

テーマ：2016年度は再び円安進展へ

発表日：2016年3月30日（水）

～米利上げ基調顕在化で1ドル=130円も～

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

- ✓ 年初来、中国景気に対する不安や原油安などを背景にしたリスク回避の動きが市場で強まるなかで、FRBによる利上げ見通しも下方修正されるなどした結果、為替市場ではドル安円高が進んだ。
- ✓ もっとも、米景気は今後再加速に転じる可能性が高いと予想され、インフレ圧力も徐々にではあるが着実に高まっていることから、環境さえ整えばFRBは利上げを再開せざるを得なくなる。
- ✓ 理論的には、為替相場は2カ国間の実質金利差を変動要因とする。FRBの利上げが進むにつれ、日米間の実質金利差はマイナスからプラスへと転じ、米国の利上げ回数に応じてその差は拡大していこう。
- ✓ 2016年末時点でのドル/円相場は、1ドル=130円前後に達する可能性もある。

米利上げ期待修正が円高要因

2015年末に1ドル=120.06円であったドル/円相場は、足元で同110円台前半での推移となっている。年初来、中国景気不安や原油安などもあってグローバルに市場のリスク回避姿勢が強まるなか、為替市場では高金利通貨安・低金利通貨高といった典型的なリスクオフ時にみられる流れが強まった。1月末には、日銀によるマイナス金利政策の導入もあって一時同121円台まで円高が進む場面もみられたが、2月以降に再び円高が進んだ。

為替相場は、理屈上は2カ国間の実質金利差が変動主因となる¹。この点からみると、市場混乱に加えて、米国の一部経済指標が景気の減速を示していたこともあり、市場ではFRBの利上げ予想が下方修正された。これにより、米金利先高感が喪失したことがドル安要因になったことで、円高ドル安が進んだと解釈できよう。

市場の利上げ予想をFF金利先物価格の動きから推察すると、昨年末の段階では2016年中に2回の利上げ（0.25%のFF金利レンジ引き上げを2回）を織り込む格好となっていた。しかし、今年に入るとFF金利先物価格は徐々に上昇（利上げ予想回数の低下）し、2月11日にはFF金利先物のイールドカーブはほぼフラット、

すなわち政策金利は年内いっぱい据え置かれることを織り込む形になった。当時は、市場混乱からリスク回避の動きが極端に強まっており、2月11日にはNYダウ株価指数は1月20日につけた年初来安値（15450.56ドル）に迫る15503.01ドルまで下落した一方、債券市場では10年債利回りが一時1.529%と年初来最低水準ま

(円) ドル/円相場の推移(日次)

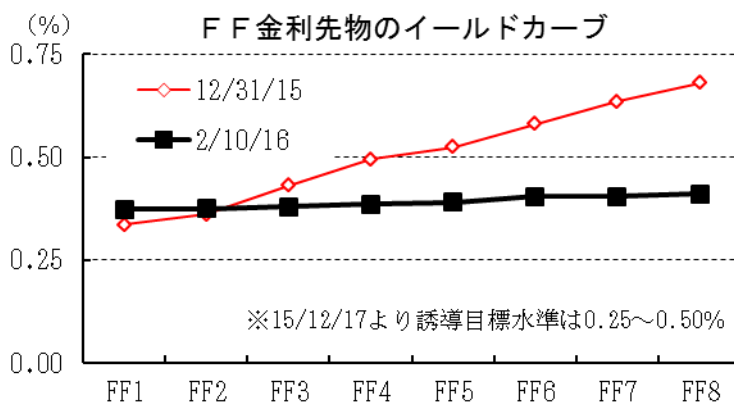


¹ 経常取引など実需に基づく取引はこの限りではないが、為替取引の大半が投機取引である実状から判断すれば、実質金利差が変動主因といえる。

で低下した。

F F金利先物価格の動きからみれば、昨年末段階では今年年末時点でのF F金利を0.75~1.00%と予想していたのに対し、利上げ無し（0.25~0.50%で据え置き）という予想に▲50bp下方修正された格好になる。これは、約5円程度の円高ドル安に繋がると考えられるが（金利差とドル/円相場の詳細は後述）、実際のドル/円相場はそれ以上に円高に振れている。このことは、市場でのリスク回避的な動きが強かったことを示唆していると考えられる。

