

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

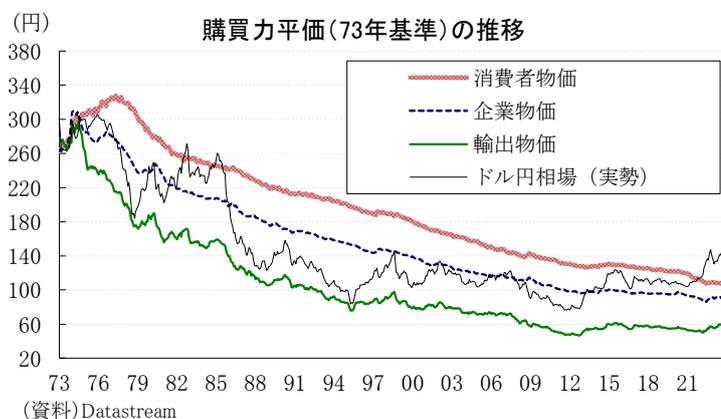
みずほマーケット・トピック(2024年1月4日)

24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」

能登半島地震の影響についての照会も多いが、まず2024年最初の本欄では改めて円相場見通しの概観を示しておきたい。2024年に対する筆者の円相場への基本認識は「長期円安局面の小休止」だ。周知の通り、ドル/円相場の歴史は「円高の歴史」であり、それは「デフレの歴史」でもあった。だが、「円高の歴史」においても年単位での円安局面はあった。振り返ってみれば円高局面の方が相対的に長かったので円高傾向が歴史に刻まれたのである。今後の日本に対し筆者が抱くイメージはそうした歴史とは真逆の展開だ。今後は「円安の歴史」が始まるという認識の下、時折(恐らくはFRBの政策転換などに合わせて)円高局面が到来するという心構えを持ちたい。年始では予測が円安派・円高派といった二項対立で分けられるが、これに従えばFRBの政策転換に合わせて過去2年の円安が小休止するという予想も「円高派」になってしまう。だが、これは全く本質的ではない。日本が直面する最大の問題は「外貨が取りにくくなっている」という事実であり、その点に関してFRBの政策運営は何の関係も無いだろう。需給環境に脆弱性を抱えつつ、とりあえずはFRB利下げに応じて「押し目」が到来するという目線を持ちたい。

～2024年は「長期円安局面の小休止」という目線～

歴史的な円安局面となった2022～23年を経て、2024年の円相場はどうなるのか。2023年では少数派だった円安見通しが奏功したこともあって、「2024年も円安なのか」という照会は非常に多い。現状、能登半島地震の影響をどう見るかといった照会も多いが、まずは2024年に対する概観を改めて示しておきたい。結論から言えば、2024年に対する筆者の円相場への基本認識は「長期円安局面



の小休止」である。周知の通り、ドル/円相場の歴史は「円高の歴史」であり、それは「デフレの歴史」でもあった。だが、「円高の歴史」においても年単位での円安局面はあった。振り返ってみれば円高局面の方が相対的に長かったので円高傾向が歴史に刻まれたのである。詳しい議論は昨年の本欄¹を参照にして頂きたいが、デフレ状態と整合的に購買力平価(PPP)が円高を示唆し、実勢相場もこれに追随してきたのが1973年以降、約半世紀にわたるドル/円相場の歴史だった(図)。

今後の日本に対し筆者が抱くイメージはそうした歴史とは真逆の展開だ。今後は「円安の歴史」が始まるという認識の下、時折(恐らくはFRBの政策転換などに合わせて)円高局面がやってくると

¹ 本欄2023年8月23日号『なぜ購買力平価は使えなくなっているのか』をご参照下さい。

いう心構えを持ちたい。もう PPP で実勢相場を捉えきれなくなって 10 年余りが経過した。2011～12 年頃に貿易黒字国ではなくなったことと無関係ではないというのが筆者の仮説だ。今後、円安局面の時間や幅の方が大きくなるのだとすれば、未来に刻まれる歴史は円安になる。

しかし、資本移動が完全に自由化された変動為替相場制度で取引されている以上、一方向での売買が持続するはずもなく、FRB の政策転換はどう考えても影響を持つ。2024 年はそうした事情で長期円安局面が一旦、息継ぎを許される時間帯というのが筆者の整理である。FRB の政策運営とは無関係に常時売られる通貨があるとすれば、それは政治・経済的な混乱の最中、資本流出が止まらない国であり、普通はその状態を通貨危機と呼ぶ。日本はそこまで追い詰められてはいない。

