

# Market Watching

市場レポート

**テーマ：急反転したドル/円相場と今後の展望**

発表日：2005年12月15日（木）

**～円高は一時的、実質短期金利はマイナスに転じ円安基調は変わらず～**

(No. MW-41)

 第一生命経済研究所 経済調査部  
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- 足元でドル高に急ブレーキがかかり、ドル/円相場も円高が急進した。ドル高に歯止めがかかった理由として、米国と日欧の金融政策のズレや、米雇用創出法に伴う米国への資金シフトの動き終了などが挙げられる。特に、資金シフトに関しては、タイミング的にも足元でのドル高急ブレーキをうまく説明できる。
- 今後の為替相場動向を展望すると、確かに米利上げは打ち止めが近いと認識されており、為替相場に直接影響を与える実質短期金利で見ても今後ドルはユーロなどに対しては減価していく可能性が高い。しかし、ゼロ金利解除が展望できない一方で、インフレ率がプラスに転じる日本の実質短期金利は今後マイナス圏に入ることが確実な情勢である。このため、円はむしろドルやユーロに対してさらに下落圧力が増すこととなる。
- テクニカルの点から見ても、円高余地は小さく、円の一段の上昇には早晚歯止めがかかろう。

## ドル高急ブレーキの背景

12月14日を境に、為替市場ではドルの上昇に歯止めがかかり、一転して下落傾向を強めている。ドル/円相場で見ると、12月13日のドルの安値が1ドル=119.64円だったのに対し、翌14日は同116.72円まで、一気に3円近くも円高ドル安が進んだ（数字はいずれもBloomberg）。僅か10日前の12月5日には同121.40円をつけており、そこからのドルの下落率は▲3.9%と、久々に激しい動きとなっている。こうした動きはドル/円相場だけでなく、ユーロ/ドルやポンド/ドル相場でも、ほぼ同期間のうちに3%近いドルの下落が確認される。

ここへきてのドル高の反転を説明する要因として、①12月13日に行われたFOMCで、声明文の表現が変更され、これまで1年半にわたって続けられてきた利上げの最終段階に入ったことが示唆されたこと、②12月1日にECBが利上げを行ったほか、日本でもデフレ脱却がより現実味を増し、量的緩和政策からの脱却期待が強いなど、米国以外の地域での金利が上昇基調に転じつつあること、③2004年秋に成立した米雇用創出法に基づく海外から米国への送金にかかる税の軽減措置が年内に終了することを受けて、米企業が海外子会社の利益を米本社へ送金する動き（ドル買い要因）がピークアウトしたこと、などが挙げられる。

特に、③の雇用創出法に絡む動きとしては、合計で3,000億ドルを超えと言われており、その多くはユーロからドルへの資金シフトを促したとされる。また、モルガンスタンレー証券の分析によれば、この10～12月期だけで600億ドル程度のドルシフトが起こり、企業の決算に絡んで多くが11月15日から12月15日に集中するとされている。12月15日は10～12月期の納税日であることから、この特殊要因による米国への資金シフトは遅くとも12月15日には終了するとの見方だ。これが事実とすれば、ここへきてドル高に急ブレーキが掛かったことは、相当程度説明がつくと言えよう。

## 反転、ドル安の動きは継続するか

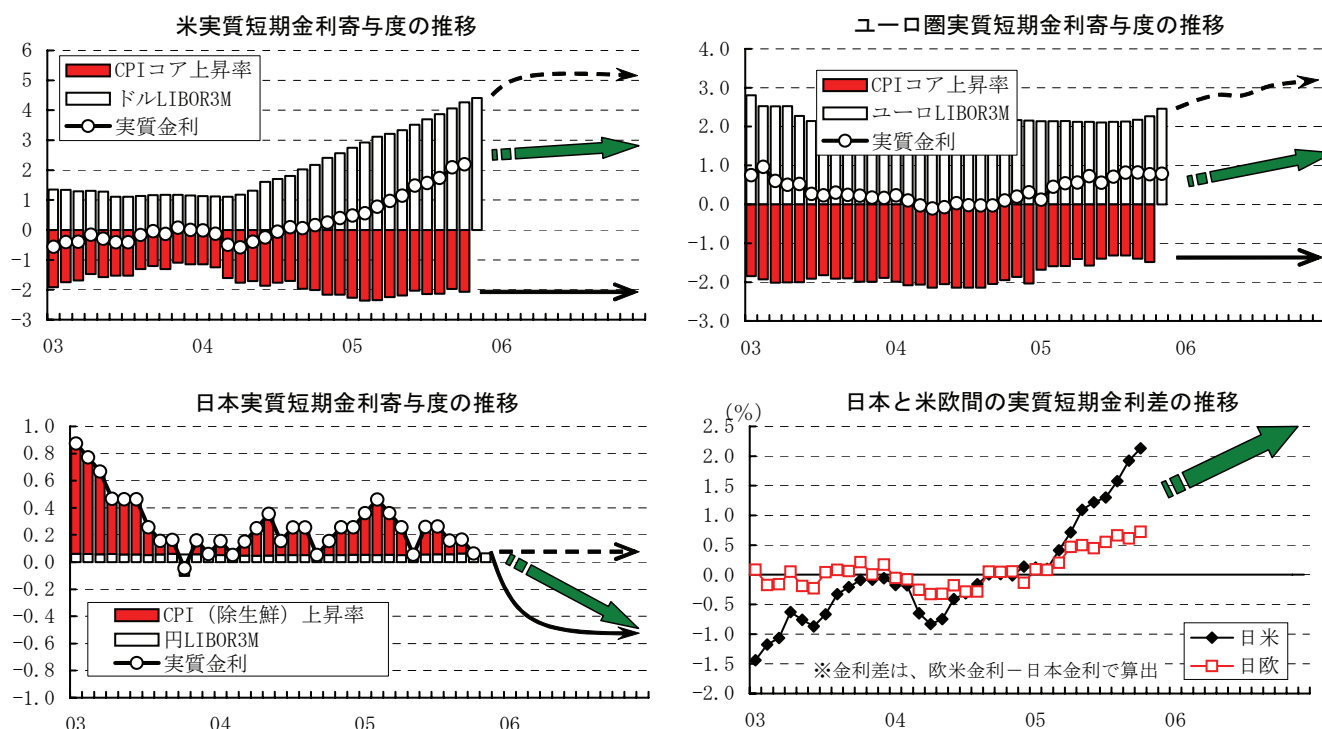
ただし、上述③はドル高に歯止めをかけ、一時的にドル安を促す要因だとしても、ドルの継続的な下落に繋がるとは言えない。そこで、先行きの為替相場についてファンダメンタルズ面から見渡すと、ドル高には歯止めがかかり、流れは反転した可能性は十分にある一方で、円は軟調な展開が続く公算が大きい。