その後、市場が徐々に落ち着きを取り戻すにつれ、米金融市場では再び年内利上げの可能性を織り込みはじめ、足元では年内に1回の利上げを織り込む格好となっている。この間、ドル/円相場は3円程度円安に戻しているが、これは米金利の変化とほぼ整合的な動きといえる。



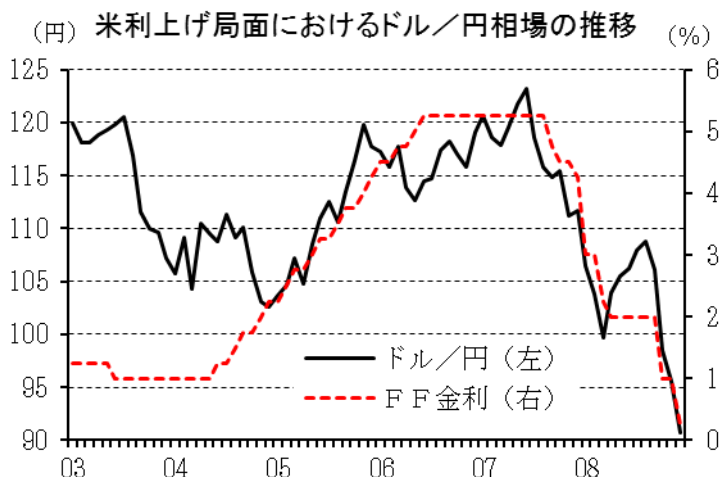
米利上げ局面入りでドル高圧力強まる

米経済は、昨年来の在庫調整によってやや減速していたものの、これもほぼ完了し、今後は製造業と非製造業の両輪が揃う格好で再加速に向かう公算が大きい。加えて、①失業率は4.9%と完全雇用の域に達しており、今後は賃金上昇圧力も強まってくると判断されること、②すでにサービス業を中心に物価上昇ペースは徐々に加速しているうえ、原油価格の落ち着きからエネルギー価格下落による物価抑制効果も剥落してくると見込まれること、③インフレ圧力の高まりに対し、金融政策が後手に回るとみられれば、長期金利の行き過ぎた上昇を招く恐れがあり、個人の債務残高が高い米国では景気失速を招く恐れがあること——などを勘案すれば、米金融政策の方向性は引き続き利上げにあると判断できる。

もっとも、イエレンFRB議長は3月29日に行われた講演会で、利上げに向けて今後注視すべきものとして、①海外経済、及び金融市場の安定性、②ドル高による米景気へのマイナスの影響、③商品価格の安定——などを挙げた。したがって、足元のように特に中国経済に対する不安感が強いなかでは、FRBが利上げを急ぐようなことは考えにくい。もっとも、重要なことは中国経済が回復するかどうかではなく、中国経済の低迷が市場などを通じて米国経済にどのような影響を及ぼすかであり、それが限定的であるとFRBが判断すれば、利上げを本格化してくると予想される（米金融政策については、Market Watching「米利上げは今年2回ですむのか」2016/3/23を御参照）。

米金利の上昇は、為替市場においてはドル高要因となる。ただし、過去を振り返ると、米国の利上げが直ちにドルを押し上げるとは限らない。たとえば、前回の利上げ局面は2004年6月から始まったが、ドル/円相場は同年9月につけた1ドル=110.05円を一旦ピークに、年末には同102.63円まで円高が進んでいる。米国以外の景気に対する不安感を背景とした不安定な市場の動きや、当時は再び拡大の一途を辿っていた米国の経常赤字と財政赤字が為替市場の関心事となっていたことなどが背景にあった。

しかし、こうした懸念が薄れてくるにつれ、ドル/円相場はドル高方向を明確にし始める。2005年に入ると、ドルは対円でほぼ一本調子に上昇していった。ただし、ドル独歩高となったわけではない。世界同時景気拡大の様相を呈すなかで、為替



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。

市場では高金利通貨高・低金利通貨安の動きが強まり、決して高金利通貨ではないドルは、主に新興国通貨に対して下落し、ドルの実効レートは僅かな上昇にとどまっている。したがって、利上げがドル全面高につながって、イエレンFRB議長が懸念するような輸出を阻害することで米景気の足かせとなるような事態になるとは考えにくい。

