

為替の膠着状態はいつまで続くか

発表日：2014年8月6日(水)

～米中間選挙と消費税判断まで～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ドル円レートは、2014年1月下旬からほとんど横ばいで推移している。なぜ、為替が膠着状態なのかと言えば、①米長期金利が横ばいであること、②消費税要因、③日銀の金融政策、という3つが挙げられる。この構図は、米国のインフレ懸念や中間選挙、日本では消費税の影響が経済指標で一巡してきたときに変化してくると予想される。それまでは横ばいが続き、早ければ11月前後から動くともみる。

2014年は今のところ異例の横ばい

ドル円レートはずっと膠着状態である。2014年1月下旬から現在まで、1ドル101～104円という狭いレンジで推移している(図表1)。毎年の変動状況を確認しても、2014年はボラティリティが異例と言えるほどに小さい(図表2)。

こうした状況なので、これまで為替レートについて、「今からは円安だ」、「いや円高だ」と予想を立てても、結果的にドル円レートは狭いレンジで横ばいを続けていた。だから、先行きの為替予想に対して、なかなか説得力を持ってもらえなかったのが実情である。そこで、「円安か、円高か」という議論はやめて、いつ今の膠着状態が変化するのかを検討してみることにする。

まず、なぜ、ドル円レートは膠着状態なのかという仮説を3つほど示してみる。

ひとつの仮説は、米長期金利が大きく動かずに低位安定していることである。目先、10月にFRBのテーパリングが完了するとして、その次の一手は利上げになる。ただし、インフレ懸念が台頭しない限りは、FRBは2015年前半の早期利上げには動かないだろう。見通しとしては、

2015年8月以降に利上げを開始して、極めて緩やかなペースでFFレートを0.25%ずつ上げていくとみられる。そうした慎重姿勢を反映して、米長期金利は上がらず、2～5年のイールドカーブも低位にあるのだろう(図表3)。米金利が低位安定しているため、日米金利差も動かず、ドル円レートも横ばいなのだろう。仮に、これからインフレ懸念が強まって、FRBがそれに強い関心を示すようになったとき、膠着状態は崩れるだろう。

円/ドル (図表1) 膠着状態にあるドル円レート



(図表2) ドル円レートのボラティリティ





次の仮説は、消費税のせいである。日本経済の成長率が、駆け込み需要と反動減によって変動するとき、目先の景気変動は消費税要因によって説明されやすい。つまり、消費税以外の景気実勢は、反動減が収まるまでは見えにくいと万人が思うから、それまでは様子見ということになる。消費税増税の影響力が減衰していくのは、7～9月のGDP（一次速報）が発表される10月中旬頃である。それ以降は、日本のファンダメンタルズは見通しやすくなって、指標の変化がより機敏に為替変動に織り込まれることになるだろう。

三番目は、日銀が金融緩和に動かないことである。これまで日銀の黒田総裁が、2014年4月以降のどこかで追加緩和に打って出るのではないかという観測が強かった。しかし、そうした観測を抱いていた人にとって、黒田総裁の金融政策は予想を裏切るものになった。2013年4月のような金融緩和が行われないことで、円安予想に歯止めがかかった。消費税の影響が想定範囲内だという見方が強まると、円安予想が後退し、米経済が拡大しているにもかかわらず、ドル円レートは1ドル101～104年の狭いレンジで推移したと考えられる。

均衡が崩れるとき

早期に崩れるとすれば、11月初に米中間選挙が行われる前後ではないか。オバマ大統領は、中間選挙を終えれば、もう少し自分なりの裁量を政策運営に働かせることができるのではないかと（TPP交渉もそれまで膠着か）。

この時期は10月末にFRBがテーパリングを完了させて、多くの人が2015年のどこでゼロ金利解除があるかを強く気にするだろう。過去のドル円レートの動きを振り返ると、11月前後に動くことが多かった。大統領選挙のあった2012年は円安に振れた。2010年の中間選挙もいくらか円安に動いた。

日本の要因に注目すると、安倍政権が2015年10月の消費税増税を最終判断するのが2014年12月初だとみられている。11月末は、消費税に関わる政府関係者の発言が相次ぐと予想される。もちろん、この時期に消費税要因が一巡して、経済指標の実勢が見極めやすくなるということも重要だ。

なお、今のところ、景気動向は消費税の反動減が尾を引くと同時に、日本企業の輸出が不振である。このまま低迷が続くとはみていないが、消費税増税に消極的な人々が増税反対論を強調しやすい情勢である。万一、2015年の消費税増税が先送り・中止になる場合には、ドル円レートは円高となろう。日本の長期金利上昇が予想され、日米金利差が縮小するという観測が強まるからだ。

目先のドル円レートは、8月上旬から3か月先までは、101～104円／ドルのレンジで推移するとしても、3か月以降には日米の双方で、さらに先の経済政策の流れを決めるようなイベントが待ち構えている。長い膠着状態は、永遠に続く訳ではないということになる。

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経済調査部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、第一生命ないし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。