Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：短・中期的視点から見た円相場の展望　2015年７月29日(水)

～当面円安バイアスも、日本経済正常化で中期的に１ドル＝100円台も～

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、対ドルで緩やかな円安の展開。過度な懸念が和らぐにつれて、量的緩和政策が定着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。
- 生命保険会社の外債投資や信託勘定による外国証券の買い越し、個人投資家の外株や外債に対する選好の強さによる投資信託の外国証券買い越しにより対外証券投資の大幅買い越しが続いている。公的年金勢は外国証券の購入余地を依然として残している可能性もある。消費者心理の改善を背景に個人投資家の積極的な投資が期待されれば、実需面での円安圧力は継続すると見られる。
- 日本では、経済金融情勢次第でインフレ率の上昇が見込まれるも、２％の水準にはほど遠い状況。金融政策の出口は当面見込めず、本格的な円高基調への反転は期待薄。一方、米国発の利上げ観測に立脚したドル高期待は今後も続くと判断するのが妥当。政府の円安けん制の動きが積極化しなければ、金融緩和期待を通じた円安圧力が根強く残る。米景気の正常化が期待される中、ＦＲＢの年内利上げが予想されるため、年末には 120 円台後半までドル高が進むような相場展開を想定。
- ギリシャ情勢を巡る政治リスクが残る中で当面は慎重な状況見極めが必要なものの、米国経済が持ち直し傾向を強めていることからすれば、ドル高円安のトレンドに大きな変化はないものと思われる。今年のユーロ圏経済はユーロ安や原油価格の下落などにより成長加速が見込まれる一方、ＥＣＢによるソブリンＱＥ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はしにくい。
- 長期的な為替水準は購買力平価に左右される。ＩＭＦ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 2014 年時点で 102.7 円程度の一方、ＩＭＦの見通しは、2020 年時点の市場レートが 108.3 円、購買力平価が 96.8 円となっている。日米の金融政策が同じ方向に向かえば購買力平価に近づく関係がある。中期的に日本経済が正常化する中で日銀が出口に向かうことになれば、10 円以上の円高が進むことになり、購買力平価並みの円高水準に到達する可能性も。

（注）本稿は投資経済 2015 年 8 月号への寄稿の一部を抜粋したもの。

●はじめに

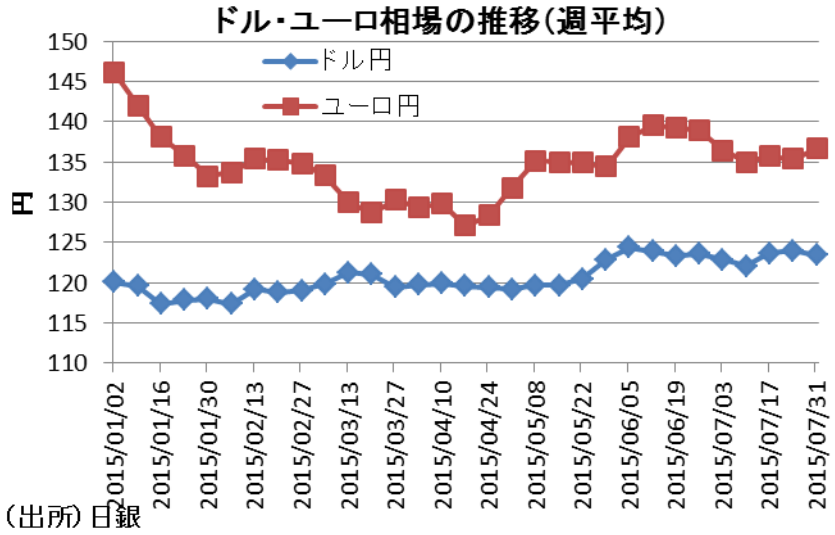
年明け以降の円相場は、対ドルで緩やかな円安の展開となってきた（資料１）。５月下旬以降は１ドル 120 円台が定着しており、年明けに今年の最高値をつけたドル円相場は、日本の量的緩和政策の継続や米国の利上げ観測を背景に、１月中旬の１ドル 116 円台から緩やかな円安が進んでいる。大みそかの東京市場の大引けが１ドル120円台、７月中旬以降の東京市場で終値が123円台となっており、

