

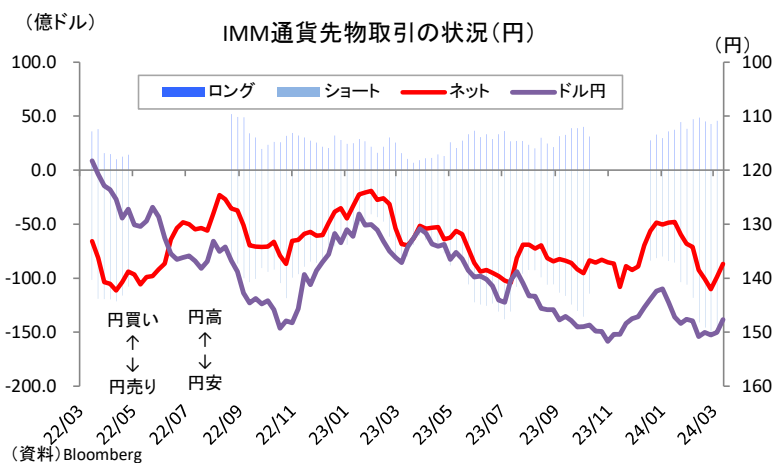
みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 27 日)

円安・円高双方のリスクになる連続利上げ

本欄では円高リスクがあるとすれば、それは日銀が連続利上げに至り、日米金利差の縮小が一段とクローズアップされる局面だと論じた。現在の投機筋の円ショートの大さを踏まえても、想定外の円金利上昇は想定外の円高リスクに直結すると考えるのは王道である。しかし、実は逆かもしれない(円安リスクかもしれない)という不安もある。円安の真因が需給構造の大きな変化だとすれば、連続利上げにもかかわらず円安が続く可能性も。既報の通り、昨日は財務官の私的懇談会として国際収支を分析する有識者会合が立ち上がった¹。長引く円安と需給構造の変化について、因果関係を認識しているからこそその動きだろう(筆者も委員として今後議論に参加する)。こうした状況下、仮に「円安は需給要因。もう利上げでは止められない」という観測が広がった場合、利上げのたびに追加利上げを催促する円売りが出てくることはないのか。このように考えると、日銀が連続利上げを検討している状況というのは想定外の円高よりも想定外の円安が発生しており、その対応に苦慮しているタイミングかもしれない。

～「連続利上げ」は基本的に円高リスク～

過去の本欄では、円高リスクがあるとすれば、それは日銀の正常化プロセスがマイナス金利解除ワンショットで終わらず連続利上げに至り、日米金利差の縮小が一段とクローズアップされる局面だろうと論じた。こうした考え方は正攻法であるし、現在もメインシナリオにとって配慮すべきリスクには違いない。日銀金融政策決定会合における現在の公表文も、「経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続する」をフォワードガイダンスとして据えている。例えば、ここから四半期に1度、+25bp ずつ引き上げられるような展開は想定外の円高リスクと整理しておくのが無難だろう。IMM 通貨先物取引などに反映される投機筋の円ショートの大さを踏まえても、想定外の円金利上昇は想定外の円高リスクに直結すると考えるのが王道ではある(図)。



ば、当面、緩和的な金融環境が継続する」をフォワードガイダンスとして据えている。例えば、ここから四半期に1度、+25bp ずつ引き上げられるような展開は想定外の円高リスクと整理しておくのが無難だろう。IMM 通貨先物取引などに反映される投機筋の円ショートの大さを踏まえても、想定外の円金利上昇は想定外の円高リスクに直結すると考えるのが王道ではある(図)。

～最も恐ろしいのは白川体制と逆の展開～

しかし、実は逆かもしれない(円安リスクかもしれない)という一抹の不安もある。常々本欄で論じ

¹ 財務省 国際収支に関する懇談会の開催について (「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」) 2024 年 3 月 26 日

