

下山はまだ早い ～2016年 USD/JPY予想～

2015年12月25日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

USD/JPYは2016年に130に到達した後、2017年まで同水準をコアレンジに一進一退となるだろう。その後は複数年にわたる円高サイクルに突入するが、前回円高局面（2007年後半～12年前半）のような急激な円高は回避される見込み、その深さは100-110に留まるはずだ。

まず、黒田ラインとされるUSD/JPY125を上抜けてそこから更に5円以上も上昇する、との予想は余りにもUSDに強気過ぎる印象を受けるかもしれない。しかしながら、変化率にしてみれば僅かに4%程度であり、これは2012年の75から2015年の125までの変化率60%と比較すれば、決して大きいものではない。誤差と言うには乱暴だが、過去数年のトレンドの惰性で達成可能なレベルだろう。

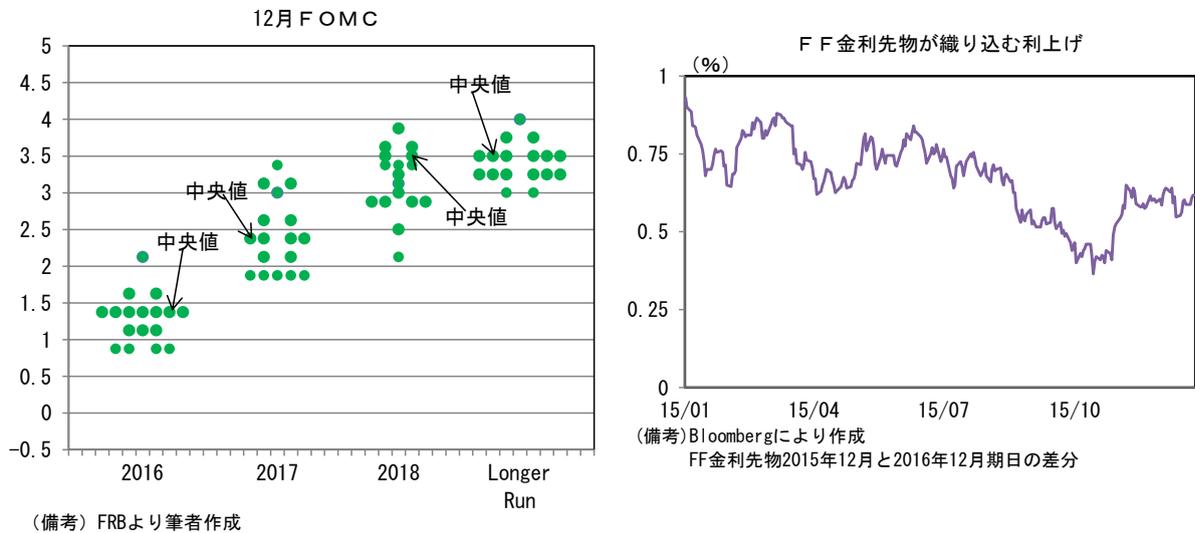


向こう2年のUSD/JPY上昇ドライバーは、これまでと同様、日米金融政策のベクトル相違だ。FEDが利上げというドル高政策を採用する一方、日銀がQQE継続という円安政策を維持すれば、USD/JPY上昇は自然な流れと言える。ただ、USD/JPYは過去数年にわたってFEDの利上げ期待をたっぷりと吸収してきた。既にFF金利先物には約2回分の利上げが織り込まれているが、これはUSD/JPYに約2回分の利上げが織り込まれていることと概ね同義。つまるところ、2回の利上げしかできない状況に陥れば、ドル高期待が膨らまず、USD/JPY上昇が一服ないしは反落するリスクがあるということだ。

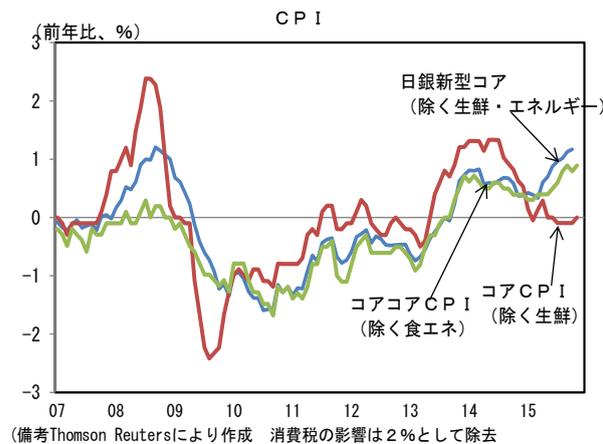
FEDは2016年に4回の利上げを行うと自らの行動を予想している一方、エコノミストはせいぜい3回程度の利上げしか想定しておらず、両者にギャップが生じている。このギャップがいつどういった形で収斂するかが、2016年の為替を予想するうえでの最重要ファクターだ。筆者はFEDが4回の利上げ予想を固持、市場がそれに歩み寄る展開を予想。市場参加者の中心的な見方よりも幾分タカ派に傾斜している。