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。見通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。

約３％の円安になっている。途中の動きをみると、５月下旬から生じた米国の利上げ観測の高まりが効いた格好でドル高が進んでいる。

一方、この間のユーロ円相場の動きをみると、ユーロ圏のデフレ懸念後退などを背景に年明け以来の 140 円台の高値を記録した。

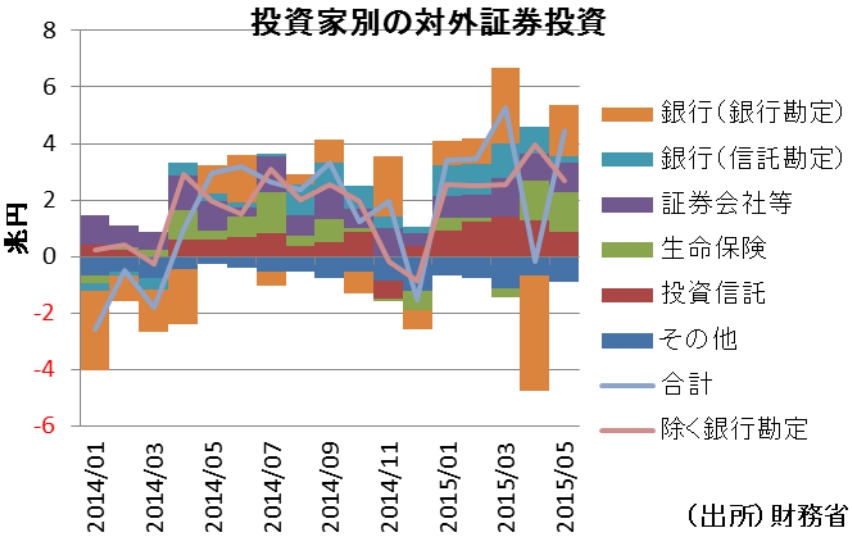
年明けの世界経済の動きを顧みると、ギリシャの政局不安や原油価格の続落の影響で１月半ばにかけて一時一ドル 115 円台まで円高が進行した後、リスク回避の動きやＦＲＢによる利上げ期待の高まり等を通じて円安ドル高が進行する形で現在に至る。過度な懸念が和らぐにつれて、量的緩和政策が定着する国の通貨である日本円は、世界的には売られる側の通貨に分類されやすいようだ。



（出所）日銀

●積極的な対外投資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、本邦投資家の対外証券投資による円安の動きである。原油安に伴う貿易赤字の縮小を受け、実需の円売りが縮小した後も、生命保険会社の外債投資や信託勘定による外国証券の買い越し、個人投資家の外株や外債に対する選好の強さによる投資信託の外国証券買い越しにより対外証券投資の大幅買い越しが続いている。



（出所）財務省

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。見通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。

当面は生保勢の積極的な外債投資が継続する一方、公的年金の外貨シフトが鈍る見込みだが、他の政府系マネーを加味すれば、公的年金勢は外国証券の購入余地を依然として残している可能性もある。従って、消費者心理の改善を背景に個人投資家の積極的な投資が期待されれば、実需面での円安圧力は継続すると見られる。

