

テーマ：短・中期的視点から見た円相場の展望

2012年4月2日(月)

～目先の急激な円安は期待薄も、米経済正常化で中期的に1ドル＝100円超も～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 年明け以降の円相場は、円高修正の展開。欧州債務問題に対する過度な懸念が薄らぐにつれ、経常黒字が縮小する国の通貨である日本円は世界的に売られる通貨に。貿易収支の明確な黒字回復にはなお時間がかかることからすれば、実需面での円高圧力は抑制される。
- 金利差の拡大に見合う水準以上に円安が進行する中、米F R Bによる超低金利政策の長期化が金利上昇を抑制することから、日米金利差は緩やかな拡大に。独2年債利回りも、緊縮財政によるユーロ圏景気の悪化からE C Bによる低金利政策の長期化が見込まれるほか、債務問題深刻化を受けた周辺国からの逃避資金流入もあり、低水準での推移が続く見込み。内外金利差の大幅拡大は当面見込めず、欧米発の過剰流動性縮小観測に立脚した円安期待は時期尚早。
- 一連の日銀の政策対応は、F R Bによるインフレ目標導入をきっかけに、円高阻止に消極的な金融政策への批判から日銀法改正の動きが活発化することを回避するための政治的対応とも読める。当面の円相場は日銀への政治的な思惑とも切り離せない。
- 今後は、F R Bによる量的緩和の巻き戻しや超低金利政策の解除観測が盛り上がらない限り、本格的に値上がりするドルの姿を想像するのは困難。年後半以降は米国での来年以降のブッシュ減税の期限等のイベントを控え、米国の追加金融緩和観測が払拭されない中、円高リスクが残存。今後前半にかけてのドル円相場は80円台後半まで行く可能性があるが、年後半には80円台前半で息切れの展開も。ユーロ圏も緊縮財政や銀行貸し出し厳格化等によりマイナス成長が見込まれ、E C Bによる低金利政策の長期化が予想されることから本格的なユーロ高も期待薄。
- 長期的な為替水準は購買力平価に左右される。I M Fの「World Economic Outlook」によれば、円の下値の目処となってきた購買力平価が2011年時点で106.8円程度的一方、2016年時点では101.21円の見通し。一方、ドル円相場は米日2年債利回り格差と強い相関。2016年時点で米国経済が正常化に向かい、2年債利回り格差が2%程度に拡大すれば、購買力平価並の1ドル＝101円程度の円安水準の可能性もあるが、利回り格差が変わらなければ1ドル＝76円台もありうる。同様にユーロ・円では中期的に105～123円のレンジを予想。

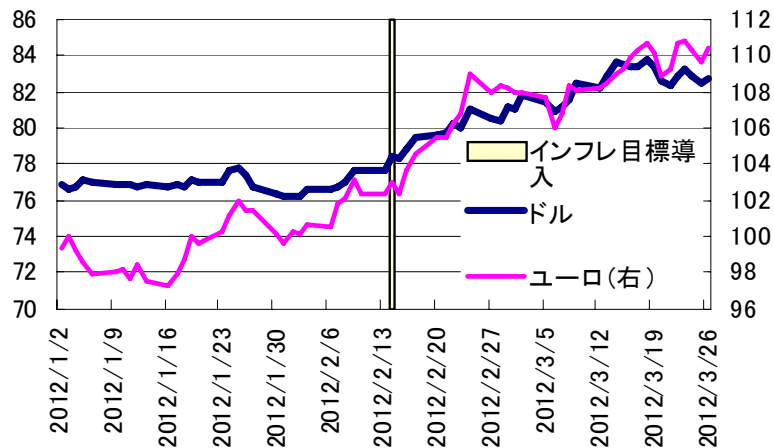
●はじめに

年明け以降の円相場は、円高修正の展開となってきた(資料1)。3月18日の東京市場で終値1ドル83円71銭まで下落し、昨年に戦後の過去最高値をつけたドル/円相場は、欧州債務危機への対応や日米景気・金融政策の動向を好感し、2月初旬の1ドル76円台前半から1ヶ月あまりで7円以上の円安が進んだ。