イエレン議長は緩やかなペースで利上げを行うと強調しているが、そもそも4回の利上げペースを“緩やか”と定義付けていることに筆者は注目。中道派のロックハート・アトランタ連銀総裁は「緩やかなペースでの上昇は、毎回の会合で利上げを実施することを意味していない」としたうえで、利上げペースは「1会合おき」との認識を示した（FOMCは年8回開催）。FEDのメインシナリオが年4回の利上げならば、よほどの逆風を想定しない限り、それに従うのが妥当に思える。テーパリング開始直前まで「資

産購入の減額はデータ次第」と何度も強調しておきながら、いざテーパリングが始まると淡々と減額を進めたことが想起される。F E Dは、利上げを中断した場合、それを再開するまでのプロセスに時間と労力を使うことを嫌うはずだ。



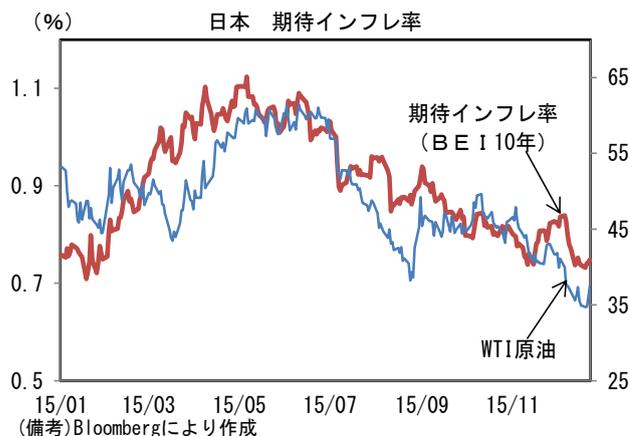
翻って日銀。日銀は2014年10月31日にQQE2を決定して以降、「原油価格下落→現実の物価上昇率鈍化→予想インフレ率の低下→追加緩和」というパスに距離を置いてきたため、コアCPIがマイナス圏に突入しても、金融政策の現状維持を貫いた。物価目標未達の主因は、日銀の力ではどうしようもないエネルギー価格要因として、それを除いた新型コア（除く生鮮・エネ）、コアコア（除く食・エネ）を重視。それらの上向き基調を根拠に「物価の基調は高まっている」と主張してきた。実際、新型コア（当社試算）は11月に+1.2%、コアコアは+0.9%まで伸びを高めている。なお、驚くべきことに石田委員が重視しているとみられる除くエネルギー・持家の帰属家賃ベース（当社試算）は+1.9%と2%に肉薄した。



しかしながら、飽くまで日銀の目標は2%だ。それが達成されない下で現状維持を貫けば、黒田日銀の信任低下は免れない。既に複数回にわたり物価目標達成時期を後ろ倒ししているため、再度の目標後ろ倒しは容易でない。総裁任期満了まで2年を切るというスケジュール感、2%到達時期とされる「2016年度後半」までの時間的余裕がなくなることに鑑みて、筆者は2016年4月に黒田総裁が最期の追加緩和を決断するとの予想を維持している。

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。

ところで、日銀は2015年11月会合で予想物価上昇率の表現を「このところ弱めの指標もみられているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる」として下線部を追加、実質的に判断を下方修正した。日銀が最も重視しているのが、この予想インフレ率なので、これは重要なポイントである。QQE 2導入の説明として日銀は、日本の予想インフレ率は、長引くデフレの影響もあって（欧米のそれとは異なり）バックワードルッキング的な性質を持っているとの見解を示し、予想インフレ率を物価目標2%にアンカーさせるためには、現実の物価上昇率を高める必要があると主張してきた。しかしながら、その後、原油価格急落を主因に現実の物価上昇率が低下すると、日銀が懸念していた「現実の物価上昇率鈍化→予想インフレ率低下」という関係が現実になった。BEIの他、予想インフレ率を測る指標は、企業の物価見通し（日銀短観）、エコノミスト予想（コンセンサス・フォーキャスト）、市場参加者の物価予想（QUICK調査）、家計の予想物価上昇率（消費動向調査）と様々だが、その何れもが低下傾向にある。予想インフレ率の低下を認めたのであれば、それは追加緩和の予兆と認識してよいだろう。（※日銀は“弱めの指標もみれているが”としているが、どこかに強い指標があるのだろうか・・・）