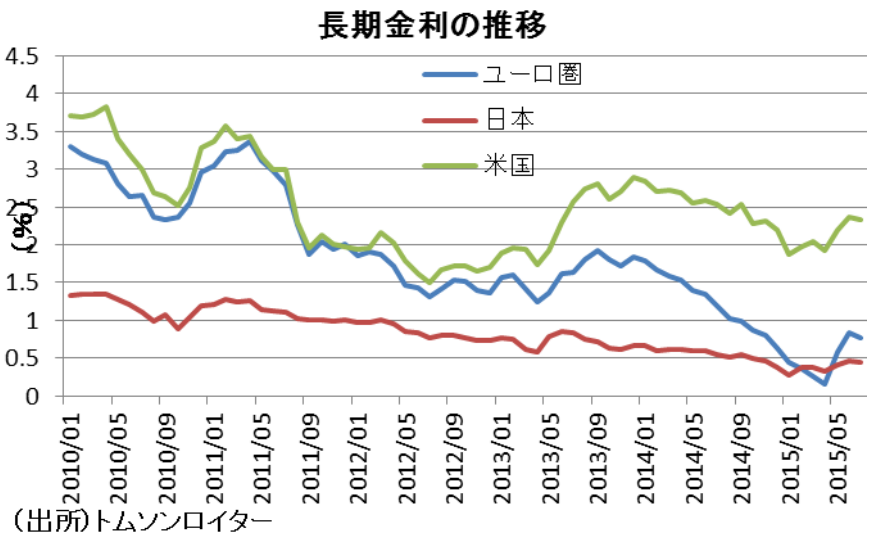
●欧米金利上昇による円安圧力

第二は、米国の利上げ観測の高まりによるドル高圧力である。今年５月以降の米長期金利は、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利上げ観測の高まり等を背景に上昇している。対して独長期金利は、ユーロ圏のインフレ率の高まりを受けて、デフレに対する懸念が和らぎ上昇している。この間、日本の長期金利は日銀による追加金融緩和期待等を背景に上昇が限定された結果、内外金利差が拡大し、対ドル、対ユーロで円安進行に作用した。

先行きの米長期金利は、良好な米経済指標を受けて、水準を切り上げていくことが予想されるが、足元ではソロスチャートの関係に見合う水準以上にドル高が進行する中、米ＦＲＢによる慎重な利上げスタンス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、独長期金利は、原油価格の上昇によるデフレ懸念の後退から、期待インフレ率の上昇が見込まれるが、ソブリンＱＥを受けたＥＣＢからの資金流入もあり、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インフレ率の上昇が見込まれるも、２％の水準にはほど遠い状況である。こうした中、金融政策の出口は当面見込めず、本格的な円高基調への反転は期待薄である。したがって、米国発の利上げ観測に立脚したドル高期待は今後も続くと判断するのが妥当だろう。



●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。６月 10 日の国会答弁で、実質実効ベースでの円相場に関し「ここからさらに円安はありそうにない」と言及し、為替市場に円高の影響を与えた。特に日銀総裁が為替の水準感について言及したのは異例であり、相場への影響をある程度意識した発言との認識が強まっている。つまり、多くの投資家が、円安進行の速度を抑え、追加緩和期待を打ち消したいという意向ととらえ、これが円安の流れをいったん弱らせた可能性がある。

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。見通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。

