

みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 8 日)

「円安バブル」報道について①～05-07 年との比較分析～

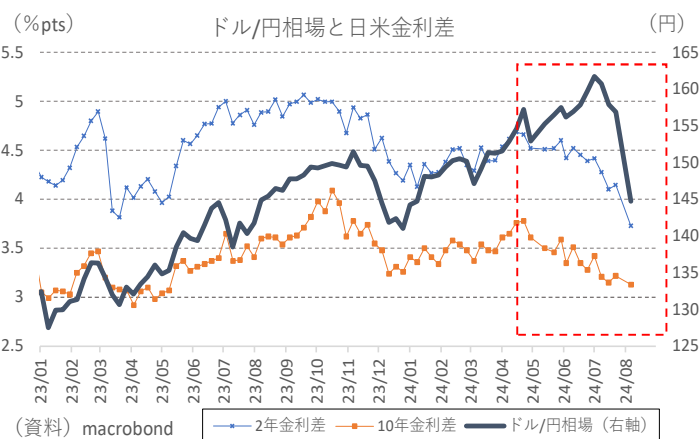
今回の大混乱に関し、市場では「円キャリー取引を背景とする円安バブルが崩壊した」という解説が支配的に。しかし、違和感もある。確かに、日本株は「円安ゆえに押し上げられている」という争点はかなり指摘されてきた部分であり、特に 4 月以降の円安・株高は日米金利差から大きく乖離した局面であったため、かなり危うさはあった。その乖離を埋めるように円高が進み、日本株も調整を強いられているという説は相応に納得感がある。だが、米国を筆頭として欧米株価の行方も円金利、具体的には日銀の政策運営に委ねられていたという解説は寡聞にして知らない(少なくとも筆者は)。株式市場が崩壊してから「600 兆円の円キャリー取引が円安と世界の株高を引き起こしていた」という解説が突発的に増えたが、それほど巨大な数字(600 兆円)を年初来の円安局面にまつわる解説で見たことがあるだろうか。円キャリー取引(≒日米金利差)は円安の一因であったに違いないだろうが、今回の日銀利上げを極度に嫌気する機運の中、必要以上にその威力が強調されているのではないか。かつて円キャリー取引が隆盛を極めた 05-07 年との違いを冷静に考えた上で、来たる FRB への利下げに構えたいところ。

～突然現れた「円キャリー取引・円安バブル」説～

筆者が夏季休暇中の 5 日から 7 日にかけての本邦金融市場は歴史的に残る大荒れの様相を呈した。議論すべきことは沢山あるが、まずは為替市場に対する所感を示しておきたい。

今回の大混乱に関し、市場では「円キャリー取引を背景とする円安バブルが崩壊した」という解説が支配的になっている。これについて筆者は小さない違和感を覚える。「円キャリー取引を背景とする円安バブル」というのは具体的には「低金利の円を起点として世界の資産価格が支えられていた」という趣旨だが、今回の大混乱があつてから急に目にするようになった説でもある。

確かに、日本株については「円安ゆえに押し



し上げられている」という争点はかなり指摘されてきた部分であり、特に 4 月以降の円安・株高は日米金利差から大きく乖離した局面であったため、かなり危うさを感じるものではあった。その乖離を埋めるように円高が進み、日本株も調整を強いられているという説は相応に納得感がある(図)。

だが、米国を筆頭として欧米株価の行方も円金利、具体的には日銀の政策運営に委ねられていたという解説は寡聞にして知らない(少なくとも筆者は)。これはただの後講釈で、米 7 月雇用統計の強烈な悪化を受けて米国株が調整を強いられているという方が腑に落ちる話である。円キャリー取引を起点とするフローは一因であったとしても、主因なのかどうかは確証が無い。今回、8 月 2 日

