

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 16 日)

最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安～

中東リスクに際し、現状で懸念されるシナリオは「①原油価格急騰→②米国の利下げ遅延→③米株の大崩れ」であり、円相場においては日米金利差拡大並びに貿易収支赤字拡大の 2 つの観点から想定外の円安リスクが高まる状況。最悪のシナリオは②が利下げ遅延にとどまらず利上げの再開にまで至る展開。ドル/円相場の 160 円到達を視野に入れるならばそこまでの想定は必要になる。過去 2 年の円安局面は CPI ショックが助け船になってくれた。24 年は米利下げが最大の助け舟となるはずだったが、それも難しそうな情勢。唯一の救いは少なくとも現状が広範なドル高相場であり、売られているのは円だけではないこと。この点は 23 年の円安局面と違いがある。ドル高が修正されるタイミングではある程度、円安の修正も期待できるだろう。もっとも、肝心の「ドル高が修正されるタイミング」の代表格が FRB の利下げであり、「最悪のシナリオは米国の利上げ再開」とすら言われる中で、実質的には八方塞がりの様相は確かにある。状況が極まれば企業部門の海外内部留保の取り扱いなども注目されるだろう。

～最悪のシナリオは FRB の利上げ路線復帰～

依然、金融市場の争点は中東リスクに集まっている。イランによるイスラエル攻撃に際し、バイデン米大統領はネタニヤフ・イスラエル首相に対して報復の自制を呼びかけたことが報じられているが、現在の報道を見る限り、イスラエル側の反撃は不可避の情勢と見受けられる。本件が米国、イスラエル、イランの三者を巻き込んだ紛争へと発展するかどうかは現状では見えてこない。

詳しいことは中東政治の専門家に委ねるとして、市場への影響をどう考えるべきか。現状、懸念されるシナリオは「①原油価格急騰→②米国の利下げ遅延→③米株の大崩れ」であり、円相場においては日米金利差拡大並びに貿易収支赤字拡大の 2 つの観点から想定外の円安リスクが高まる現状と読める。最悪のシナリオは②が利下げ遅延にとどまらず利上げの再開にまで至る展開だろう。可能性はごく小さいものだが、ドル/円相場の 160 円到達を視野に入れるならばそこまでの想定は必要になる。なお、原油価格上昇が米国民の生活不安を招き、バイデン大統領の再選が危うくなる可能性については、元より劣勢が伝えられる中、さほど大きな材料にはならないように思える。

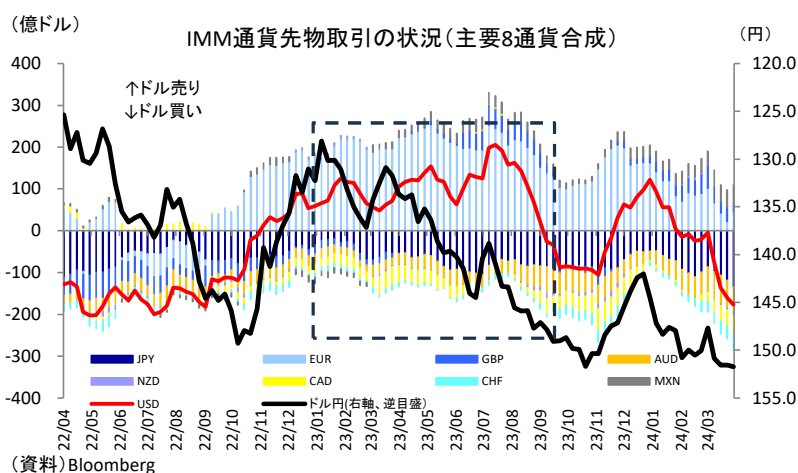
～通貨防衛の定番パターン～

それが 160 円かどうかは別として、円安が持続性を伴うと仮定した場合、日銀の対応も逐一注目を集めることになる。現状の円安相場は日銀の追加利上げ(や円買い為替介入)を催促する側面も含んでいるだろう。しかし、過去の本欄で執拗に論じたように、一度でも中央銀行が応戦すれば、投機的なゲームに巻き込まれてしまう懸念はある。「催促的に円売りを重ねれば、利上げしてくれる」と分かれば、そこで利益確定することによって収益機会が生まれる。投機的にリピートする価値は十分ある話だ。日銀の本音がどうであろうと、円売りが進んでいる時に利上げを決断すれば、金融市場は恐らく「円安が嫌だから利上げをした」と解釈する。今後、会合が近づくに連れて催促的に

円売りが強まる可能性は高いと言わざるを得ない。この悪循環を脱するためには日銀金融政策決定会合とは全く無関係の時間帯に円安が修正される必要がある。2022 年と 2023 年はたまたま CPI ショックが助け舟になった。2024 年は FRB の利下げこそ最大の助け船になるはずだったが、周知の通り、その可能性は著しく低下している。その上で原油価格の騰勢までも円売りの背中を押している。通貨売りで連続利上げを煽られるという構図は、新興国が通貨防衛に追い込まれる定番のパターンだ。新興国であれば、為替介入や資本規制を柔軟に組み合わせることができるが、G7 の一角でもある日本はより選択肢が限定されていることを見透かされやすいという難しさもある。

～現状は「ドル高の裏返し」の側面もある～

このように書いてしまうと八方塞がりで円安は止めようがないような印象も抱かれるが、少なくとも現状はドル高相場であり、売られているのは円だけではない。言い換えれば、円安は「日本売りの結果」というわけではなく(もちろんそれがゼロとは言わないが)、「ドル高の裏返し」という部分も相応に含んで。右図に示されるように、IMM 通貨先物取引における主要 8 通貨の合成ポジション(対



ドル)を見ると、ドル買い持ち高は過去 2 年間の最高水準に接近している(図)。為替市場全体でドルが買われる中、円は数多く売られている通貨の 1 つという位置づけにある。これに対し、例えば 2023 年を振り返れば、合成ポジションで見てドル売りが積み上がる局面でも円安はしっかり進んでいた(図中点線四角部分)。当時は「ドル高の裏返し」ではなく「日本売りの結果」を多分に含んでいたからではないかと思われる。こうしたポジション状況を踏まえると、2023 年とは異なり、ドル高が修正されるタイミングではある程度、円安の修正も期待できる。

もっとも、肝心の「ドル高が修正されるタイミング」の代表格が FRB の利下げであり、「最悪のシナリオは米国の利上げ再開」とすら言われる中で、円安を取り巻く情勢は実質的には八方塞がりの様相を強めているのは事実だ。こうして考えていくと、今後円安抑止を検討するにあたって、例えば日本の企業部門が海外に留保する利益などは政策的に還流の余地を探る展開にはなり得る。人件費の上昇が日本経済の新しい潮流として到来しつつあることを思えば、企業部門の国内における資金ニーズはこれまでよりも大きいようにも思える。この点は別の機会に改めて論じたい。

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4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
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～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)