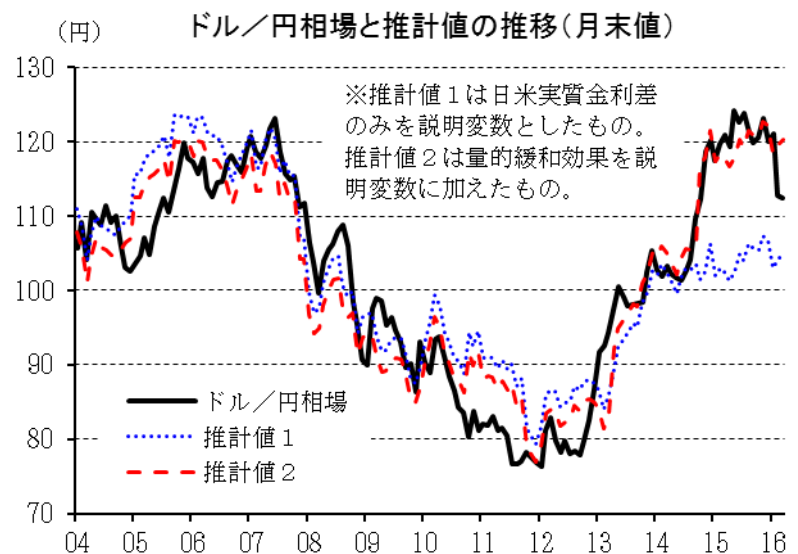
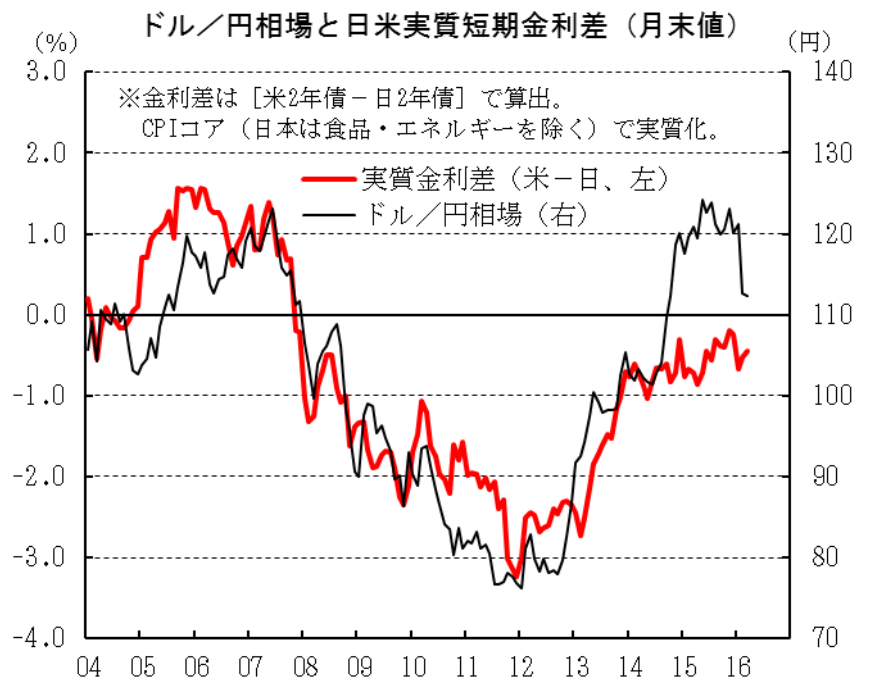
今後見込まれる米利上げ局面でも、ドル高円安基調が明確化するには、前回利上げ時と似たような条件が必要となる可能性がある。とくに、当時と比べれば経済規模の点から重要度が比較にならないほど増した中国経済の動向が重要となろう。中国景気については、現時点では引き続き製造業を中心に低迷が続いているものの、①米国景気の再加速による輸出環境の改善、②先の全人代で決定された景気対策、などのプラス要因もある。新興国経済の動向は米利上げのテンポにも影響を及ぼすと見込まれ、今後の動向が注視される。

