ともに挑む。ともに実る。
MIZUHO みずほ銀行

みずほマーケット・トピック（2024 年 8 月 9 日）

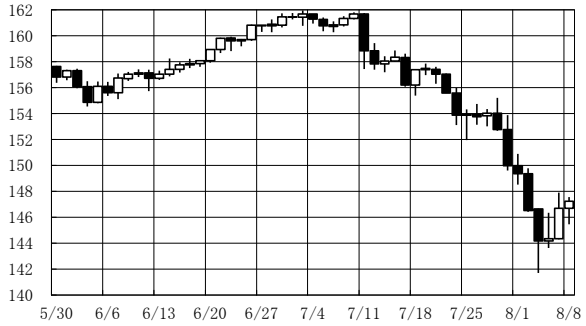
内容　1．為替相場の動向　　2．来週の注目材料
　　3．本日のトピック：「円安バブル」報道について②～2005-07 年との比較分析～

1．為替相場の動向（関連レポート：「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」）

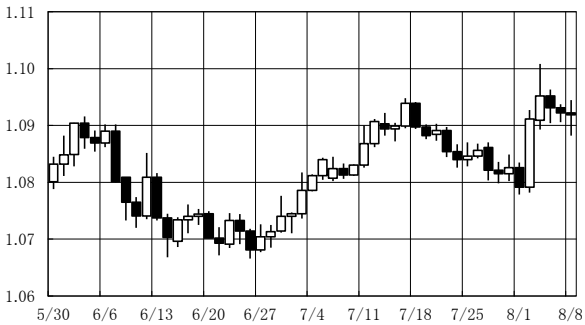
- 今週のドル/円は株式市場の動向に左右され乱高下した。週初5日、145.59円でオープンしたドル/円は、日本株の大幅下落に加え、中東における地政学リスクの高まりも材料視され、約7か月ぶりの安値となる141.68円に急落。海外時間は、米7月ISM非製造業景気指数の強い結果を受けた米金利上昇が好感され、144円台を回復した。6日、ドル/円は日本株反発を横目に146円台前半に上伸。海外時間は、米金利や株式市場の動向に左右されながら上下動し、145円を挟んで方向感に欠ける展開となった。7日、ドル/円は内田日銀副総裁による金融市場の混乱に配慮するハト派な発言を受け円売りが加速し、一時週高値の147.93円に上昇。海外時間は、円売り一服で値を下げる場面もあったが、米金利続伸が下支えとなり、147円を挟んでもみ合った。8日、ドル/円は日銀金融政策決定会合の主な意見（7月会合分）のタカ派な内容や米金利低下を受け、一時146円を割り込んだ。海外時間は、米新規失業保険申請件数の強い結果を受けた米金利上昇に連れて、一時147円台半ばに反発した。本日のドル/円は、引き続き147円台半ばで取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、週初に急伸も、その後は水準を切り下げた。週初5日、1.0910でオープンしたユーロ/ドルは、前週から続いたドル売りの流れが支援材料となり、約7か月ぶりの高値となる1.1009に上昇。その後、米経済指標の強い結果を受けた米金利反発が重しとなり、1.09台半ばに水準を下げた。6日、ユーロ/ドルは欧州株安や独金利低下が嫌気され、一時1.09付近に続落した。7日、ユーロ/ドルは再度1.09付近に軟化する場面もあったが、欧州株の持ち直しを好感し小幅に反発、その後は1.0920を挟みレンジ推移した。8日、ユーロ/ドルは1.09台半ばまでじり高後、米経済指標の良好な結果を受けた米金利上昇が嫌気され、一時週安値の1.0882に下落。その後ユーロ売りは一巡し、1.09を回復して引けた。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.09台前半で取引されている。

