

円高基調は続く

発表日：2016年4月28日（木）

～日銀の追加緩和というカウンターパワーの不在～

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

4月28日の日銀会合が現状維持になったことで、円高が加速している。さらに、年初来のドル安・円高局面がまた強まることが心配される。背景には、ドルと円の関係だけではなく、新興国通貨の反発力の弱さがあると考えられる。ドル売りに対して、新興国通貨が買い戻されにくいから円が買われると説明するとわかりやすい。新興国経済が弱いから、先進国通貨がいずれも割高感に悩むことになる。

追加緩和予想による円安

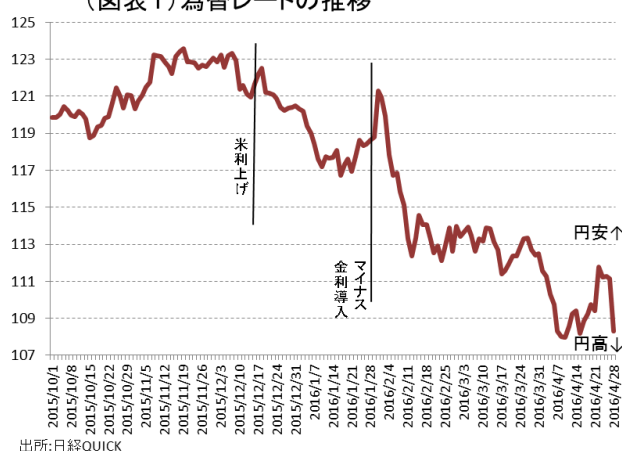
4月28日の決定会合が現状維持になったことで、ドル円レートは再び円高方向に戻している（図表1）。日銀の決定会合を前にして、1ドル111円まで円安になったが、日銀が4月28日の決定会合で追加緩和を見送ったことで、1ドル108円台の円高になってしまった。

これから日銀が追加緩和に動きづらいということになれば円高圧力は持続するだろう。そもそも年初来の円高の背景には、ドル安の流れがあった。その背景にあるドル安基調に変わらなければ、早期に為替が円安への反転することは予想しづらい。

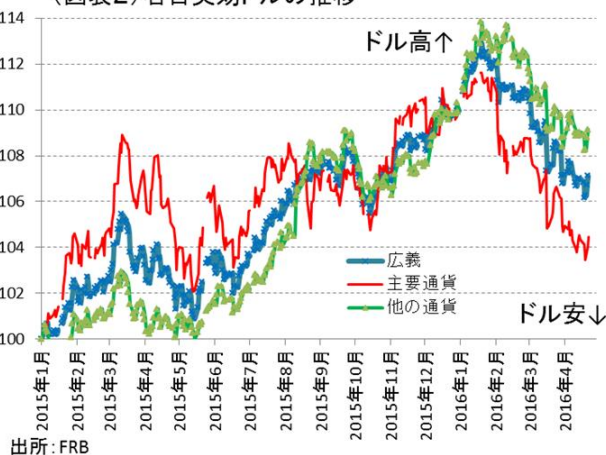
ドル安の反対側で円高圧力が生じている理由は、名目実効ドルの動きをみればわかる（図表2）。実効ドルとは、ドルの価値を他通貨で加重平均して計算したものである。グラフでは、加重平均に用いている通貨を、「主要通貨」と「他の通貨」、そして両者を合算した「広義通貨」の3つで示している。いずれの通貨でも、ドル安の傾向が続いていることがわかるだろう。これが円安・ドル高への反転が、容易には起こりそうにない根拠である。

さらに仔細な点について述べると、「主要通貨」とは、ユーロ、円、カナダドル、英ポンド、スイスフラン、豪ドル、スウェーデンクローネの7通貨で構成されている。「主要通貨」の対ドル・レートは、2016年に入ってから下落幅がより大きい。26か国・地域の通貨で構成される「広義通貨」は、「主要通貨」に比べると、下落幅は相対的に小さい。つまり、主要通貨以外の「他の通貨」、すなわち新興国通貨は、ドル売り圧力に対して買い戻されている度合いが小さいのである。

円/ドル（図表1）為替レートの推移



（図表2）名目実効ドルの推移



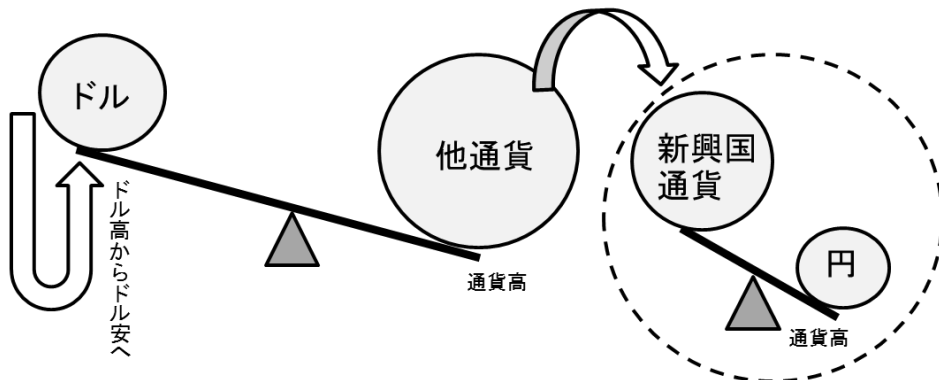
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