一方、この間のクロス/円相場の動きを見ると、ユーロ圏のデフォルトリスク低下を背景にユーロ/円が109円台後半と昨年8月以来の高値を記録したほか、ポンド/円でも一時132円台と昨年5月

以来の高値を上回った。豪ドル／円も 88 円台後半と昨年 5 月以来の水準に戻しており、対ドル以外の通貨市場においてもリスク許容度の高まりによる大幅な円安が進行した。昨年までの円相場が大荒れただけに、今後の為替相場への注目度が高まっている。

資料1 ドル・ユーロ相場の推移（対円）



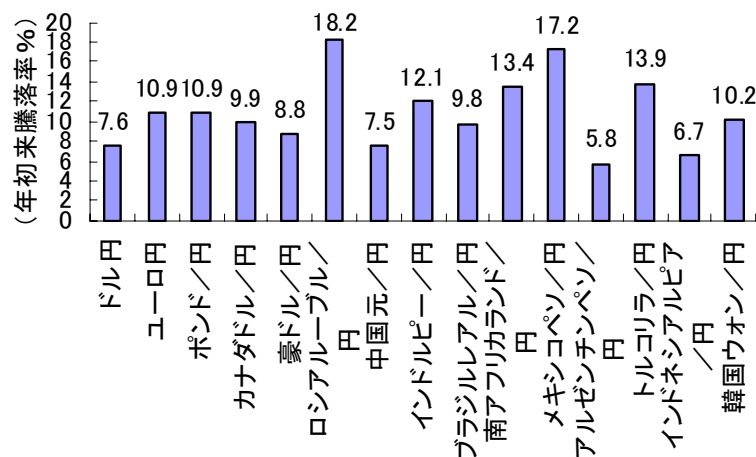
（出所）トムソンロイター、DLRI

● G20 に対し円全面安

年明け以降の為替相場の足跡を振り返ると、総じて世界的に円安トレンドに転換してきたといえる。まず、ドル／円相場については大晦日の東京市場の大引けが 1 ドル＝76 円台、3 月 30 日の東京市場で終値が 82 円台となり、約 7.6%の円安になった（資料 2）。途中の動きを見ると、2 月初旬から生じたドルの買戻しが効いた格好でドル高に転じている。

同様に、今年の G20 諸国通貨に対するクロス円相場の騰落率を調べると、全通貨に対して円全面安・外貨全面高で推移してきたことがわかる。そして 3 月 30 日時点では、最低でも 5 % 台から最大 2 割弱の円安となっている。世界的に見ても、年明けの為替相場は円安が進んだといえる。

資料2 年明けから年度末の円に対する G20 通貨



（出所）トムソンロイター、DLRI

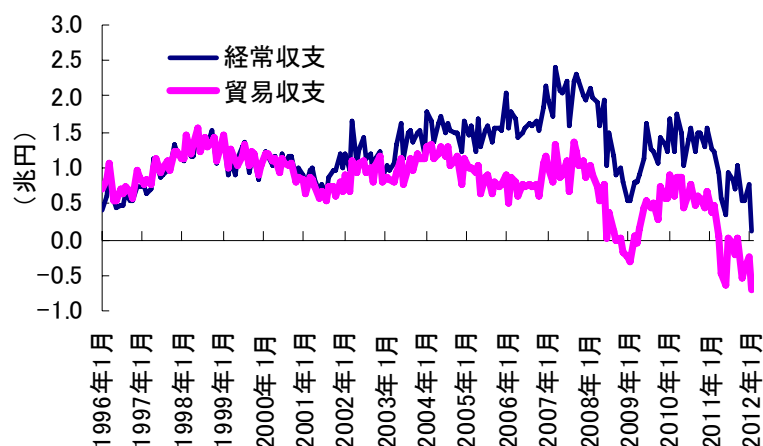
年明けの世界経済の動きを顧みると、ギリシャの債務削減交渉難航やF R Bの超低金利政策の一段の長期化示唆の影響で2月初旬にかけて一時1ドル=76.18円まで円高が進行した後、米景気回復期待の高まりや日銀による予想外の金融緩和、貿易収支の赤字化に加え、ギリシャの財政緊縮法案可決を受けた第二次ギリシャ支援合意等を通じて2月以降に円安ドル高が進行する形で現在に至る。欧州債務問題に対する過度な懸念が薄らぐにつれて、経常黒字が縮小する国の通貨である日本円は、世界的には売られる側の通貨に分類されやすかったようだ。

