるか」という視点も明らかに重要性を増している。これはインバウンドから得た外貨でデジタルサービスの利用料をどの程度賄えるのかという視点でもあり(図)、為替議論を超えて、日本経済全体が直面する新しいテーマとして重要に思える。

～CF ベース経常収支は今後「均衡」程度のイメージ～

極めてラフなイメージで言えば、旅行収支で約+3.0 兆円の黒字、その他サービス収支赤字で約▲5 兆円の赤字、輸送収支で約▲1 兆円の赤字と仮定すると約▲3 兆円くらいがサービス収支赤字の常態ということになる。貿易収支にこうした目途を置くのは難しいが、例えばパンデミック前の 10 年間(2010～19 年)で、年平均▲2.5 兆円の赤字だった。とすると、貿易サービス収支で約▲5.5 兆円の赤字が 1 つのイメージになる。第一次所得収支について同じ 10 年間の平均を取ると約+18 兆円の黒字だが、CF ベースで円買いが発生するのは大体、「統計上の第一次所得収支黒字」の約 25%というのが筆者の試算である(年によって振れがあるが、ここでは 2010～19 年の平均である約 25%を使用)。約 18 兆円の約 25%だと約+4.5 兆円くらいの円買いイメージになる。日本の経常収支は貿易サービス収支と第一次所得収支で概ね決定されるため、上述のイメージに沿えば CF ベースの経常収支は今後、約▲1.0 兆円(約▲5.5 兆円+約+4.5 兆円)くらいになる。

もちろん、これらの仮定は大きな幅を伴うものだ。例えば、近年、第一次所得収支は+20 兆円を超えることも珍しくなく、昨年は初めて約 35 兆円と 30 兆円の台に初めて乗った。約+35 兆円の約 25%は約+8.8 兆円なので、CF ベース経常収支も約+3 兆円になる。逆に資源価格が騰勢を強めたり、何らかの事情で再びインバウンドが滞ったり、デジタルサービスの値上げが大きく進んだりすれば、貿易サービス収支赤字は膨らむので CF ベース経常収支の赤字も膨らむ。細かい可能性を突き詰めればきりが無いが、CF ベース経常収支は概ね均衡(ゼロ)を挟んで振れを伴う程度のイメージであり、それ自体が円高圧力を伴うとは思わない方が良いでしょう。

～24 年は「主戦場の変化」を痛感する年に～

こうして金利と需給についてラフな議論を重ねると、金利も需給も 2022～23 年と比較すれば円高方向への変化を想定するのが正しそうだ。しかし、金利に関して言えば日米金利差縮小は限定的、需給に関して言えば CF ベース経常収支は均衡付近というイメージに落ち着くので、金利の項目で述べたように、「円高は不可避だが、深刻ではない」というのが 1 つの結論ではないかと思う。これをレンジに落とし込むと、130～145 円程度のレンジで構えておきたいところだろう。方向としては円高だが、今次円安局面の起点(113 円付近)を思えば、隔世の感を覚える水準である。

四半期ごとのイメージを作っておくと、必要以上に「FRB の利下げ、日銀の利上げ」がクローズアップされそうな 1～3 月で円高・ドル安は進みやすいが、4～6 月期以降は徐々にその期待が剥落するのではないかと。日銀のマイナス金利解除がありそうな 7 月(もしくは 4 月)を念頭に円高がピークを迎えると予想したい。なお、雇用・賃金情勢の強さを踏まえれば、FRB の利下げに関し、7～9 月期以降も期待は燦りつつ、実現は年明けだと考えておきたい。代わって、その頃に材料として挙がってくるのは米大統領選挙だろう。この点、まだ情報は乏しく、市場でも殆ど織り込まれてはいないが、下馬評通り、トランプ氏再選となれば、2016 年同様、リフレ志向の強い拡張財政論から株高・ドル高・債券安(金利高)が演出される公算が大きい。結局、円高・ドル安が続くのは年前半で、年後半以降はその巻き戻しで円安・ドル高になりやすい年だと構えておきたい。

ドル/円相場の主戦場は「100～120 円」から「120～140 円」ないし「125～145 円」に変化した。そのような事実を痛感する 1 年になると考えている。

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12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
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～
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	円安シナリオを継続させる貿易赤字
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	緩和と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