		前週末	今週			
		8/2(Fri)	8/5(Mon)	8/6(Tue)	8/7(Wed)	8/8(Thu)
ドル/円	東京9:00	149.20	145.59	145.85	144.77	146.30
	High	149.76	146.55	146.36	147.93	147.53
	Low	146.42	141.68	143.63	144.35	145.43
	NY 17:00	146.49	144.23	144.35	146.68	147.26
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0786	1.0910	1.0953	1.0925	1.0928
	High	1.0926	1.1009	1.0963	1.0936	1.0945
	Low	1.0783	1.0894	1.0904	1.0906	1.0882
	NY 17:00	1.0911	1.0952	1.0931	1.0922	1.0919
ユーロ/円	東京9:00	160.77	158.90	159.70	158.11	159.87
	High	161.55	159.81	160.21	161.43	160.84
	Low	159.70	154.44	157.37	157.81	159.01
	NY 17:00	159.88	157.91	158.17	160.35	160.75
日経平均株価		35,909.70	31,458.42	34,675.46	35,089.62	34,831.15
TOPIX		2,537.60	2,227.15	2,434.21	2,489.21	2,461.70
NYダウ工業株30種平均		39,737.26	38,703.27	38,997.66	38,763.45	39,446.49
NASDAQ		16,776.16	16,200.08	16,366.86	16,195.81	16,660.02
日本10年債		0.95%	0.77%	0.89%	0.88%	0.83%
米国10年債		3.79%	3.78%	3.90%	3.95%	3.99%
原油価格(WTI)		73.52	72.94	73.20	75.23	76.19
金(NY)		2,469.80	2,444.40	2,431.60	2,432.40	2,463.30

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

・ 米国では、14 日(水)に 7 月消費者物価指数(CPI)が公表される。6 月の結果は+3.0%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.1%および 5 月の+3.3%を下回った。また、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは、+3.3%と市場予想および 5 月の+3.4%から下振れた。非コア項目では、エネルギー価格が+1.0%と 3 か月ぶりに伸びが鈍化した。他方コア項目では、コア財価格が▲1.8%と 6 か月連続でマイナス寄与となった一方、コアサービス価格は+5.1%と 2022 年 4 月以来の低水準を記録した。FRB が重視する居住費除くコアサービス価格も、ブルームバーグの試算によれば+4.67%と前月に続き伸びが鈍化しており、広範囲でディスインフレがみられる。かかる環境下、7 月末に開催された FOMC は、インフレ抑制に注力していた今までのスタンスが、雇用環境への配慮も重視するスタンスに変化した。目先は、雇用関連指標への注目度がより高まることが予想されるが、利下げ開始後のペースを占ううえでは、物価統計の重要度も高く、引き続き注視したい。なお、7 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+3.0%、コアベースで+3.2%と見込んでいる。

そのほか、16 日(金)には米 8 月ミシガン大学消費者マインド(速報)が公表予定。7 月分の結果(確報)は、66.4 と 8 か月ぶりの低水準に落ち込んだ。公表元のコメントなどを確認すると、特に低所得者層のセンチメントの悪化が著しいようだ。落ち着きつつあるとはいえ物価水準は高く、過剰貯蓄もすでに尽きている中、厳しい家計の状態が浮き彫りになっている。他方、1 年先の期待インフレ率に関しては、+2.9%と 4 か月ぶりの低水準となった。緩やかな鈍化基調にあるとはいえ、パンデミック前の水準には戻せていない。なお、8 月の結果(速報)に関しブルームバーグの事前予想では、消費者マインドを 67.2 と見込んでいる。

・ 本邦では、15 日(木)に 4～6 月期 GDP(速報)が公表予定となっている。1～3 月期の結果は、前期比で▲0.7%、前期比年率で▲2.9%となり、2 四半期ぶりのマイナス成長に転落した。自動車メーカーの生産停止など一時的な特殊要因も大きかったとはいえ、それを割り引いても総じて弱い結果だ。前期比ベースの数字を寄与度で確認すると、要の民間最終消費は▲0.4%となった。4 四半期連続のマイナス寄与であり、これはリーマンショック以来の出来事。弱い内需に連れて輸入も減少したが、それ以上に輸出も停滞したため、純輸出は▲0.4%となった。プラス寄与となった項目は、在庫投資のみに限られる。1～3 月期までのデータを確認すれば、経済の好循環が起きているとは言えない。もっとも、1～3 月期からの反動、および好調な企業収益が賃金および設備投資に一定程度回っていることに鑑みれば、4～6 月期の結果は個人消費や設備投資を中心にある程度強いものにはなりそうだ。なお、ブルームバーグの事前予想では、4～6 月期の結果(速報)に関し前期比で+0.6%、前期比年率で+2.3%と見込んでいる。