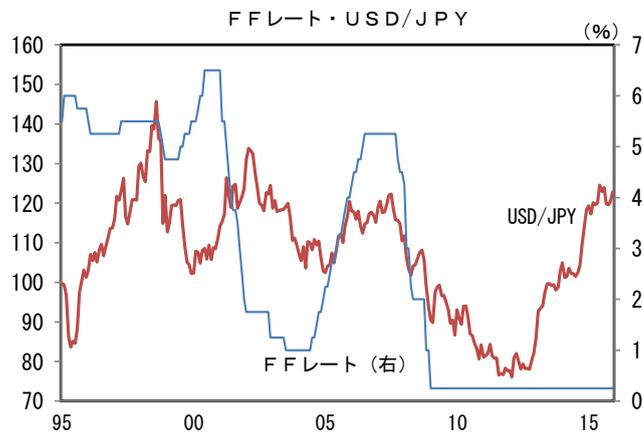
以上、日銀の追加緩和シナリオを予想してきた。しかしながら、USD/JPYを決定する最重要ファクターがFEDの動向であることを再度強調する。日銀は飽くまでサブの存在なので、中心に考えることは控えない。トレンドを形成するのはFED、その勢いを調整するのが日銀といった具合だ。

なお、日本の貿易赤字縮小が円高要因になるとの予想が散見されるようになったが、筆者はその見方に賛同しない。確かに日本の貿易赤字縮小は、一見すると円高圧力として作用しそうだが、今回のそれは輸出競争力を反映したものではなく、原油安によるものなので、伝統的な為替理論に従って調整メカニズムが働くことはないと考えられる。また、より重要な視点として米国の貿易収支に主だった変化がみられてい点も考慮する必要があるだろう。かつてのUSD/JPY下落局面では、その直前まで日本の貿易黒字が拡大する反面、米国の貿易赤字が拡大していたため、双方の収支がそれぞれ為替の調整を促していた。

最期に2018年以降の円高サイクルについて触れておきたい。2018年からの円高予想は①FEDの利上げ打ち止め観測、②日銀QQEの段階的縮小という基本シナリオに基づく。FEDは2016-17年に利上げを続ける見込みだが、2018年頃になると利上げ打ち止め観測が浮上している可能性が高い。その頃の市場のメインテーマは“最期の利上げはいつ?”に移っているだろう。これがドル安要因となる。他方、この頃になると日銀のQQEもテーパリングの時期を向かえている可能性が高い。日銀は、黒田総裁の任期が2018年4月までということもあってハト派色が薄まり、最重要ミッションは“デフレ脱却”から“円滑な出口”に変わっているはずだ。これは円高要因となる。要するに日米金融政策のベクトルがそれぞれUSD/JPY下落を支持する訳だ。

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。

冒頭で示したとおり筆者は来る円高局面においてUSD/JPYのボトムを100-110と予想、その時期は2019-20年頃を見込んでいる。これは前回円高局面との環境変化を踏まえて導出した。USD/JPYが2007年の120超から2012年に75付近まで下落した主背景は、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た後、3度にわたるQEという超強烈なドル安政策が採用されたことだ。しかしながら、来るべく次回の利下げ局面においては、通常の景気循環に対応した利下げが想定される。もちろん、危機的状況が到来する可能性はあるが、それを当初からメインシナリオに採用することは控えたい。FFレートの引き下げが、その幅も速度も前回対比でマイルドになるならば、USD/JPY下落も緩やかなものになるだろう。FFレートの最高到達点は3%台半ばがせいぜいだろうし、3度にわたるQEも想定されない。そして日銀の変化も重要だ。前回の円高局面においては、日銀の控えめな緩和策が投機筋の大胆な円買いを助長した経緯があるが、その反省が活かされ、日銀は変貌を遂げている。急激な円高に対して日銀がタイムリーに緩和策を講じることが期待される。



(備考) Thomson Reutersにより作成