

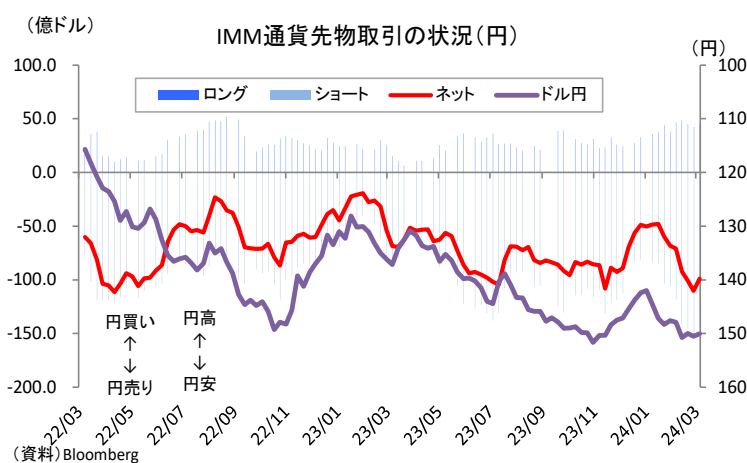
みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 11 日)

最大の円高リスクは日銀の連続利上げ

先週末のドル/円相場は米雇用統計や日銀報道を背景に一時 146.50 円付近まで急落。もっとも、IMM 通貨先物取引に反映される投機筋の円売り持ち高は今次円安局面でピークにあった。先週 8 日に限って言えば、米雇用統計の弱い結果に加え、日銀の 3 月マイナス金利解除観測、さらに量的な引き締めも合わせて行われるという観測報道も重なっている。投機筋が傾いたポジションを修正する(利益確定する)には格好の好機と映ただろう。当面は日銀の正常化プロセス進展を理由として一旦手じまいの動きは支配的になりそう。現状、殆どの市場参加者は「日銀の正常化プロセスはどうせマイナス金利解除ワンショットのみ」と考えている。だからこそ、今後、マイナス金利解除後の連続的な利上げに関心を寄せるような情報発信が日銀から見られた場合(そのように誤解された場合を含め)、強めの円高ショックは警戒されるところ。筆者は「連続的な利上げ」があるとすれば、通貨防衛の意図と共に利上げが行われている状況だと考えており、ドル/円相場で言えば 160 円や 170 円が視野に入るような窮地を想定する。物価安定目標の実現が視野に入ったという真っ当な理由で連続利上げが行われることを想定せず。

～円高は想定された調整～

先週末の米 2 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 +27.5 万人と市場予想の中心(同+20 万人)を上回ったものの、過去 2 か月分について▲16.7 万人とまとまった幅で下方修正された。これにより金融市場は米経済の弱さに着目し、米金利が低下し、ドル/円相場は一時 146.50 円付近まで急落している。もっとも、3 月に入ってから本欄¹でも言及してきたように、ドル/円相場の急落は想定された話で



もある。IMM 通貨先物取引に反映される投機筋の円売り持ち高は今次円安局面(2022 年 3 月以降)でピークにある(図)。先週 8 日に限って言えば、米雇用統計の弱い結果に加え、日銀の 3 月マイナス金利解除観測、さらに量的な引き締めも合わせて行われるという観測報道も重なった。投機筋が傾いたポジションを修正する(利益確定する)には格好の好機と映ただろう。

なお、3 月 5 日時点の円売り持ち高は前週比+11.2 億ドルの▲99 億ドルで 1 月 16 日以来、7 週間ぶりに縮小しているが、依然として非常に大きい。当面は日銀の正常化プロセス進展を理由とし

¹ 本欄 24 年 3 月 1 日号『マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～』をご参照下さい。

て一旦手じまいの動きが支配的になるだろう。『中期為替相場見通し』で論じてきた通り、4～6 月期は日米金融政策の格差縮小がクローズアップされやすくなるタイミングでもあり、積み上がったポジションの大きさを踏まえれば、ドル/円相場の押し目は発生しやすい。円高は想定された調整である。

