

1ドル130円台まで円安は進むのか

発表日：2015年5月29日（金）

～ギリシャ問題による一時的なオーバーシュート現象か～

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

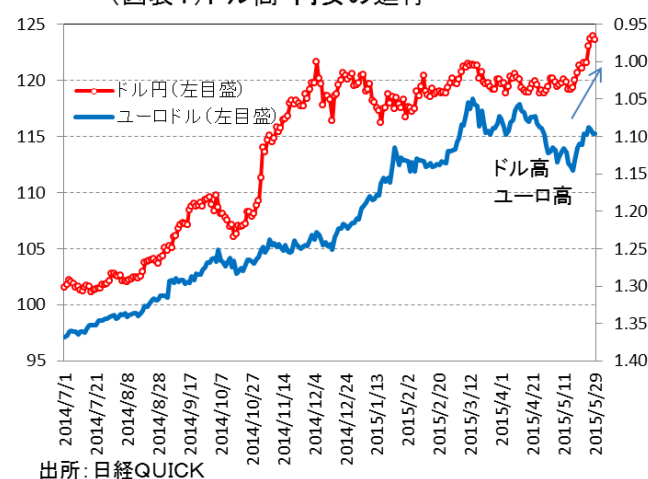
ドル円レートは、半年以上にも及んだボックス圏の範囲を抜けて、新しい円安の領域に移行したように見える。背後にある作用は、ギリシャ問題が瀬戸際に来ていることと、米経済の拡大を期待した利上げ観測である。為替相場は、今しばらくは、円安方向に振れることが続くかもしれない。しかし、現在の円安をもたらしているギリシャ要因は、今後、上にも下にも変化していく可能性が高い。目先、円安に加速感がついている状況は、一時的な現象ではないかとみられる。

ギリシャと米利上げ

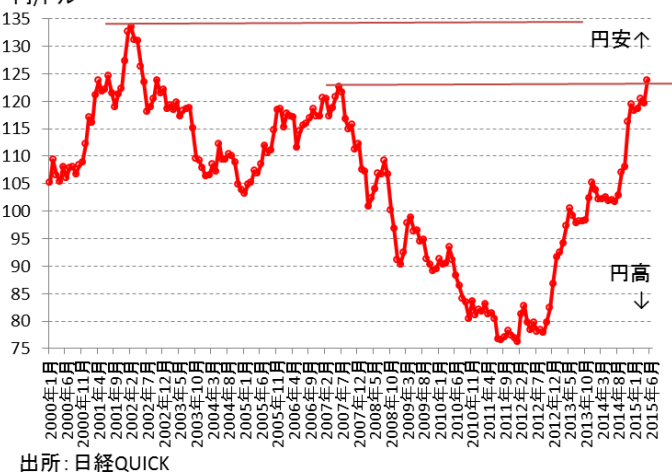
為替レートが、5月27・28日と1ドル124円台まで円安水準に進んだのは予想外だった（図表1）。4月末からのドイツの長期金利上昇、原油価格の反転、FRBの利上げ開始の先送りは、いずれもドル高・円安局面が過去のものになったシグナルに見えた。しかし、ギリシャ問題が最終局面を迎え、ドイツの長期金利に低下圧力が加かってユーロ安が進んだことで、再びドル独歩高に傾いた。米国の要因でも、イエレン議長が2015年内の利上げにこだわる姿勢を表明し、それがドル高を後押ししている。

問題は、これからドル高要因が一方に強まって、1ドル120円台の円安をさらに130円台にまで進めるかどうかの見極めである。為替が124円までの円安になった経験は、ここ数年の期間では、2007年6月にあっただけだ。その水準を抜いていけば、次に目途になるのは2002年の130円前後という見立てになる（図表2）。一応の次の目途として、1ドル130円までの水準が意識されやすい。

円/ドル (図表1)ドル高・円安の進行



円/ドル (図表2)長期時系列でみたドル円レート



これまでのドル円のレンジは、2014年10月の日銀の追加緩和の後、1ドル116～122円で持ち合いになって、半年間のボックス圏の動きを続けてきた。そこから2015年4・5月にギリシャ問題再燃、米利上げの再浮上が契機になって、それまでのレンジをブレイクアウトして124円台の円安に至った。レンジを越えたことが相場形成を流動的にして、自己実現的な円安を生み出しているようにも見える。為替レートは、意識される水準に向かってオーバーシュートする性格があるので、しばらくは多くの人が行き過ぎと感じる程度まで振れが続く可能性がある。