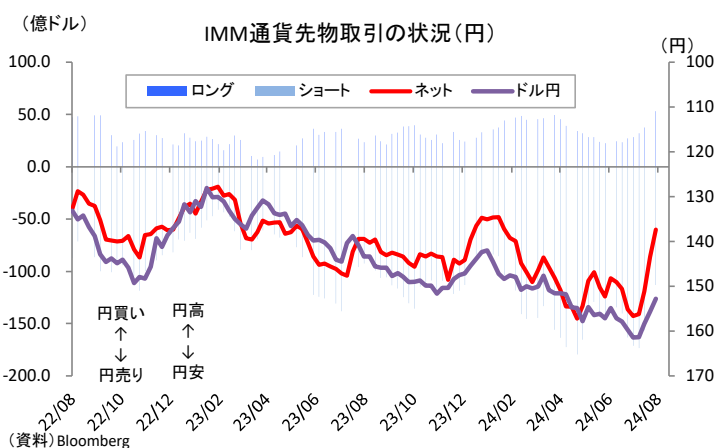
や 5 日に株式市場が崩壊してから「600 兆円の円キャリー取引が円安と世界の株高を引き起こしていた」という解説が突発的に増えた。しかし、それほど巨大な数字(600 兆円)を年初来の円安局面にまつわる解説で見たことがあるだろうか。少なくとも筆者は無い。なぜ、それほど単純な理由で円安が起きていたのなら、誰も指摘しなかったのか。なぜ、国際収支構造の変容や新 NISA にまつわる「家計の円売り」がこれほど為替市場の注目されてきたのか。それ以外に持ち出せる説がさほど多くなかったからではないのか。もちろん、円キャリー取引(≒日米金利差)は円安の一因であったに違いないだろうが、今回の日銀利上げを極度に嫌気する機運の中、必要以上にその威力が強調されている恐れはある。常々指摘しているように、金利差にまつわる取引は方向感に影響を与えるため、円キャリー取引の拡大と縮小は相場変動に当然影響がある。しかし、現時点でその説に過度に傾斜することも慎重でありたい。

～円キャリー取引の定義が曖昧～

そもそも円キャリー取引という取引戦略は定義が曖昧だ。よって筆者はその言葉の使用を極力避けている。煎じ詰めれば「低金利通貨を借りて、高金利通貨に投資し、安定的に金利差を得る取引」ということになるのだろうが、その定義に従えば外貨普通預金も円キャリー取引になる。歴史的な話をすれば「円キャリー取引を背景とする円安バブル」は 2005～07 年に注目された相場現象であり、2007 年 8 月のパリバショック、2008 年 9 月のリーマンショックを経て巻き戻しが始まり、超円高局面を形成した。この時も「円キャリー取引の規模感」は各所で様々な試算が講じられたが、実際、精緻な数字を出すことは難しかった。

当時、筆者も外為証拠金取引(くりっく365)などからイメージされる円売り、IMM 通貨先物取引における円ショート、国際決済銀行(BIS)で確認できる円建て国債与信統計などを積み上げることで疑似的に円キャリー取引の規模を推計していたが、結局、さほど高い精度は得られないという結論に達した。現在、市場でよく目にする 600 兆円の真偽は定かではないものの、やはりそれほど巨額の数字で、しかも確固たる裏付けがあるならば、事前にもっと話題になっていたのではないか。こうした投機的取引にまつわる論点は日頃引用しているように、IMM 通貨先物取引における円にまつわるネットポジションを代理変数として着目すれば十分というのが筆者の認識であり、現時点(7 月 30 日)では直近ピークであった 7 月上旬から 6 割が巻き戻され、4 割が残っているというイメージが得られる。当然、8 月 2 日以降にはさらに巻き戻しが進んでいるだろう(図)。

だが、東日本大震災後の超円高を引き起こしたと言われた「損保のレパトリ」も後日、財務省統計を通じて存在しなかったことが明らかになったように、真偽は別にして、相場の熱狂時は「皆がそう思えばそうなる」というのが金融市場でもある。百歩譲って「円キャリー取引を背景とする円安バブル」はあったということにしておこう。しかし、この点についても特に想定外ということはない。過去の

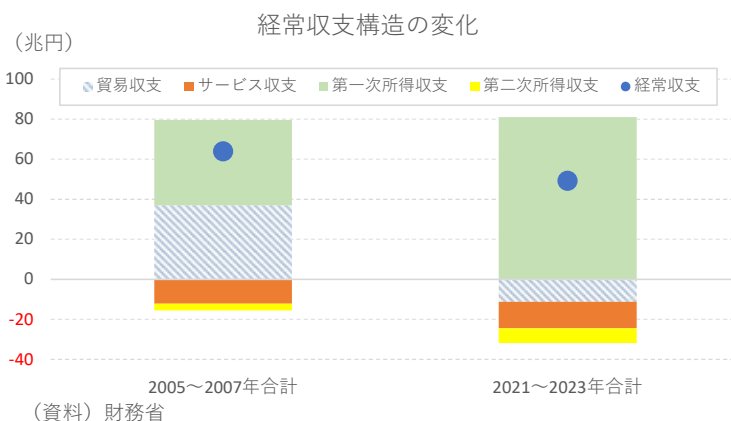


本欄 7 月 12 日号「金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～」でも議論したように、筆者は「現状で円が買われる理由は『売られ過ぎたから』くらいしかない」と述べてきた。震度はさておき、円キャリー取引の巻き戻しというのは「売られ過ぎたから」の結果である。141 円台の後、145～147 円のレンジ取引にあるが、「中期為替相場見通し」で示した 7～9 月期の下限は「145 円」だ。問題はキャリー取引の巻き戻しが完了し、ポジションが中立化した時の水準をどう考えるかである。

