

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 8 日)

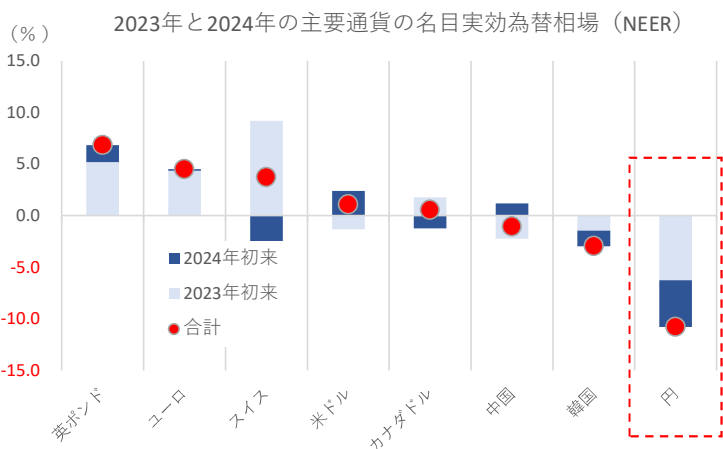
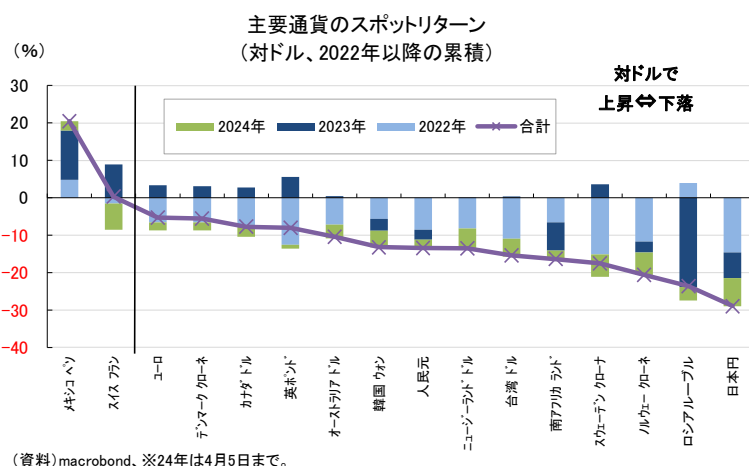
独歩安だった円相場～第 1 四半期振り返り～

ちょうど 1～3 月期を終えたところで円相場の動きを総括してみたい。まず、円は対ドルで▲6.2%下落しており、これは G10 通貨に最も大きな下落幅となる。22～24 年の変化率を累積しても、円ほど負け続けている通貨は無い。厳密にはトルコリラとアルゼンチンペソは円よりも累積下落幅が圧倒的に大きい、もはやその 2 通貨くらいしか比較対象が無いという実情にある。一方、名目実効相場(NEER)に目をやると、円は年初来で▲4.6%下落しており、3 月 20 日時点では 74.3 と史上最安値を更新。他通貨の NEER 動向を踏まえる限り、円安を「ドル高の裏返し」と解釈するのはやはり難しく、「為替市場で円が敬遠されている」というイメージが妥当。日米金利差を主軸とした解説は—いかに相関があろうと—適切ではないというのが筆者の基本的立場。20 年、円の NEER は 22 年以降、年を追うごとに水準が切り下がっており、世界的にも異質。

～円の NEER は過去最安値、全面安極まる～

先週末は地区連銀総裁発言を受けた FRB 利下げ観測の後退、植田日銀総裁インタビューを受けた日銀追加利上げ観測の台頭など、ドル/円相場を押し下げる材料が相次いだものの、結局 151 円台半ばで越週し、本日の東京時間午前中は 151 円台後半で始まっている。ちょうど 1～3 月期を終えたところなので円相場の動きを総括してみたい。まず、円は対ドルで▲6.2%下落しており、これは G10 通貨に最も大きな下落幅となる。2022 年、2023 年、2024 年初来の変化率を累積しても、円ほど負け続けている通貨は無い(右図・上)。厳密にはトルコリラとアルゼンチンペソは円よりも累積下落幅が圧倒的に大きい、もはやその 2 通貨くらいしか比較対象が無いという実情にある。

一方、名目実効相場(NEER、Broad ベース)に目をやると、円は年初来で▲4.6%下落しており、3 月 20 日時点では 74.3 と史上最安値を更新している。ちなみにドル



は+2.4%と主要通貨では最も大きな伸び幅だが、英ポンドやユーロも上昇しており(それぞれ+1.6%、+0.2%)、G7 通貨で円と共に下落通貨となっているカナダドルでも▲1.3%にとどまっている。こうした状況を踏まえる限り、ドル高の結果として円が大幅下落を強いられているという解釈は難しい。昨年からの値動きも踏まえれば、やはり「為替市場で円が敬遠されている」というイメージは抱かざるを得ない(前頁図・下)。

これまで幾度となく繰り返してきた事実だが、今次円安局面は「ドル高の裏返し」ではない。よって日米金利差を主軸とした解説は—いかに相関があろうと—適切ではないというのが筆者の基本的立場である。主要貿易相手国通貨に対して広く、あまねく売られているからこそ NEER が下がっているのであり、それを日米金利差という二国間の変数だけで説明するのは無理がある。

～年を追うごとに切り下がる NEER の水準～

今次円安局面が始まってから定点観測している、2022 年初頭を起点とした主要通貨の NEER 比較を見ても、円の独歩安というイメージが修正される気配は感じられず、むしろ年を追うごとに水準が切り下がっている(図)。ちなみに円のこうしたイメージはアジア通貨の NEER と並べても殆ど変わらない。この間に FRB の利上げ幅縮小、利上げ停止、利下げ路線への転換、および日銀のマイナス金利解除まで



消化しているのだから、円安の粘着性には危機感を覚えて然るべきであろう。繰り返しになるが、今次円安局面は「為替市場で円が敬遠されている」と表現する方が腑に落ちるものであり、「FRB の利下げが遅れているから円安が修正されない」という認識は事態を矮小化している。

百歩譲って、日米金利差を主軸とする見通しに立ったとしても問題はある。確かに、FRB の利下げが実際に始まればドル/円相場の押し目はある程度期待できるだろう。だが、サマーズ氏の言うように米国の中立金利が思ったよりも高い(例えば4%以上)という可能性は無いのか。仮にそうだとしたら、金利差に依存した見通しであっても円高予想はかなり控えめなものになってしまうだろう。そうした状況下、日本に目をやれば、国際収支構造の変容は止まらず、家計部門の円売りが安定的に持続しているという需給環境は健在である。ドル/円相場の上下動は想定しつつも、円高方向の動きは「長期円安局面の小休止」くらいに割り切っておいた方が良いというのが筆者の相場観である。

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.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4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
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～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～