筆者は、次なる変化のポイントが（１）ギリシャ問題の落ち着きどころ、（２）米景気の強弱の判断、という２つであると考え。そして、変化の時期は 6 月前半ではないかとみている。現在は、ギリシャ問題が混迷を極めて、米景気が成長する期待感を背景にして利上げ予想もやや前向きになっている（図表 3）。それが、ギリシャのイベントリスクが現実のものになると、その後、波乱が完全に管理されたものになるかどうかはわかってくる。もしも、処理が粛々となされていけば、一方向のユーロ安には向わないだろう。加えて、6 月初に発表が相次ぐ米景気指標が弱いものになれば、一旦は盛り上がっている米利上げの予想も後退する。米景気情勢が弱いものになれば、ドル高水準が行き過ぎているという要人発言に反応しやすくなって、ドル高是正の思惑が起こり、ドル安・円高に戻っていくシナリオになる。結果的に、1 ドル 120 円台の半ばまで進んだ円安は、一時的な振れということで、以前の 1 ドル 116～122 円のレンジに戻っていくことになるだろう。

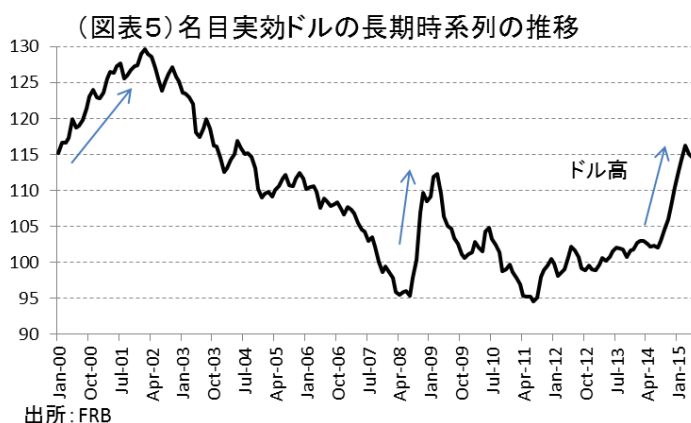
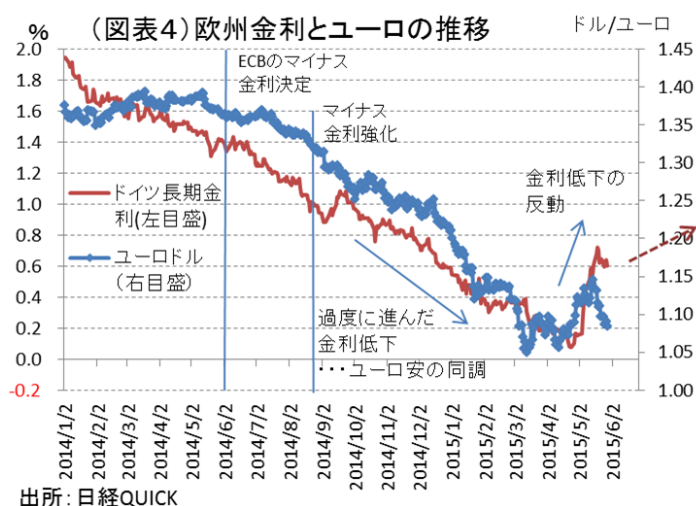
（図表3）イベントと為替への影響

	ギリシャ問題	ドイツ長期金利	米利上げ	米景気	原油
ドル高要因	悪化	低下	前向き	成長	下落
ドル安要因	改善	上昇	後ずれ	足踏み	上昇

一時的なオーバーシュートか

次に、いくつかのシナリオをより具体的に検討してみたい。今後のドル高・円安が強まっていくケースは、ギリシャ問題が一段と不安定化して、欧州各国の長期金利上昇に拍車がかかるときである。ギリシャの資金繰り不安は、まだ 6～8 月にかけてもめるであろう。仮に、EU の支援がうまく着地したとしても、ギリシャ政府の緊縮運営を見守ることになるだろうから、完全な安定化とはならないだろう。むしろ、支払い停止が起こったときの対処を巡って、無秩序にリスクの拡散が起こるかどうかは焦点だ。IMF・ECB 向けなどの公的債務返済・償還停止がデフォルトに判定されずに、ユーロ圏を離脱する可能性の現実味が遠のけば、過度なユーロ売りに歯止めが可能性がある。ギリシャの不安定化は、あと数か月以内でクライマックスを迎えて、ユーロ安をリバウンドさせて、ドル独歩高は一服する可能性も十分にあるように思える（図表 5）。