●貿易赤字転化による実需の円売り

最近のドル円相場変動の背景としては、以下の三点が注目される。第一は、日本の貿易収支の赤字化による円安の動きである。東日本大震災に伴うサプライチェーンの寸断を受け、昨年4月以降の貿易収支は輸出が落ち込み貿易赤字に転じた後も、海外景気の減速や円高による輸出の減少、化石燃料の調達拡大や資源価格の上昇による輸入増加により赤字基調が続いている（資料3）。国際収支ベースで暦年の動きを見ると、2011年は68年ぶりの貿易赤字に転化しており、今年1月の貿易収支も単月としては過去最大の赤字を記録した。

当面は新興国景気回復の遅れやこれまでの円高が輸出の低迷を長引かせる一方、全国的な原発停止による火力発電用燃料の需要増加が輸入を押し上げる見込みだが、更にイラン情勢緊迫化により原油価格が上昇すれば、輸入が一段と上ブレする可能性もある。従って、貿易収支の明確な黒字回復にはなお時間がかかり、実需面での円高圧力は抑制されると見られる。

資料3 我が国の貿易収支・経常収支の推移



（出所）財務省

●欧米金利上昇による円安圧力

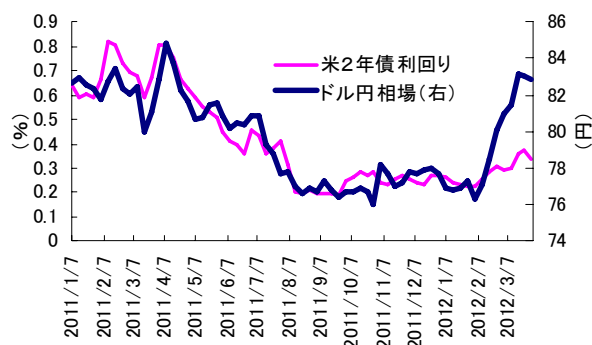
第二は、米国の良好な景気指標によるドル安圧力の緩和である。昨年12月の米2年債利回りは、市場予想対比で良好な米景気指標の発表が相次ぐ中、米国景気の回復期待と追加緩和観測の後退等を背景に上昇してきた（資料4）。対して独2年債利回りは、ユーロ圏による第二次ギリシャ支援合意を受けて、債務問題に対する懸念が薄らぎ上昇している（資料5）。この間、日本の2年債利回りは日銀による予想外の追加金融緩和などを背景に低下した結果、内外金利差が拡大し、対ドル、対ユーロで円高進行に作用した。

先行きの米2年債利回りは、良好な米景気指標を受けて、水準を切り上げていくことが期待されるが、足元では金利差の拡大に見合う水準以上に円安が進行する中、米F R Bによる超低金利政策の長期化が金利上昇を抑制することから、緩やかな上昇にとどまろう。

一方、独2年債利回りは、緊縮財政によるユーロ圏景気の悪化から、E C Bによる低金利政策の長期化が見込まれるほか、債務問題深刻化を受けた周辺国からの逃避資金流入もあり、低水準での推移が続く見込みである。

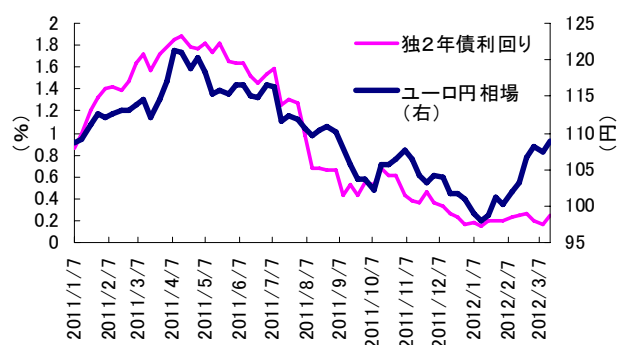
これに対して日本では、経済金融情勢次第で日銀の追加金融緩和が見込まれるも、2年債利回りの低下余地は限定的である。こうした中、内外金利差の大幅拡大は当面見込めず、本格的な円安基調への反転は期待薄である。従って、米国発の過剰流動性縮小観測に立脚したドル高期待は時期尚早と判断するのが妥当だろう。

