

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 29 日)

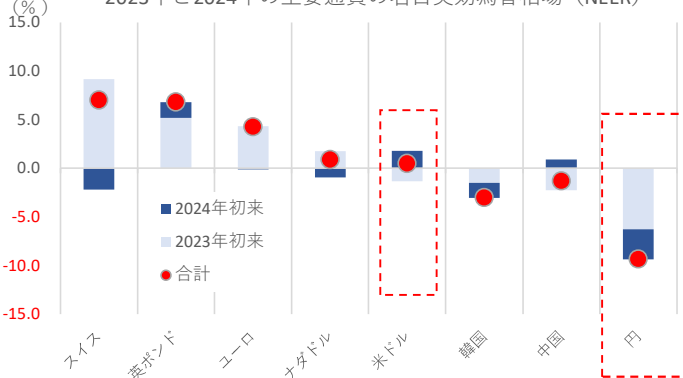
日本円の現在地～独歩安で始まった 2024 年～

24 年最初の 1 か月が終わろうとしている。ここで円の現在地を確認しておくと、名目実効相場 (NEER) で見ても、スポットレートで見ても、円の独歩安は明らかな。多くの通貨は 23 年の反動が目立つ 1 か月だったが、円だけが明確に続落している。もっとも、24 年初来の為替市場はドル全面高であるため、円安もその影響を多分に受けているのは確か。下落幅が大きいため、円安の全てを「ドル高の裏返し」と説明するのは難しいが、これは新 NISA に伴う「家計の円売り」などがテーマ性を帯びた結果だろう。円安の底流にドル高があるとすれば、やはり FRB の利下げ転換は「円高の芽」になり得る。それがどの程度の円高に至るかは別の論点だが、このまま全く押し目を経験せずに 150 円台復帰という絵図を筆者は抱いていない。仮にそうなるとすれば、12 月 FOMC の「利下げが視野に入っている」との発言が撤回され、そのまま現状維持が続くというケースが考えられるが、そのような朝令暮改をメインシナリオの前提にはできない。

～変わらぬ円の現在地～

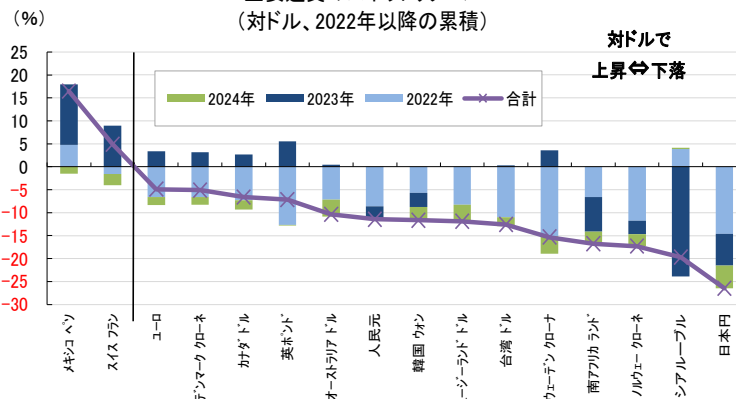
2024 年最初の 1 か月が終わろうとしている。ここで円の現在地を名目実効相場 (NEER) およびスポットレートから確認しておきたい。NEER で見た場合 (右図・上)、最強通貨はドルで +1.8%、最弱通貨は円で ▲3.1% だった。ちなみにトルコリラは ▲1.0% だったので、この 1 か月に限れば円の下落スピードはトルコリラのそれよりも大分早かったことになる。まだ、年初ゆえ 2023 年通年の仕上がりも考慮した上で 2024 年初来の動きを積み上げてみると (右図・上の赤丸を比較すると)、最強通貨はスイスフランで +7.0%、最弱通貨は円で ▲9.4% となる。NEER で評価した場合、他通貨は 2023 年の反動が目立つ 1 か月だったが、円だけが明確に続落しているのは目に付く。次に、対ドルの変化率を主要通貨全般について見ると (右図・下)、トルコリラとアルゼンチンペソはスケールの問題もあり

2023 年と 2024 年の主要通貨の名目実効為替相場 (NEER)



(資料) macrobond、24年は1月23日までの状況。

主要通貨のスポットリターン
(対ドル、2022年以降の累積)



(資料) macrobond、※24年は1月26日まで。

除外するが、2024 年初来で最強通貨はロシアルーブルで+0.3%、他の通貨は全て対ドルで下落している(ロシアルーブルは 2023 年が▲24%だったことの反動である)。NEER でも示されたように、基本的に 2024 年、最初の 1 か月はドル全面高の裏返しで多くの通貨が下落を強いられた局面だったと言える。その中でも特に弱い通貨が円で、▲5%だった。より全体像を捉える意味で円安局面が始まった 2022 年以降の対ドル変化率を累積で見ると、最強通貨はメキシコペソで+16.5%、最弱通貨は円で▲26.5%だ。これより弱い通貨はトルコリラで▲88.1%、アルゼンチンペソで▲171.9%くらいしかない。G7 通貨というステータスに鑑みれば、いかに円が特殊な値動きを強いられているのか分かる。常々、筆者が「円安の背景には日本固有の構造的理由がある」と主張してきた経緯はこうした円の現在地を見れば分かりやすいと思う。他通貨の動き(例えば日米金利差拡大によるドル高など)から円の弱さを解明しようとするのは無理がある。

～「円高の芽」がないわけではない～

もっとも、2024 年初来の為替市場がドル全面高である以上、円安もその影響を多分に受けている。下落幅が大きいので、円安の全てを「ドル高の裏返し」と説明するのは難しいが、これは恐らく震災に伴う「国難で通貨売り」および新 NISA に伴う「家計の円売り」が付加された結果だと筆者は整理している。円安の底流にドル高があるとすれば、やはり FRB の利下げ転換は「円高の芽」になり得る。それがどの程度の円高に至るかは別の論点だが、このまま全く押し目を経験せずに 150 円台復帰という絵図を筆者は抱いていない。仮にそうなるとすれば、12 月 FOMC の「利下げが視野に入っている」との発言が撤回され、そのまま現状維持が続くというケースが考えられるが、そのような朝令暮改をメインシナリオの前提にはできない。FRB 利下げ無しはあくまでアップサイドリスクだ。

しつこいほど繰り返している論点だが、円相場は 10 年程前に分岐点を通過しており、既に「円安の歴史」が走り始めている最中だと筆者は考えている。変動相場制以降に経験してきた「円高の歴史」においても円安局面があったように、「円安の歴史」にも円高局面はある。それをもたらすのは FRB の政策転換(利下げ)くらいしか考えられない。もちろん、日銀による連続的な利上げが始まった場合、日米金利差の著しい縮小と共に円買いが復活するという見方はあり得る。しかし、「日銀による連続的な利上げ」が実現するとしたら、それは恐らく円安相場の制御が本格的に難しくなった場合ではないかと筆者は考えている。裏を返せば、そこまでの事態に至らなければ、「日銀による連続的な利上げ」という難業に着手することは考えにくい。ドル/円相場で言えば、150 円を優に突破した上で、160 円や 170 円といった水準が現実味を帯び始めた時ではないか。

いずれにせよ 2024 年、最初の 1 か月は思わぬ円安相場に直面しているが、FRB の利下げ局面が始まっても尚、この相場が続く場合は本格的に円安を日本の宿痼と捉え直し、その抑止策を検討する雰囲気有一段と強まっていくと考えた方が良いと考えたい。

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
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
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」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「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/円見通し外観～「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(貿易赤字国を迎える米利下げ～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