～最大の円高リスク～

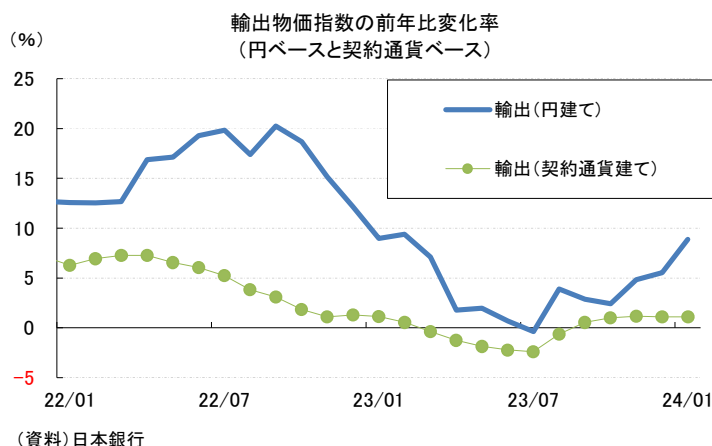
目下、注目すべきは米雇用統計の結果やそれに伴う FRB の利下げ時期、3 月の日銀マイナス金利解除有無ではない。パウエル FRB 議長が講演で述べたように FRB の利下げは「そう遠くない将来」にやってくるし、日銀のマイナス金利解除も 3 月でなければ 4 月に行われると考えて差し支えない。その意味で議論が尽くされた論点と言える。しかし、大きな市場変動は、市場参加者が準備できていない論点を突かれることで発生する。現状、殆どの市場参加者は「日銀の正常化プロセスはどうせマイナス金利解除ワンショットのみ」と考えている。これは正副総裁および審議委員の発言からも恐らく正しい理解であり、連続的な利上げの想定は非現実的と言って差し支えない。

だからこそ、今後、マイナス金利解除後の連続的な利上げに関心を寄せるような情報発信が日銀からあった場合、円高ショックが起きる懸念はある。先週 8 日に時事通信が報じた新たな「量的」金融政策の枠組み導入は恐らくオーバーシュート型コミットメント廃止を意味するのだろうが、それ自体も予想された話ではあった。しかし、量的な議論はマイナス金利解除に集中していた市場参加者の関心の埒外であったこともあってやはり大きな円高を招いた。国内市場参加者の合意形成がしっかりと価格形成に影響する債券市場と異なり、為替市場は海外市場参加者の思惑も大いに反映される。海外市場参加者による日銀の金融政策運営に対する理解が不十分なことは周知の通りであり、いくら執行部が説明を尽くしても「マイナス金利解除は連続利上げの号砲」と誤解する思惑は根絶されないだろう。日銀高官の正常化プロセスに対する些細な言動を針小棒大に取り上げ、円高方向にポジションを傾斜させようという動きは今後も想定され、特に「連続的な利上げ」と誤解されかねない情報発信は神経質な相場展開を招く。現状、円相場が抱える最大の円高リスクだ。

～かつてより望ましい円高。問題は株価～

筆者は「連続的な利上げ」があるとすれば、通貨防衛の意図と共に利上げが行われている状況だと考えており、ドル/円相場で言えば 160 円や 170 円が視野に入るような窮地だと思っている。物価安定目標の実現が視野に入ったという真っ当な理由で連続利上げがあるとは考えにくい。

なお、円安による実質所得環境の毀損を強いられてきた日本経済にとって円高相場は待ち望まれた修正でもある。その意味で過去の円高と今回の円高は意味合いが全く違う。強いて問題を挙げるとすれば、堅調を維持してきた株高への影響はあるだろう。円安により日本の株価が割安になっていることや輸出企業の業績改善が期待されることが株価上昇の原動力と言われてきた経緯があるため、「円



高→株安」はある程度不可避の展開である。先週の本欄でも議論したように、円安にもかかわらず輸出企業は現地通貨建て輸出物価を引き上げており、これが収益改善に寄与している部分は相当大きそうである(前頁図)。また、常に善悪論がつきまとう円安・円高と違って株価上昇で困る経済主体はいないため、株安は景況感悪化を通じて消費・投資への逆風になる可能性が否めない。

もっとも、今回の日銀の正常化プロセス自体が日本経済のデフレからインフレへの切り替わりを評価したものであるならば-その本質的な善悪はさておき-日本株はインフレ経済を映じるように上昇基調を維持できるというのが筆者の基本認識ではある。その間に起きる大小の調整は大事の前の小事という考え方は持っておいても良いだろう。

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/escon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/escon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
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～繰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～「利上げー利下げ」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のリスク～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	カネ関連収支でも揺るがるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が揺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