資料4 米国の金利水準とドル／円相場



(出所) トムソンロイター

資料5 独の金利水準とユーロ／円相場



(出所) トムソンロイター

●日銀の金融緩和スタンス変更

第三は、日銀の金融緩和スタンスの変更だ。2月14日の金融政策決定会合で「物価安定の目処」の導入と、資産買い入れ基金を用いた10兆円の国債購入といった追加緩和策が為替市場に円安の影響を与えた(前掲資料1)。特に日銀が新たに設定した「物価安定の目処」は、外国人投資家を中心に、達成について日銀がコミットした実質的な「インフレ目標」との認識が強まっている。つまり、多くの投資家が、日銀がその目標値であるC P I前年比+1%の実現まで追加緩和を積み重ねていくという期待が醸成され、これが円安の流れを形成してきた可能性がある。

もっとも、一連の日銀の政策対応はF R Bによるインフレ目標導入をきっかけに、円高阻止に消極的な金融政策への批判から日銀法改正の動きが活発化することを回避するための政治的対応とも読める。その場合、円高阻止に向け、日銀が一段の圧力を考慮して、金融緩和への動きが消極化しなければ、金融緩和期待を通じた円安圧力が根強く残るだろう。当面の円相場は日銀への政治的な思惑とも切り離せない。

●日米金融政策に左右される今年の円相場

今後のドル円相場でも、ポイントになるのは日米の金融政策動向だろう。現在、日米の政策金利はともにゼロ%近傍に引き下げられており、これ以上は下がらない状況にある。デフレを許容しないと明言した日銀金融政策決定会合の声明文を受けて、米国より先に日本が利上げを実施すると見る向きは皆無に近い。このため、今年のドル円相場展望の鍵を握るのは、やはり米国の政策金利引き上げ時

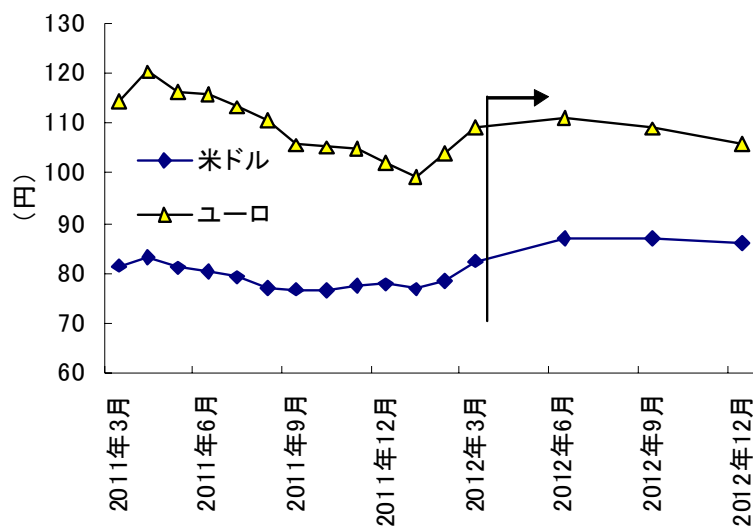
期の見通しになるだろう。

2つのシナリオに分けるとすれば、今後米国で早期流動性巻き戻し期待の実現確率が高まる場合はドル高圧力漸増、逆ならばドル安圧力再燃、という流れになりそうだ。実際、近年のドル円相場においては、日米両国の景況感及び金融政策への期待を反映して変化する2年国債の利回り格差が、相場の趨勢を決める役割を演じてきた。今後のドル円相場も、日米の金融政策見通しに連動して決まる可能性が高そうだ。事実、F R Bによる景気見通しの上方修正発表後、短中期国債を中心に米国の金利水準は上昇気味に推移してきたのは、米国景気の回復期待に根ざした良い金利上昇といえる。