実質金利差とドル／円相場の安定した関係

ドル／円相場は、過去においてはしばしば両国間の通商摩擦など、政治的な要因で大きく変動してきた。しかし、そうした摩擦が大きく取り上げられるようにならなくなった2000年代半ば以降は、理屈通り両国間の実質金利差に応じた推移をみせている。為替相場場で意識される2年物国債利回りから、エネルギーと食料品を除いた欧米型コアベースの消費者物価上昇率（前年同月比）を差し引いた形でみた実質金利差とドル／円相場との関係は高い。

ドル／円相場を日米実質金利（2年債利回り）差で推計（単回帰）すると²、黒田日銀総裁の下で行われた量的緩和政策の拡大（2014年10月31日決定）以降の円安の急伸は、金利差では説明できないことが確認される。同時に、日米金利差から試算される足元のドル／円相場は1ドル＝105円と、実際の水準よりもかなり円高であることがわかる。この結果からは、足元でドル／円相場は“買われすぎ（円が安すぎる）”といえることができる。

ただし、量的緩和政策による通貨の供給拡大政策は、円の価値を押し下げる効果を持つはずだ。そこで、2013年4月の量的緩和政策と、14年10月の緩和拡大政策についてそれぞれを独立した変数とし



² 推計期間は2004/1から2016/3。推計結果は、ドル／円相場（月末値）＝109.1053（t＝144.5）＋9.1841×日米実質2年債利回り差（月末値）（t＝18.3）。R²＝0.70。

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。

て改めて推計すると³、足元におけるドル／円相場の試算値は1ドル＝120円となる。

このように、量的緩和による円安効果を含めるかどうかによって結果は大きく異なるが、それぞれの試算結果を①量的緩和効果を含めない場合の試算結果は、金利差から求められるもっとも円高の水準、②量的緩和効果を含めた場合の試算結果は、金利差から求められるもっとも円安の水準、というように考えれば、足元のドル／円相場は適正な水準の範囲内に納まっている、と評していいだろう。

年末時点でのドル／円相場は1ドル130円前後か

2年債利回りは、金融政策の影響を強く受ける。マイナス金利付き量的・質的緩和政策が継続する日本においては、2年債利回りはマイナス圏での推移が続き、さらに低下することはあっても上昇基調に転じることは考えにくい。

一方、米2年債利回りはFRBの利上げに応じて徐々に水準を切り上げていくと予想される。過去においては、利上げ局面における米2年債利回りとFF金利の乖離は0.5～1.5%程度をしばらく保つ傾向にある。ただし、利上げが最終局面に近づくにつれて、両者の乖離は徐々に縮小する。これは、先行きの景気減速を織り込んでの動きと考えられ、前回利上げ局面においては実質FF金利が1%を超えた頃から、2年債利回りとの乖離は0.5%を下回るようになった。足元で、米国の実質FF金利は▲1.8%と“超景気刺激的水準”にあることから、利上げが再開されたからといって、ただちに2年債利回りとの乖離が縮小に転じることは考えられない。

足元では、両者の乖離は0.4%程度と利上げ初期局面としては過去にみられないほど小さい。その背景として、①在庫調整により米生産活動が減速していたこと、②原油安もあってインフレ率が総じて低い水準にあること、③中国経済に対する不安感、④日欧の超金融緩和政策が続くなかで、相対的に金利水準が高い米国債に資金が向かいやすい環境にあること——などが影響したと考えられる。しかし、連続的な利上げ環境のもとでは過去と同様に、2年物米国債利回りはFF金利に対して0.5～1.0%程度高い水準で推移することとなる。

以上のことから、今後のドル／円相場を予想すると、FRBの利上げテンポや回数によって水準は異なってくるものの、円安方向に徐々に水準を切り上げていくと見込まれる。

年末段階でのFF金利が、FOMCメンバーの直近の予想通り2回の利上げによって1.00%（上限値）となった場合、2年債利回りは1.5～2.0%程度に達すると予想される。米CPI（コア）の前年対比上昇率が足元（+2.3%）で推移した場合、米国の実質2年債利回りは▲0.8～▲0.3%となる⁴。一方で、日本の2年債利回りは▲0.2%程度、CPI（除食料・エネルギー）の前年対比上昇率は+0.8%と、それぞれ足元と同じ水準で推移した場合、日本の実質2年債利回りは▲1.0%となる。この場合、日米の実質金利（2年債利回り）差（米金利から日本金利を引く）は+0.2～+0.7%と、2007年10月以来となるプラス圏に浮上する。この場合試算されるドル／円相場は、①量的緩和による円安効果が全く無いと考えた場合1ドル＝110～115円、②量的緩和効果が大きいと考えた場合125～130円となる。足元での実際の相場水準と①のケースの乖離を勘案すれば、年末段階でのドル／円相場は1ドル＝120～125円程度ということになる。

