

止まない雨がないように終わらない円安もない

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

USD/JPYは130目指し上昇中

6月5日に発表された5月米雇用統計を受けてUSD/JPYは13年半ぶりの円安水準である126円に迫る場面があった。筆者はUSD/JPYの2015年末値を130円と、コンセンサス対比でUSDに強気、JPYに弱気な予想をしてきたが、今やその予想すら上振れリスクに晒されている。USD/JPY上昇の主背景は、引き続き日米金融政策のベクトル相違だ。すなわちFEDが引締めに向かうのを尻目に日銀が追加緩和バイアスを持ちながら現行QQEを継続するという構図。米国サイドからのUSD高圧力と日本サイドからのJPY安圧力が同時に作用するためUSD/JPY上昇の確度は高い。こうした構図は少なくとも年内一杯は継続するだろう。しかしながら問題は、そうしたベクトル相違がいつ解消に向かい始め、いつ同じ方向に収束するかだ。筆者の予想では2016年後半に日銀が出口戦略を模索し始めることでベクトル相違が和らぎ、その後2017年後半頃になると日銀のTapering開始(或いはその宣言)とFEDの利上げ打ち止め観測により、ベクトル相違が解消すると予想。この頃になるとUSD/JPY上昇のペースはかなり緩やかになっているはずだ。以下、中期的な日米の金融政策とUSD/JPYを予想する。

最期の追加緩和へ

まずは日銀。ここからの金融政策を予想するにあたっては2018年4月の総裁任期満了というスケジュール感を念頭に置くことが重要。バーナンキ前FRB議長がそうであったように黒田総裁も出口の道筋を示したうえで退任することが予想されるからだ。遅くとも2017年にはTaperingを開始(宣言)、それに先立って2016年中に追加緩和&物価目標修正を予想。現行の「2年で2%」という

目標はその達成時期が「中長期」に棚上げされたり、「2%を中心に上下1%」といった具合に修正される可能性があるだろう。具体的な文言を予想するのは困難だが、何れにせよ現実的な目標に修正することで日銀は「目標未達&追加緩和」というパターンに終止符を打つと予想する。そしてそれが黒田総裁の下で決定される最期の追加緩和になるだろう。

翻ってFED。最初の利上げは現時点で2015年9月から12月が有力視されているが、その後はデータ次第としながらも、最低でも年4回ペースで利上げを重ねることになるだろう。筆者は利上げ打ち止め時期として2018年頃を想定。それに先立ち、2017年終盤頃になると、市場の話題は「最後の利上げはいつか」に集中しているはずだ。つまり、この時点で日米金融政策のベクトル相違は市場参加者の予想ベースでは大部分が解消されているはずだ。

2008年型の円高は回避されるはず

仮に上述のシナリオが実現した場合、USD/JPYは2018年頃から下落が予想される。だが、そのペースは前回の円高(米利下げ)局面よりマイルドになるはずだ。USD/JPYの決定に重要な影響をもたらすFFレートは、前回は5.25%から0.00%-0.25%まで急激に引き下げられたのに対して、次回の利下げは3%台半ばないしは後半(現時点で予想されている中長期的な政策金利水準)から段階的に引き下げられると予想されるからだ。もちろん、リーマンショックのように“100年に1度”の危機が再び訪れれば話は別だが、それを当初からメインシナリオに採用するのはいかにも乱暴。米景気が通常の循環を遂げるなかで緩やかな円高局面の到来を予想する。止まない雨がないように終わらない円安もない。