一方、米国経済に関しても、6 月初の経済指標が流れを決めると予想される。イエレン議長のスタンスは、ハト派的なイメージは付きまとうものの、FOMC メンバーの意見を代表して基本的に利上げに踏み切る方針である。仮に、6 月初の経済指標が強いものになれば、FRB は今後の金融政策については、「経済データ次第」という表現を用いて、さらに先の経済指標が強まるのを待って利上げに着手する構えを強めるだろう。筆者は、2015 年内に利



上げをする可能性は十分に高いとみている。

為替レートなどに影響を与える要因は、むしろ、FRB が利上げに着手した後の利上げのペースではないかと考える。仮に、最初の利上げの後で、毎回の FOMC で継続的に利上げを進めると、長期金利は上昇して、実体経済に大きなショックを与えるだろう。イエレン議長の評価は、そうした悪影響を限定的に止めながら、株価などの資産価格に過度の変動を与えずに、どこまで慎重に利上げを行っていかにかかっていると考えられる。

米経済のポテンシャルは、リーマンショック以前に比べて低成長化しているから、筆者は利上げ後にこのままドル高が継続するとは考えにくいとみる。これまでのドル高傾向が進み過ぎている状態から考えると、一方的にドル高・円安が進むというシナリオよりも、疑心暗鬼の中で利上げが行われて、ドル高もどこかでピークアウトするシナリオの蓋然性が高いとみられる。

円安を歓迎しない日本の要因

最後に、日本側の要因からみて、ドル高・円安は進むのであろうか。現時点で、日銀の追加緩和の予想は、肩すかしを喰らっている。これは、円高要因（＝円安一服の要因）になる。

日銀は 5 月に景気判断を上方修正して、中長期的な物価上昇の流れを我慢強く待とうとしている。2015 年 4 月の消費者物価は、対前年比伸び率ではマイナス転化は目前（4 月は消費税要因を除いてコア指数の前年比 0.0%）にみえるが、数か月前の見通しと比べると、物価は上振れである。2014 年度後半の円安局面での輸入物価の上昇がじわじわと食品などで価格転嫁されてきて、前月比でみればプラス基調になっている。2015 年 3 月の消費者物価・コア指数の前月比+0.4%、4 月同+0.3%、東京都区部では 5 月中旬の前月比+0.1%と押し上げ方向である。物価の基調は、消費税要因によって攪乱されている前年比よりも、前月比を見なくてはわからない。

政府高官もまた、さらなる円安には少し距離を置いているように思える。甘利経済相は、過度な円安ではないとしつつも、「円高も円安も急激であればいろいろ影響が出る」と円安のスピード感には警戒感を示している。麻生財務相も、「荒い動きがあるとみている」とけん制球を投げたかたちだ。安倍政権は、2016 年 7 月に参議院選挙を控えていて、消費者が食料品・ガソリンなどの値上げに敏感になっていることだろう。日銀の追加緩和を昔のようには歓迎しない。

なぜ、今の円安が庶民に歓迎されないかという点、円安の水準感に問題がある。1 ドル 124 円台の為替レートが 7 年振りであることは確かであるが、実質実効レート水準と比べると、実質的な円安は現在よりも 10～14%も進んでいる格好である（図表 6）。つまり、現在の円安水準の実感は、1 ドル 136～141 円にまで重くなっていると表現することもできる。生活者にとっては、せっかくの賃上げの恩恵が、輸入物価の上昇で減殺されることに抵抗感が強い。

一方、金融市場には、株価上昇に貢献する円安方向の変化を歓迎する人もいる。しかし、最近は株価上昇と円安のリンケージは、以前ほど強くはない。株価上昇のために円安が不可欠な情勢ではないだろう。

（図表 6）実効レートでみるとさらに進んでいる円安