～05-07 年との違いを考えるべき～

水準を考察するには需給分析が必要になる。2005 年から 2007 年にかけてキャリー取引の生成と崩壊が指摘されていた頃、借りられる側の低金利通貨（以下調達通貨）の代表格が円とスイスフランであり、ドルですら豪ドルや NZ ドルをターゲット通貨とする調達通貨と呼ばれている時代だった。その中でも円は低金利の安定が見込まれたゆえ、調達通貨としては大人気だったわけだが、同時に世界有数の貿易黒字大国の通貨でもあった。よって、仮にドルを筆頭とする海外金利が引き下げられるようなことがあれば、一気に円高に行くのではないかという懸念は常にあり、実際にそうなった。具体的には 2008 年から 2012 年に至るまでの 5 年弱、日本経済は超円高に苦しめられ、その為替に対する怨嗟がアベノミクス下での異次元緩和として結実したという見方もある。この 2005 年から 2007 年にかけては「世界有数の貿易黒字大国の通貨」であったという事実は当時と現在の日本を比較検討する上での最大の相違である。当時は「拠って立つ自国通貨買いの需給が存在した」のである。2005 年から 2007 年にかけての日本では薄型テレビに象徴されるような民生家電の世界向け輸出が好調であり、経常黒字における貿易黒字の存在感もかなり大きかった。当時はまた、円安が輸出増を通じて生産・所得・消費の好循環に繋がるというチャンネルが生きていたのである。

具体的に数字を見てみよう。2005 年から 2007 年にかけての 3 年間累積で見ると、経常黒字が約+64.0 兆円で、そのうち貿易収支が約+37.0 兆円、サービス収支が約▲12.2 兆円、第一次所得収支が約+42.6 兆円、第二次所得収支が約▲3.4 兆円であった。貿易でも投資でも外貨を稼ぐ「未成熟な債権国」である。これに対し、2021 年から 2023 年にかけての 3 年累積の数字を



見ると、経常黒字が約+49.1 兆円で、そのうち貿易収支が約▲11.2 兆円、サービス収支が約▲13.3 兆円、第一次所得収支が約+81.0 兆円、第二次所得収支が約▲7.4 兆円であった。貿易では稼げず、投資で外貨を稼ぐ「成熟した債権国」である(図)。

双方の時代とも経常黒字大国には違いないが、常々論じているように、第一次所得収支黒字の過半は円買いとなって還流することはせず、証券投資収益や再投資収益という名目で外貨のまま国外に滞留している疑いが強い。これに対し、貿易収支の黒字や赤字は確かなアウトライイト取引として為替市場に現れる。そもそも実需環境として円高に行く筋合いを抱えていたのが 2005 年から 2007 年であり、実体経済を巻き込んで円安バブルと形容されたことも頷ける。実際、当時の日本経

済は、過去最長であった「いざなぎ景気」と呼ばれた景気拡大局面(57 か月間:1965 年 10 月～1970 年 7 月)を超え、戦後最長の景気拡大局面「いざなみ景気」(73 か月間:2002 年 1 月～2008 年 2 月)の最中にあったと認定されている(これについても様々な議論はあるが、一応、公式にはそういうことになっている)。異論もあるだろうが、少なくとも現在と比較すれば、当時は円安が実体経済に恩恵をもたらしていることが可視化されやすい面はあった。

片や、2021 年から 2023 年の円安バブルに関し、実体経済の好調を指摘する向きはなく、むしろスタグフレーションの疑いがかかっている。強いて円安バブルがあったとすれば、それは株式市場を筆頭とする資産価格の話であって、実体経済は円安経由の物価高で逆に苦しんでいる実情がある。どちらの時代も円キャリー取引を巻き込んだ円安バブルを伴っているのかもしれないが、実体経済の様相は全然異なる。要するに現在は前回円安バブルと言われた 2005 年から 2007 年とは円の需給環境が全く異なっているわけで、米国の利下げを迎え撃つこれからの展開を検討するにあたっては、その辺りの相違を考慮する必要がある。次回の本欄ではこの点を改めて議論したい。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	I～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
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
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	「増で売って、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～