無論、FRBの利上げ回数が増えれば、それに伴って米2年債利回りの水準も上昇し日米実質金利差は拡大するため、よりドル高円安が進もう。仮に、年内開催されるFOMC全て（6回）で0.25%のFF金利引

³ 推計期間は2004/1から2016/3。推計結果は、ドル／円相場（月末値）＝106.0688（ $t=196.99$ ）＋9.0086×日米実質2年債利回り差（月末値）（ $t=27.71$ ）＋5.4207×量的緩和1ダミー（ $t=4.21$ ）＋12.8501×量的緩和2ダミー（ $t=7.59$ ）。 $R^2=0.88$ 。

⁴ 2年債利回りが1.5%の場合、実質2年債利回りは[1.5－2.3＝▲0.8]。同様に、2年債利回りが2.0%の場合は[2.0－2.3＝▲0.3]。

き上げが実施された場合、年末段階でのF F金利水準は1.75～2.00%となる。この段階でも実質F F金利水準は引き続きマイナスにあると考えられるため、景気減速懸念が高まるなどしてF F金利と2年債利回りとのスプレッドが0.5%以下の水準にまで縮小していくとは考えにくい。このため、年末段階での米2年債利回りは2.5～3.0%程度に達すると考えられる。年内2回利上げ時の試算と同様に、日米のインフレ率や日本の金利に変化がないと仮定した場合、日米の実質金利差は+1.2～+1.7%となる。この場合試算されるドル／円相場は、①量的緩和による円安効果が全く無いと考えた場合1ドル=120～125円、②量的緩和効果が大きいと考えた場合135～140円となる。足元での実際の相場水準と①のケースの乖離を勘案すれば、年末段階でのドル／円相場は1ドル=130～135円程度ということになる。

以上のことなどから総合的に判断して年末に向けてのドル／円相場を予想すると、暫くは中国を中心とした新興国経済の状況に一喜一憂するような格好で、総じて横ばい圏での推移が続く可能性が高い。一方で、在庫調整が完了した後の米生産活動が、輸出の伸び悩みを主因として米景気の足かせ要因となるほど弱含むとは考えにくい。中国経済が失速していくのであればともかく、伸び悩む程度にとどまるのであれば、米景気は春以降再加速に転じよう。そのため、米国内でのインフレ圧力は時間とともに徐々に高まっていくと見込まれる。海外景気や市場の動きに配慮すればするほど、そうした懸念が後退した後の米利上げのテンポが速まることは避けられない。最終的には、年内に3～4回程度の利上げが行われる可能性が高いと筆者は考える。ドル／円相場は、中国景気とF R Bの動向を見極めながらも、遅くとも年央頃からは円安基調が明確化し、年末時点では1ドル=130円前後に達すると予想される。

なお、リスク要因としては、何度も述べたように中国を含めた新興国経済が予想外に失速して市場が混乱、米金融政策が金融緩和に転じるようなケースや、米利上げをきっかけとして、対外収支バランスや実質金利水準に懸念のある中南米などの一部新興国からの資金流出が加速して市場混乱に至るケースなどが考えられる。また、米国では大統領選挙の渦中にあるが、有力候補者の不規則発言などで金融政策に対する懸念が高まるようなケースにも注意が必要だろう。

(注) 本文中使用の図表データ出所

ページ1 「ドル／円相場の推移(日次)」 “Bloomberg”

ページ2 「F F金利先物のイールドカーブ」 “Bloomberg”

ページ2 「利上げ局面におけるドル／円相場の推移」 “Bloomberg”

ページ3 「ドル／円相場と日米実質短期金利差(月末値)」 “Bloomberg, INDB, Thomson Reuters Datastream”

ページ3 「ドル／円相場と推計値の推移(月末値)」 “Bloomberg, INDB, Thomson Reuters Datastream”。ただし、推計は第一生命経済研究所