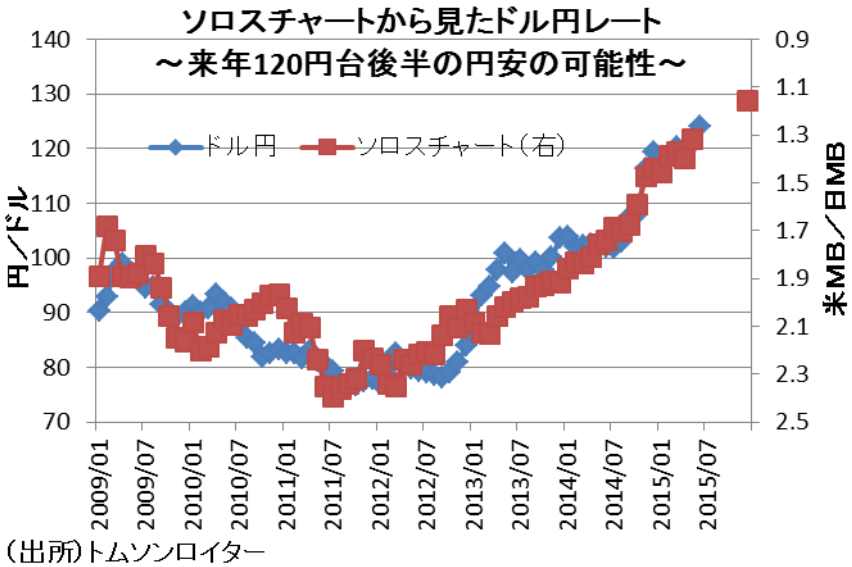
もっとも、黒田総裁は６月 16 日の参議院での国会答弁で為替相場へのコメントを修正しており、円安けん制のニュアンスを打ち消してきたとも読める。そもそも日銀にとって緩やかな円安はインフレ目標達成の追い風と考慮され、政府の円安けん制の動きが積極化しなければ、金融緩和期待を通じた円安圧力が根強く残るだろう。当面の円相場は日銀と政府の思惑とも切り離せない。

●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、米国の金融政策は利上げをうかがう展開となっており、金融緩和には転じない状況にある。一方、インフレ目標２％を明言した日銀の量的質的金融緩和政策を受けて、米国の利上げより先に日本が出口に向かうとみる向きは皆無に近い。このため、今年のドル円相場展望のカギを握るのは、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。

二つのシナリオに分けるとすれば、今後米国で年内利上げ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。今後のドル円相場も、米国の金融政策見通しに連動して変動する可能性が高そうだ。事実、６月のＦＯＭＣによる政策金利見通しの下方修正後、短中期国債を中心に米国の金利水準が低下気味に推移してきたのは、米国の利上げ観測後退に根差した金利低下といえる。

ただし、今後ＦＲＢがバランス・シートの再拡大にかじを切らない限り、これまで維持してきたマネタリーベースの規模は維持された状態が続く。したがって、ソロスチャートに対する感応度が高いドル円相場を鑑みると、今後は①ＦＲＢによる量的緩和の再開や、②超低金利政策の持続観測、が盛り上がらない限り、本格的に値下がりするドル円相場の姿を想像するのは難しい。今後のＦＯＭＣでの政策発表を受けて、ドル円相場の下値がすぐに深くなるとも思い難い。更に年後半以降は、原油急落や港湾ストライキ、悪天候をいう３つの一時的要因から解放され、米国経済が強含み始めている中、ドル高に振れる余地は残している。



（出所）トムソンロイター

よって今後の円相場は、米利上げを織り込む段階で一時的に円高が進む可能性があるにしろ、ドルが上振れしやすい展開となるのではないだろうか。仮に米景気の緩やかな回復持続が確認されず、米

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。見通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。

国の利上げ観測が後退すればドルも一時的に下落しよう。その場合でも、米景気の正常化が期待される中、ＦＲＢの年内利上げが予想されるため、円高基調の明確化には至らないだろう。年末には 120 円台後半までドル高が進むような相場展開になるのではないか。

●鍵を握る欧州の債務問題

一方、５月以降はユーロ高が進行し、５月以降の独による予想外の長期金利上昇がユーロ高に拍車をかけてきた。

こうした中、ＥＵがユーロ圏財務相会合で債務危機に陥ったギリシャに対する金融支援の交渉開始を正式に決定しており、ギリシャへの支援再開期待に伴うリスクオフの巻き戻しの公算が高い。しかし、債務負担の軽減を巡ってＩＭＦとドイツ政府との対立が深まっており、支援協議が中断する可能性がある。また、年内にも予定されるギリシャ議会の解散総選挙で、反緊縮政権が再び誕生する可能性があるとの見方もある。したがって、ギリシャ情勢を巡る政治リスクが大きい中で当面は慎重な状況見極めが必要なものの、米国経済が持ち直し傾向を強めていることからすれば、ドル高円安のトレンドに大きな変化はないものと思われる。