	本　　邦	海　　外
8 月 9 日(金)	――――――――――	・独 7 月消費者物価指数 (確報)
12 日(月)	――――――――――	・独 6 月経常収支
13 日(火)	・7 月国内企業物価指数 ・7 月工作機械受注 (速報)	・独 8 月 ZEW 景気期待指数 ・米 7 月 NFIB 中小企業楽観指数 ・米 7 月生産者物価指数
14 日(水)	――――――――――	・ユーロ圏 4～6 月期 GDP (改定値) ・ユーロ圏 6 月鉱工業生産 ・米 7 月消費者物価指数
15 日(木)	・4～6 月期 GDP (速報) ・6 月設備稼働率 ・6 月鉱工業生産 (確報)	・米 7 月小売売上高 ・米 7 月鉱工業生産 ・米 8 月 NAHB 住宅市場指数
16 日(金)	・6 月第 3 次産業活動指数	・ユーロ圏 6 月貿易収支 ・米 7 月建設許可/住宅着工件数 ・米 8 月ミシガン大学消費者マインド (速報)

【当面の主要行事日程(2024 年 8 月～)】

ジャクソンホール経済シンポジウム (8 月 22～24 日)
ECB 政策理事会 (9 月 12 日、10 月 17 日、12 月 12 日)
FOMC (9 月 17～18 日、11 月 6～7 日、12 月 17～18 日)
日銀金融政策決定会合 (9 月 19～20 日、10 月 30～31 日、12 月 18～19 日)

3.「円安バブル」報道について②～2005-07 年との比較分析～

もはや当時とは「別の通貨」

昨日の本欄では「円キャリー取引を背景とする円安バブルが崩壊した」という解説に関し、類似の状況を伴っていた 2005～07 年との比較分析を行った。貿易黒字大国だった当時と貿易赤字が定着した現在では、円にまつわる需給環境があまりにも違い過ぎる。当時は貿易・投資の双方で外貨を稼ぐ「未成熟な債務国」であったのに対し、現在は投資だけで外貨を稼ぐ「成熟した債権国」である。国としての発展段階が明確に変わった以上、両時代は「別の通貨」と言っても良い。「別の通貨」なのだから、当然、金融政策運営の格差、端的には内外金利差に対する反応も変わってくるというのが筆者の立場である。

右表がイメージ作りの一助となるのではないかと思う。例えば 2005 年から 2007 年は FRB（を筆頭とする海外中銀）が利上げ局面にある一方、日銀はゼロ金利で安定が見込まれていたことから円キャリー取引が流行した。しかし、この時代の日本は巨額の貿易黒字も抱えており、現在のように円安が社会不安に繋がるような雰囲気は無かった。それどころか円安は輸出増を起点とする景気の好循環（生産増→所得増→消費増）に繋がるため歓迎すべき相場現象として受け入れられていた時代である。こうした中、当時においては「円安バブル」というフレーズは、たとえ株式市場に参加していない人々でもそれなりに実感できる状況にはあったと言える。これが図表で言えば①の局面だ。

円相場需給とFRBの政策運営のイメージ

	貿易黒字		貿易赤字	
局面	①	②	③	④
FRBの方向	引き締め	緩和	引き締め	緩和
投機取引	**円売り**	円買い	**円売り**	円買い
実需取引	円買い	円買い	**円売り**	**円売り**
（資料）筆者作成	*05～07年*	*07～12年*	*22～23年*	*24年～*

しかし、その後は 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契機に円キャリー取引の急激な巻き戻しが発生、猛烈な円高に見舞われた。この際、輸出を景気回復の起点としていた日本経済は強い下押し圧力に直面した。この時代の円高は円キャリー取引の巻き戻しという「投機の円買い」に加え、巨大な貿易黒字を背景とする「実需の円買い」も重なっていたため、投機・実需の両面から強力な円高圧力に発展したというのが筆者の理解である。これが①から②への局面移行であった。ちなみに、この円高局面は 2012 年に 75 円台をつけるまで持続することになり、その後の日本企業の対外直接投資（海外生産移管や海外企業買収など）を加速させたという説は根強い。事実、この時代を境として輸出主導の貿易黒字拡大と円高のサイクルは日本で見られなくなっている。