～暦年の二項対立は本質的ではない～

年始のタイミングでは各種メディアを通じて予測が円安派・円高派といった二項対立に区分けされる。これに従えば FRB の政策転換に合わせて過去 2 年の円安が小休止するという予想でも「円高派」ということになってしまう。しかし、あくまで暦年の区切りだけを持って円に対する強気・弱気を仕分けすることに本質的な意味は全くない。中長期的な構造分析を主体とする筆者の姿勢にとっては特に合わない。FRB の利下げに伴う円高・ドル安圧力が発生する時期がたまたま 2024 年 1～12 月にぶつかるだけの話であり、それをもって円に対する本質的評価が変わるはずもない。昨年来の本欄でも繰り返し論じたように、「方向」を決めるのは金利の議論だが、「水準」に影響をもたらすのは恐らく需給の議論である。現在、日本が直面する最大の問題は「外貨が取りにくくなっている」という事実だ。その点に関して FRB が利上げしようが、しまいが何の関係も無い。

FRB の政策運営の影響は当然大きなものだが、その上で貿易収支の符号に象徴される需給構造の議論も同じくらい考慮されるべきである。そのラフなイメージを示すと右表のようになる。2024 年見通しを作る上での大まかな前提として役立つだろう。2022～23 年は歴史的な貿易赤字を記録しつつ、日米金利差も著しく拡大するという需給・金利(≒投機)の二正面から円安圧力が強まる局面だった。2024 年はその片翼である金利(≒投機)が円高圧力に反転するものの、実需についてはどこまで戻ってくるのか予想が難しい。筆者の試算するキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は一応の黒字に戻る可能性があるものの、貿易収支が黒字を復元する可能性は低い。方向として円高は進んでも、水準として「それは円高と呼べるのか」という疑問が残る年になる。恐らく 2024 年を通じて、「円高は進んだけれども日本は安い」という議論が繰り返し重ねられると予想する。

円相場需給とFRBの政策運営のイメージ

FRBの方向	貿易黒字		貿易赤字	
	引き締め	緩和	引き締め	緩和
投機取引	円売り	円買い	円売り	円買い
実需取引	円買い	円買い	円売り	円売り

(資料) 筆者作成 08～12年 22～23年 24年以降?

～メインシナリオを覆すとしたら米大統領選挙～

『中期為替相場見通し』におけるメインシナリオでは年央以降の FRB 利下げとこれに伴う米金利低下やドル安の結果、円高が進むというオーソドックスなものにしている。仮に、このパス自体に影響を及ぼす事案があるとすれば、やはり米大統領選挙だろう。仮にトランプ候補が無事に出馬を果たし、再選に至った場合、採用される経済政策は対外的には保護主義路線、対内的には拡張財

政路線がほぼ既定路線と思われる。前者は対米資本流入を促すだろうし、後者は需給ギャップのタイト化を促す。一言で言えば、インフレ誘発的な政策運営であり、米金利低下に応じたドル売りというコンセンサスが根底から揺らぐことになる。こうした動きを円高パスが覆される材料として最も懸念しているが、現時点ではトランプ氏が立候補資格をそもそも有するの点から疑義が生じており、こうした議論はリスクシナリオの範疇を出ることができない。歴史的にも大統領選挙日を境としてドル相場の潮目が変わることは少なくないため、「結局、2024年も円安の年だった」となるかどうかは大統領選挙の結果に依存する部分も相当にある。大統領選挙とドル/円相場の関係性は照会の多い論点でもあるため、別途、機会を設けて議論したいと思う。

リスクシナリオはさておき、現時点で筆者が強調したい点は、暦年で打ち出される大きなヘッドライン(円安派・円高派)の二項対立に捕われず、円相場が歴史的な過渡期に差し掛かっている可能性を念頭に置き、「長い目で見れば円高は押し目」という視座を持つという基本的姿勢である。

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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見直し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
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～外資資産の現状～
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のリスク～ユーロ圏安考察～
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年上半年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(正常化が近づきインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか…～)
2023年7月20日	23年上半年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～)