

# いつか必ず来る円高局面

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)

## 4年目に突入した円安・株高

2012年11月にスタートした円安局面は既に丸3年が経過。この間、USD/JPYは80円割れの水準から2015年には125円まで上昇した。目下、最大の関心事は円安の持続性だ。そこで本稿では、USD/JPYの大きなうねりを探るために重要なポイントを点検した上で、中長期予想を示したい。結論を先取りすると、筆者はUSD/JPYが2016年に130-135円に到達した後、2017は同水準で一進一退、その後2018年から円高サイクルに転換、2020年頃までに100-110円程度まで円高が進行すると予想。

先ず2016年の130円超という水準が極端に感じるかも知れない。しかしながら、変化率で見れば現下の水準から僅か5%程度であり、坂を駆け上がるのにさほどエネルギーは要らない。惰性で到達可能なレベルだろう。問題はその後円高だ。2018年からの円高転換予想は主としてFRBの利上げサイクルにその根拠がある。恐らく2017年後半ないしは2018年のメインテーマは“FRBの利上げ打ち止めはいつ?”だろう。それはFRBがいつドル安(金融緩和)政策に舵を切るのかを予想することと同義でUSD/JPYを決定する最重要ファクターだ。そして円高の深さも重要だ。筆者は100-110円という比較的限られた水準に留まると予想しているが、これは前回の円高局面(2007-12年)との相違点を整理した結果、導き出された数値だ。

## 前回の円高局面との相違点

相違点は主に以下の4つに集約できる。①FRBの緩和度合い、②日銀の変化、③日米インフレ率格差の縮小、④日米の貿易収支動向。最重要の①については、前回の円高局面ではFFレートが5%超の水準から一気にゼロまで

引き下げられ、その後は3度のQE敢行があった。強烈な円高の背景には超強烈なドル安政策があった訳だ。次の緩和局面でそうした極端な政策が採用される可能性は低い。②については、2018年で任期満了となる黒田総裁の後任次第だが、次期総裁がかつてのように消極的な緩和策を採用するとも考えにくく、この点は反省が活かされると期待される。

③④については、過去の局面と大きく異なる。かつてJPYは“デフレ+貿易黒字”という通貨高のイメージが揃っていたが、前者については日本のデフレに終止符が打たれつつあるなか、米国のディスインフレが購買力平価に大きな影響を与えており、もはや購買力平価説は円高を支持していない。貿易収支に関しては前回の円高局面が、その直前まで日本の貿易黒字が拡大する一方で米国の貿易赤字が拡大し、両国の収支が為替の調整を促していたのに対して、今次局面では日本の収支に改善がみられた一方、米国の赤字に変化がみられておらず、一方的な円高を支持していない。

## 逆購買力平価説も重要なファクター

この他に注目されるのは逆購買力平価説だ。USD/JPYは日米のインフレ率格差を反映して趨勢的な円高トレンドを辿ってきたが、近年は各国中銀が横並びで(概ね)2%のインフレターゲット政策を採用しているため、物価目標に遠い国の通貨が弱含むという購買力平価説の逆転現象が観察されている。実際、物価目標の達成が困難な日本(JPY)やユーロ圏(EUR)では中銀の追加緩和観測が煽る下で通貨安が生じた一方、物価目標の達成が相対的に近い米国(USD)や英国(GBP)は通貨高が生じた。これらを踏まえると、かつてのような強烈な円高局面が到来する可能性は低いと判断される。