貿易赤字国として迎える利下げ

これに対し、現在は③から④の局面移行に相当する。既に直面したように、来たる FRB の利下げに合わせて円キャリー取引が巻き戻され、これに伴う円買いが発生する動き自体は防ぎようがない。しかし、今年 1～6 月の貿易赤字は約▲3.5 兆円、単純に年率化すれば約▲7.0 兆円だ。仮にこれが現実化すれば、歴代で上位 5 番目の貿易赤字額になる（右表）。ちなみに 2005～07 年の 3 年

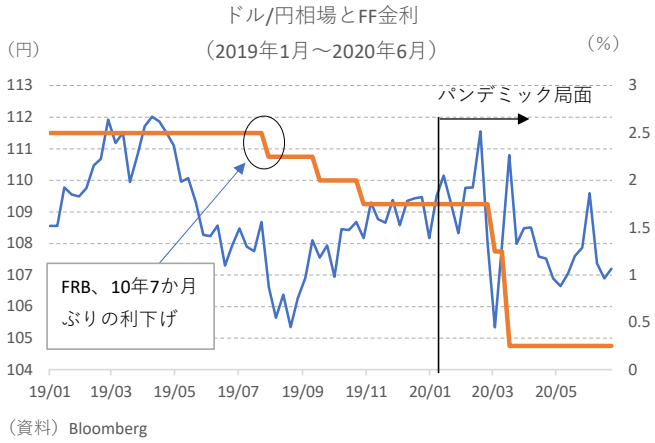
日本の貿易収支赤字ワースト10とドル/円相場

		貿易収支（兆円）	円の対ドル変化率（前年比）
①	2022年	-20.3	-13.9
②	2014年	-12.8	-13.7
③	2013年	-11.5	-21.4
④	2023年	-9.3	-3.3
⑤	2012年	-6.9	-12.8
⑥	2015年	-2.8	-0.4
⑦	1980年	-2.6	15.5
⑧	2011年	-2.6	5.2
⑨	2021年	-1.8	-11.5
⑩	1979年	-1.7	-23.7

（資料）財務省、Bloomberg、※73年以降を対象。
円の対ドル変化率は当該年と前年の年末値を比較（Bloombergを使用）

間について年平均の貿易黒字は約+9.1 兆円だった。FRB の利下げが円高をもたらすのは変動為替相場制の摂理として不可避の展開だとしても、その度合いは貿易黒字国と貿易赤字国では異なるのではないか。

過去の本欄でも論じた事実だが、日本は「貿易赤字国として迎えた FRB の利下げ」について殆ど経験が無い。強いて言えば、2019 年 7 月末の利下げがこれに該当する。この際、確かに利下げ直後となる同年 8 月には大きな円高が進んだし、より細かく言えば、同年 4 月頃から利下げが織り込まれ円高が始まっていた（図）。しかし、結果的には利下げに着手した 2019 年 7 月末から計 3 回利下げしたものの、2019 年 12 月末の水準は利下げ着手時と同じかやや円安だった。少なくとも前回の利下げ局面で日本は大きな円高を経験していない。外部環境が違うのであくまで参考だが、円キャリー取引の巻き戻しが超円高を引き起こした 2005 年から 2007 年にかけてのような持続性を伴う深い円高局面を想定するにはあまりにも日本の需給構造は変わってしまっていることは押さえておきたい。



（資料）Bloomberg

「中期為替相場見通し」で議論したように、メインシナリオにおいて 140 円割れは難しいと考えるのが筆者の立場である。仮に 130 円台に定着することがあるとすれば、米国経済における何らかの危機的な状況（例えば金融機関の経営不安など）が露わになった時だと考えている。過去 1 週間で目にしている円高はあくまでキャリー取引の巻き戻しに伴う想定された値動きであり、円相場の「本当の着地点」はそうした投機的なポジションが去った後に露呈することになる。

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に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/econ.html （Archives） http://www.mizuhobank.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5日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
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～「賃金は必ず下がる」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、「正真正銘のバブル超え」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～円は正真正銘の最弱通貨～
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賃金と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	1～3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（レパトリ減税について～「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	「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～「異例の賃上げムード」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～）