ただし、今後F R Bがバランス・シートの圧縮に舵を切らない限り、これまで拡大してきた過剰流動性の規模は維持された状態が続く。従って、米国の金融政策運営に対する感応度が高いドル／円相場を鑑みると、今後は①F R Bによる量的緩和の巻き戻しや、②超低金利政策の解除観測、が盛り上がらない限り、本格的に値上がりするドル／円相場の姿を想像するのは難しい。今後のF O M Cでの政策発表を受けて、ドル円相場の上値がすぐに軽くなるとも思い難い。更に年後半以降は、米国での来年以降のブッシュ減税の期限等のリスクイベントを控え、米国の追加金融緩和観測が払拭されない中、円高に振れるリスクが残存している。

よって今後の円相場は、前半は円安修正が進むにしろ、年後半はドルが下振れしやすい展開となるのではないだろうか。前半は米景気の緩やかな回復持続が確認され、米国の追加金融緩和観測が後退することで、ドルも底堅さを増し、徐々に1ドル＝80円台後半乗せも視野に入ろう。その場合でも、米景気の力強い回復が期待薄の中、F R Bの超低金利政策は長期化が予想されるため、円安基調の明確化には至らないだろう。今後前半にかけてのドル円相場は80円台後半まで行く可能性があるものの、年後半には80円台前半で息切れするような相場展開になるのではないかと。

資料6 米ドル・ユーロの対円相場見通し



(出所) トムソンロイター、D L R I

●鍵を握る欧州の債務問題

一方、ギリシャでの財政緊縮法案可決や、ユーロ圏による第二次ギリシャ支援合意等もあり、欧州債務問題に対する懸念は薄らいでいる。また、E C Bも政策金利の引き下げと3年物流動性供給オペを導入した結果、2月以降はユーロ高が進行し、2月14日の日銀による予想外の追加金融緩和が拍

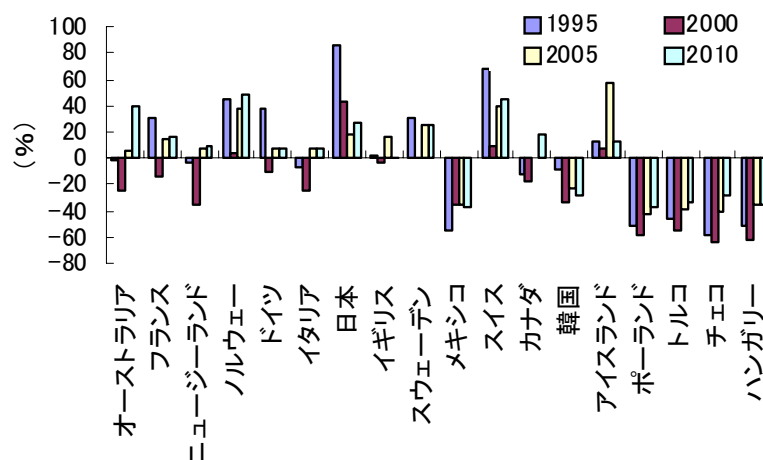
車をかけている。

欧州債務問題への懸念が軽減する中、欧州では本年前半に、①4月下旬から5月上旬と目されるギリシャ総選挙、②4月22日と5月6日（決選投票）に行われるフランス大統領選挙、等の注目イベントが控えており、市場が混乱するリスクは見ておいたほうがいいかもしれない。今後は、債務問題が蒸し返されるかどうかユーロの動向を大きく左右しよう。欧州債務問題を巡る課題は依然として山積しており、抜本的な解決には長い時間を要する。今年のユーロ圏経済は緊縮財政や銀行貸し出し厳格化などによりマイナス成長が見込まれ、ECBによる低金利政策の長期化が予想されることからすれば、本格的なユーロ高も期待しにくいのではないだろうか。