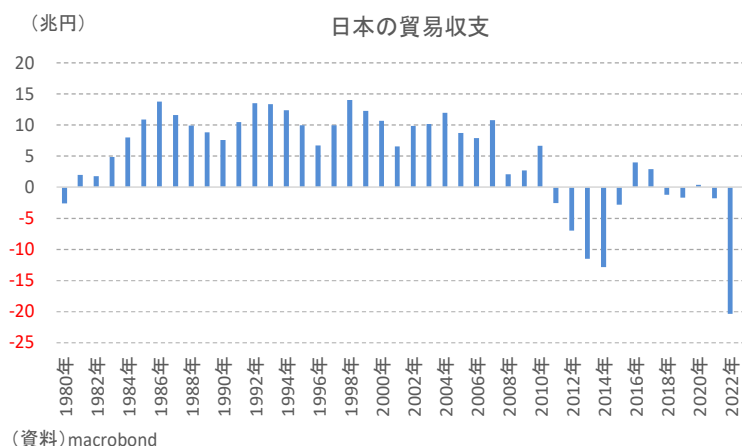
てきたように、円安の真因が需給構造の大きな変化だとすれば、連続利上げにもかかわらず円高への戻しが甘くなる可能性は十分あり得る。既報の通り、昨日は財務官の私的懇談会として国際収支を分析する有識者会合が立ち上がっている²。長引く円安と需給構造の変化について、因果関係を認識しているからこそその動きだろう(筆者も委員として今後議論に参加させて頂く)。こうした状況下、仮に「円安は需給要因。もう利上げでは止められない」という観測が広がった場合、利上げのたびに追加利上げを催促する円売りが出てくることはないだろうか。

かねて筆者は、植田体制で一番恐れるべき展開は白川体制の逆の展開ではないかと論じてきた。白川体制ではいくら追加緩和を重ねても執拗な円買いにより「次の一手」を煽られ、手持ちカードを少しずつ剥ぎ取られるという苦境に陥っていった。仮にこのまま円安相場が続いた場合、植田体制はいくら引き締めを重ねても執拗な円売りによって「次の一手」(追加利上げ)を煽られる展開になる恐れもある。催促的に円売りを重ねることで追加引き締めが必ず出てくるのであれば、決定会合前後は利益確定の機会として利用されやすい。そうすると利上げが円安を呼び、円安が利上げを呼ぶという状況は生まれやすくなる。このように考えると、恐らく日銀が連続利上げを検討している状況というのは、想定外の円高よりも想定外の円安が発生しており、その対応に苦慮しているタイミングかもしれない。日銀会合が毎回、円安耐久度を試すライブミーティングになるというのが最悪の展開であり、実際、マイナス金利解除後の為替相場はそれを予感させるものがあつた。

～債券市場への優しさ、為替市場には逆効果～

究極的な対抗策の話をすれば、通貨高に対しては自国通貨売りという無制限の手段があるのに対し、通貨安に対しては自国通貨買いという有限の手段しかない。投機筋から見れば、敵の弾薬(外貨準備相当分)が可視化され、逐次投入されてくる武器(利上げ)の威力もたかが知れているという状況なのだから、自信を持って円売りを仕掛けられる。現状、それはリスクシナリオの1つでしかないが、留意しておきたい論点ではある。2023年4月以降、日銀が日本国債の貸出制限に踏み切ったことで債券市場における「円金利上昇(日本国債売り)で引き締めが煽られる」という展開は封じられたが、その分、為替市場に投機筋による負荷は寄せられている。

結局、こうした「金利に配慮した結果、為替が疎かになる」という構図が今後、日銀の金融政策運営と金融市場の関係を考察する上での要諦になるだろう。先週、マイナス金利解除後の本欄では「債券市場への優しさが仇となり円安が進んだ」と論じたが、日銀が債券市場への優しさを捨て去るのは政治的にも難渋するはずであり、同じことはどうしても起きやすい。貿易収支が



赤字で、政策金利がゼロ、潜在成長率も1%未満というという日本の状況に照らせば、円安はフェア

² 財務省 国際収支に関する懇談会の開催について (「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」) 2024年3月26日

ンダメンタルズに即した値動きと言って差し支えない(前項図)。もちろん、150 円近傍がフェアバリューなのかという議論については断定ができないものの、「日銀が利上げをすれば、あるいは FRB が利下げをすれば円安は止められる」というもっともらしい議論は、基本的に貿易収支が慢性的に黒字だった時代の発想であり、今後は金利経路だけで円安を抑制するのは難しいという発想を持っておく必要はあるだろう。

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/egcon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egcon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
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	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内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～進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産～
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賃金減速～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～織り込んでも円安の怖さ～
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	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡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～