

# Economic Trends

発表日: 2023年10月27日(金)

## 円安マグマ蓄積、150円台へ

～為替介入と緩和修正の思惑～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL: 03-5221-5223)

1ドル150円台にドル円レートが移行した。為替介入後の膠着状態の中で、米長期金利上昇によって円安マグマは蓄積し、さらに中東情勢・米国事情に反応してそのマグマは高まりやすい。介入警戒感は時間とともに弱まるから、日銀の緩和修正がなければ、年末にかけて円安の流れは強まりそうだ。

### 根強い介入警戒感

ドル円レートは、約3週間の膠着状態を抜けて、1ドル150円台の円安になっている(図表)。10月3日に為替介入が実施された可能性が高く、その牽制効果が効いて、ドル円レートは一旦150円のところに壁ができていた。今後、「150円の壁」がいよいよ崩れて、この間に蓄積された円安マグマが噴出する公算は低くない。

今のところ、まだ為替介入への警戒感は依然として強い。10月3日の介入効果は、時間とともに弱まっていくことは間違いだが、それでも心理的インパクトは残っている。財務大臣と財務官は揃って、為替レートの水準ではなく、過度な変動を問題視している。3週間も膠着状態を経ているのだから、150円の水準をもって介入する根拠にはならない。その説明は額面通りには受け取られず、警戒感は存在するのだ。



### 円安マグマ

ドル円レートが1ドル150円を抜けて、さらなる円安に進むことには根拠がある。第一は、米長期金利が5%台に向けて上昇していく機運があること。簡単な推計式を作って、米長期金利が5%になったときのドル円レートを割り出すと、155円であった。すでに、米長期金利が5%を付けることはあった。それでも、今のところは介入警戒感の縛りによって、円安抑制が維持されている。おそらく、そうした円安マグマは着実に溜まってきているだろう。もしも、介入なかりせば、現状150～155円の円安になる実勢だと考えられる。

先行きを考えると、ほかにも円安加速を促すような要因が控えている。

- (1) イスラエルのガザ地区への地上侵攻が警戒されること。ウクライナ侵攻後は、原油市況がWTIで1バレル120ドルまで高騰している。原油上昇は、欧米でもインフレ圧力になり、利上げの観測を強める。米長期金利の上昇要因にもなる。

(2) 米債務上限問題の紛糾。11月17日までに2024年度歳出関連予算の法案を妥結しなくては、再び政府閉鎖の危機を迎える。新しい共和党下院議長と民主党との交渉が難航すると、米長期金利は上昇する。

(3) 物価上昇圧力に反応して、FRBが追加利上げの姿勢を強める可能性も残る。米長期金利が5%まで上がると、年内1回の追加利上げが不要という見方もあるが、パウエル議長はそうした見方よりもタカ派だ。追加利上げはドル高要因である。

このように、ドル高要因は、いくつも水面下に隠れている。ドル円レートは見かけ上、膠着状態にあったが、円安マグマは蓄積していると理解すべきだ。

### 焦点は日銀

すでに、円安マグマが強いという前提で、それに対抗する圧力があるのかどうかを考えよう。筆者は、為替介入は時間の経過とともに効力が薄れてくるともみている。そのため、円安進行に歯止めがかからなくなってくる。

最大のカウンターパワーは、日銀の緩和修正となろう。マイナス金利解除は、年内は考えにくい。早くても3、4月に春闘結果をみてからというタイミングになろう。仮に、それを先取りすれば、円安進行には確実に牽制効果を及ぼすだろう。

政府は11月2日にも具体的に経済対策を打ち出す意向だ。日銀は、10月30・31日に決定会合を控える(年内はほか12月18・19日)。連続指値オペの発動ラインを1.00%から1.20%(あるいは1.50%)へと引き上げる可能性はある。政府の物価高対策に歩調を合わせる格好で、円安対策の緩和修正を得てくるかたちだ。

筆者は、仮にそれがなかった場合には円安傾向はさらに進むとみている。政府の追加的為替介入はあるかもしれないが、日銀が動かなければ、いずれ円安は進んでいく。介入・緩和修正が実行されなければ、2023年12月にかけて円安は、1ドル150~160円へと進んでいくだろう。

過去、2022年のときも9・10月の為替介入の後、12月に黒田総裁(当時)は長期金利の変動幅を上下0.50%へと引き上げている。ドル円レートはその効果も手伝って、2024年1月には1ドル127円で円高に振れていた。要するに、後詰めとして緩和修正があれば、円安対策は持続性を持つ。そうした意味で、日銀のアクションは為替レートの帰趨を握っていると考えられる。

### 原油高は構造的円安圧力

2022年の貿易収支は、原油高騰に伴って巨大な貿易赤字になった。目先、原油は再高騰に動いている。すると、貿易収支は赤字化する方向だろう。これは構造的な円売り圧力になる。

本来は、円安であれば、輸出数量が増えて、貿易収支はリバランスされる。しかし、今時局面では、自動車の半導体不足や競争力低下、現地生産化といった要因もあって、輸出が増えにくい。それが原油高騰→円安という流れを作っている。

実は、ここでも陰の主役は日銀だ。日銀が原油高騰の波及に対して緩和修正をしていれば、円高になって貿易赤字の膨張に歯止めをかけていたはずだ。今回は、そうした対応は採らなかった。そのため、貿易収支は赤字化しやすく、それが自己実現的な円安を生み出した。経済学者出身の植田総裁は、そうしたロジックは百も承知のはずだが、政治的利害の中ではそう簡単に動けないのだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。