●長期的には欧米景気の回復力次第

一方、長期的な為替水準は、国が異なっても同じ製品の価格は1つであるという「一物一価の法則」が成り立つ時の2国間の為替相場を指す購買力平価に左右される。そこで、購買力平価からの乖離率を見ると、円以外でもスイスフランやノルウェークローネ、スウェーデンクローナなど経常黒字でインフレ率が低い国で上昇傾向を辿っていることがわかる。1980年以降のドル円レートとインフレ率格差との関係を見ると、低インフレである日本の通貨円の上昇が鮮明となっていることから、中長期的に購買力平価が成立している可能性が高く、デフレが続いている限り持続的な円安進行は期待できないということになる。

資料7 主要国の市場レート／購買力平価乖離率



(出所) IMF

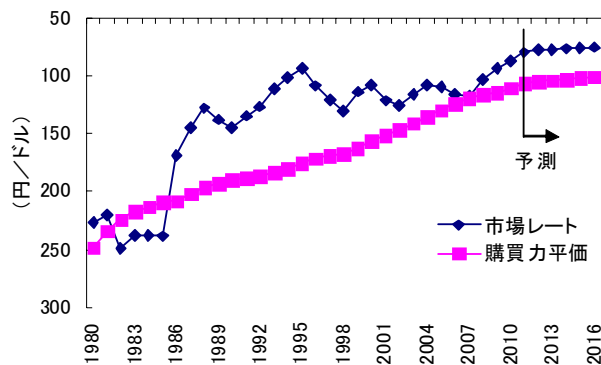
特に、IMFの「World Economic Outlook」によれば、85年のプラザ合意以降、円の下値の目処となってきた購買力平価が2011年時点で106.8円程度となっている一方、IMFの見通しは、2016年時点の市場レートが75.6円、購買力平価が101.2円となっている（資料8）。購買力平価では日米のインフレ率格差を反映して5.6円程度の円高になることを予想しているわけだ。

一方、ドル円相場は政策金利見通しを反映する米日2年債利回り格差と強い相関がある（資料9）。FRBは2014年終盤までのゼロ金利継続を表明しており、当面は大幅な金利差拡大が期待薄であることから、購買力平価と市場レートの乖離は長期化する可能性もあろう。しかし、米日2年債利回り格差が1%に拡大すれば13.4円程度の円安が進む関係があることからすれば、中期的に米国経済が

正常化する中で米日2年債利回り格差が2%程度に拡大すれば、26.8円程度の円安が進むことになり、購買力平価並みの円安水準に到達する可能性もある。このため、16年時点で米国経済が正常化に向かい、2年債利回り格差が2%程度に拡大すれば、購買力平価並の1ドル=101円程度の円安水準の可能性もある。ただ、利回り格差が変わらなければ購買力平価より26円程度高い1ドル=75円台もありうる。同様にユーロ・円では105~123円のレンジとなる。

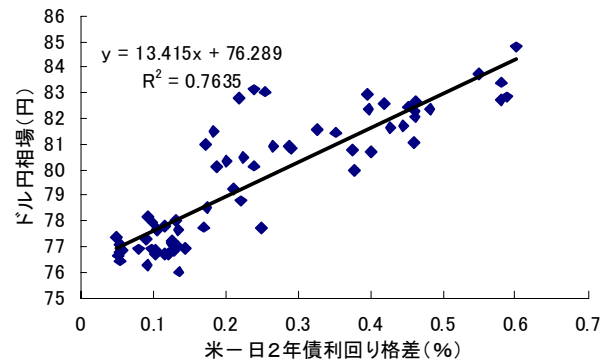
以上、購買力平価、金利差の観点からは、2016年時点で1ドル=101円台の可能性はあるにしても、FRBが正常な金融政策に戻す判断を示すまでには、少なくとも1年以上の観察期間が必要だろう。当面は昨年9月に決定したツイスト・オペとMBS等償還金の再投資などの処方箋に基づくFRBのバランス・シートの入れ替えで様子を見つつ、ある程度の政策効果の観察期間を経て、資金供給量の減量や実質ゼロ金利政策解除の方針が下されると見られる。長期的に見ても、当面のドル円相場は戦後最安値のレンジ取引を継続しつつ、2015年以降はFRBの金融政策に依存する展開になると思われる。

資料8 ドル円レートの見通し



(出所) IMF

資料9 米日2年債利回り格差とドル円相場



(出所) FRB、BOJ、DLRI