なぜ、ユーロや円といった主要通貨が、ドル売り圧力に対して買い戻されやすいのだろうか。その理由は、新興国経済への潜在的な不安がまだ大きいからだろう。2015年からの各国通貨の流れを鳥瞰すると、当初は米利上げに反応して、ドル高圧力が新興国通貨・主要通貨を売るような作用として働いた。これも図表2を参照すればすぐにわかる。ところが、2015年12月に米利上げが実際に開始されると、上昇し続けてきたドルは一転して下落する。米経済に対する不安もあるが、当時の年4回ペースの利上げ観測が不安を増長した側面も大きい。

買われ過ぎたドルが一転して売られるとき、新興国通貨、主要通貨はともに買われた。ただし、新興国経済に不安があったために、新興国通貨の買戻しの圧力は鈍く、より主要通貨の方に買い圧力が集まったと考えられる。原油価格の下落が、資源国通貨を下押ししたり、人民元の切り下げ観測が作用したという側面もある。

概念的に言えば、現在は、新興国経済が相対的に悲観的にみられているので、ドル安であってもユーロや円の方に買戻し圧力が働きやすいということになる。G20財務相会合などで日米欧が互いに通貨安競争を警戒してつばぜり合いを演じる背後には、新興国通貨の潜在的な弱さがあって、その分、円・ユーロに通貨高のプレッシャーが働きやすいという事情があるのだろう。

(図表4)ドルと円、新興国通貨の関係 ……概念図

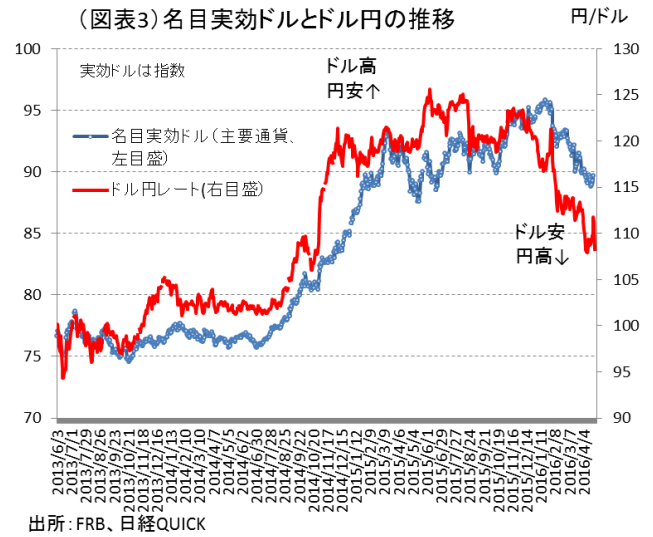


株価反転とドル安

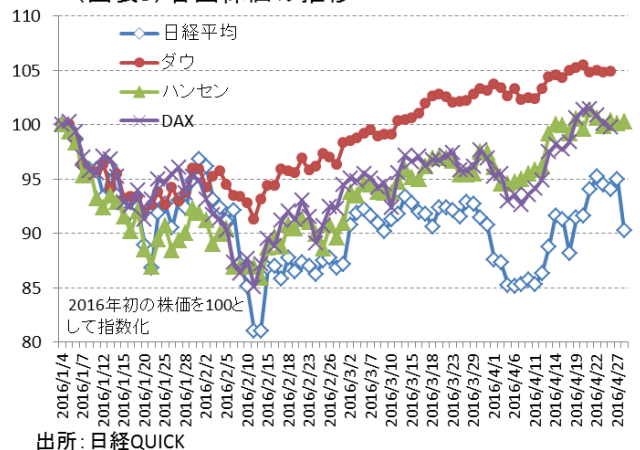
2016年初来のドル安基調は、米経済が今後の利上げに耐えられる自信を回復できるまで継続するだろう。その確信は、FRBが年2回の利上げペースを、以前の年4回ペースに戻せるようになることと重なってみえる。おそらく、2016年中でもしばらく時間がかかるだろう。

一方、主要国の株価は、一旦下落していたが、2月上旬に底入れして上昇に転じている(図表5)。ダウ

(図表3)名目実効ドルとドル円の推移



(図表5)各国株価の推移



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。

や DAX 指数は、すでに年初来の高値を更新するまでに回復している。日経平均株価も、出遅れ感はあるものの、趨勢としてはダウや DAX 指数に追いついて行こうとしている。

こうした株価上昇について、米経済の成長期待を受けているとみることはできるが、半面、年 2 回のゆっくりとした利上げペースを前提にした条件付きの上昇だとみることも可能である。つまり、本格的な米利上げの再開が予想されると、再び株安へと転じるリスクを抱えているという見方である。潜在的なドル安は、株価上昇の中でも変わっていないとみることができる。

今後の為替動向

為替動向の鍵を握るのは、米経済の拡大ペースである。米経済が強さを取り戻さないうちに米利上げに対する不安が再燃すると、ドル安・円高圧力が強まるだろう。逆に、今後とも利上げをゆっくりと進める姿勢が好感されて、米経済への自信が深まれば、これ以上の円高は進みにくいはずだ。

目下の米経済指標では、ISM 製造業景況指数に反転上昇の兆しがみえる（図表 6）。この動きが 5・6 月と鮮明になれば、雇用統計の強さと併せて、米金利上昇へと向っていくだろう。これがドル安圧力を緩和していき、さらなる円高圧力に歯止めをかけてくるだろう。筆者は、今後、年央にかけて円高傾向が続くにしても、それほど円高にはならないとみる。

一方、米経済指標が一進一退を続けているとドル安基調はこのまま続く。こちらはリスクシナリオである。

現在は、中国の人民元の下落が一服して、それが中国からの資本流出を止めている。その結果、中国発の景気リスクにも一定の歯止めがかかっている。この図式は、新興国通貨が反転する一助にもなっているとみている。中国リスク・人民元切り下げ観測に火を付かない

ことも、これ以上に円高にならないための条件になっている。