なお、欧州では本年後半に、①10 月に行われるポルトガル総選挙、②12 月に行われるスペインの総選挙、等の注目イベントも控えており、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、緊縮財政反対が蒸し返されるかどうかがユーロの動向を大きく左右しよう。欧州をめぐ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ユーロ安や原油価格の下落などにより成長加速が見込まれる一方、ＥＣＢによるソブリンＱＥ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はしにくいのではないだろうか。

●長期的には購買力平価に左右される

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一つであるという「一物一価の法則」が成り立つときの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、1980 年以降のドル円レートとインフレ率格差との関係をみると、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、中長期的には購買力平価が成立している可能性が高く、対米で低インフレが続く限り持続的な円安維持は期待できないということになる。

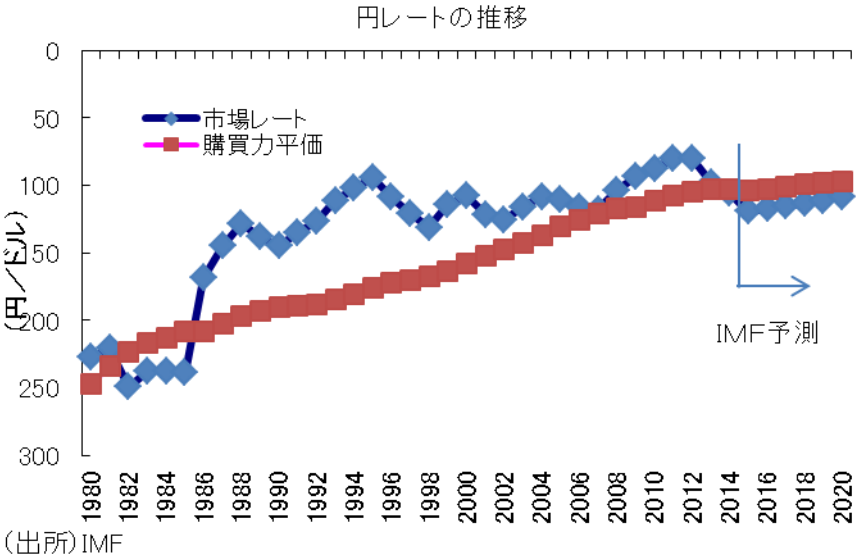
特に、ＩＭＦの「World Economic Outlook」によれば、85 年のプラザ合意以降、円の下値の目処となってきた購買力平価が 2014 年時点で 102.7 円程度となっている一方、ＩＭＦの見通しは、2020 年時点の市場レートが 108.3 円、購買力平価が 96.8 円となっている。購買力平価では日米のインフレ率格差を反映して 5.9 円程度の円高になることを予想していることになる。

一方、ＦＲＢは年内にも利上げをうかがうスタンスとなっており、当面は日銀の出口戦略は期待薄であることから、購買力平価と市場レートのかい離は長期化する可能性もあろう。しかし、日米の金融政策が同じ方向に向かえば購買力平価に近づく関係がある。中期的に日本経済が正常化する中で日銀が出口に向かうことになれば、10 円以上の円高が進むことになり、購買力平価並みの円高水準に到達する可能性もある。ただ、日銀が出口に向かわなければ購買力平価より 10 円以上安い水準もありうる。

以上、購買力平価と金融政策の観点からは、2020 年時点で１ドル＝100 円割れの可能性があるにしても、日銀が出口に向かう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 10 月に決定したＱＱＥ２で様子を見つつ、ある程度の政策効果の観察期間を経て、追加緩和

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。見通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。

や出口戦略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購買力平価対比で円安のレンジ取引を継続しつつ、日米の金融政策に依存する展開になると思われる。



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。見通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。