為替相場をファンダメンタルズから説明する要素として、主に景況感格差と金利格差が挙げられる。このうち、景況感格差については、最近では世界の景気循環の同時性が高まっており、一時的に拡大したり逆転することはあるものの、中期的に為替相場に与えるインパクトはほぼニュートラルと考えて差し支えない。したがって、ここ1～2年よく指摘されているように、金利差（実質短期金利差）の動向が為替相場の流れを説明するのに最も適していると考えられる。

実質短期金利の動向を見る上では、LIBORなどの短期金利とインフレ率の動向を見る必要がある。LIBORは政策金利（あるいは先行きの金融政策見通し）に連動するため、各国の金融政策動向がカギとなる。そこで、米国、ユーロ圏、日本の三極について、それぞれ政策金利動向とインフレ率（CPIコア、日本は生鮮除く総合）の今後の推移をコンセンサスに基づいて推察すると、

- ① 米国ではあと1～2回程度の利上げが行われた後は、一旦利上げは打ち止め。CPIコアは現状程度の伸びで安定
- ② ユーロ圏では06年中に1回、ないしはそれ以上の利上げを実施。CPIコアは現状程度の伸びでほぼ安定
- ③ 日本では来春にも量的緩和政策が解除される見通しであるものの、06年内のゼロ金利解除は難しく、場合によってはかなり先送りされるリスクもある。CPIコアは05年にプラス転換した後、06年は0.5%前後の伸びへ高まる

となる。



(注) それぞれ波線矢印は金利 (LIBOR3M) 寄与の方向性、実線矢印はCPI上昇率寄与の方向性 (実際の上昇率と逆符号)、太矢印は実質金利 (右下グラフのみ実質金利差) の方向性を示す。ただし、矢印の方向性は市場コンセンサスなどに基づき、第一生命経済研究所作成。

この結果、各地域の実質短期金利は、①米国では現状より小幅上昇した後は横ばい、②ユーロ圏では極めて緩やかながらも上昇傾向が続く、③日本ではCPI上昇率がプラスになるため、実質短期金利はマイナスに落ち込む、こととなる。したがって、米国・ユーロ圏・日本間の実質短期金利差は、米国とユーロ圏の格差は縮小（ドル高圧力減衰→ユーロ高圧力増大）、日本と米国、及びユーロ圏との格差は急拡大（円安ドル高、円安ユーロ高圧力増大）することとなる。

要するに、今後の実質短期金利差というファンダメンタルズ面からは、確かにドルの一本調子の上昇は見込

み難く、むしろ今後は軟調な推移も見込まれる。しかし、主要通貨の中で最弱通貨は日本円ということになり、足元での円高ドル安の持続性はかなり限られたものになると判断される。

(なお、ここではインフレ率としてCPIコアを使用した。これをエネルギーなども含めたCPIを使用する場合、原油価格が下落しないまでも騰勢は鈍る公算が大きいため、エネルギー価格のCPI押し上げ寄りは縮小し、CPI全体の伸びの鈍化が見込まれる。このため、CPI(全体)を使用した場合の米国とユーロ圏の実質短期金利は緩やかな上昇が見込まれ、日本との実質短期金利格差はコアベースで見た場合よりも拡大する)

### チャート面から見れば、円高余地は115円程度までだが・・・

ドル/円相場のチャートを見ると、①5年移動平均線が、足元で1ドル=116.25円、②05年1月につけた1ドル=101.68円から、12月の1ドル=121.40円までの円安からの38.2%戻しが1ドル=113.87円、などが節目となる。前述したように、実質短期金利差の観点からはむしろ円安が促される方向にあることを勘案すれば、円高余地はほとんどないと言えよう。

一方で、円安方向へは、98年8月につけた円安のピークである1ドル=147.66円と、02年1月につけた円安のピークである1ドル=135.14円を結んだラインが極めて強いレジスタンスラインとなる。直近円安のピークである1ドル=121.40円も、ちょうどこのレジスタンスラインにかかっている。なお、ローソク足の“ヒゲ”でラインを結ばず“実体”で結ぶ場合、足元でのレジスタンスラインは1ドル=124円程度となる。テクニカル分析の観点からは、これらのラインを抜ける場合は長期にわたる円安局面に入ったとの解釈も成り立つ。しかし、日本経済が本格的な景気回復軌道に乗り始めていることや、巨額の米経常赤字などを勘案すれば、それほど円安ドル高が促されるような状況も想定し難い。テクニカル分析にファンダメンタルズ面からの“想定”を加味することは本来ナンセンスなため、円安方向への変動メドに言及することは避けるが、1ドル=125円程度を明確に上回るようであれば、円安基調は予想のほか長く、深いものになる可能性も出てこよう。

