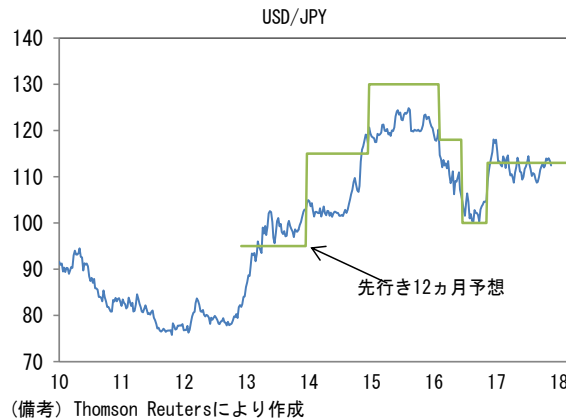


2018年 為替見通し ～USD/JPYは113円で据え置き～

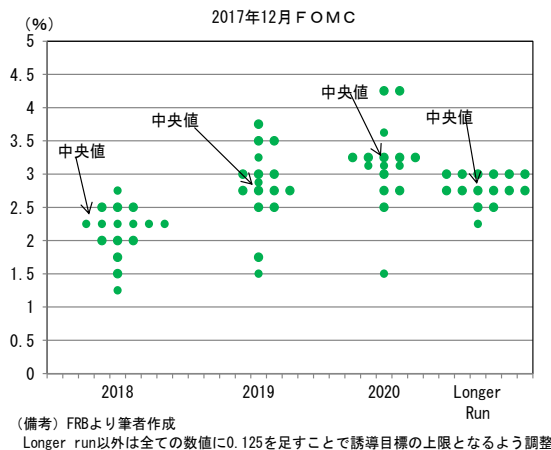
2017年12月18日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

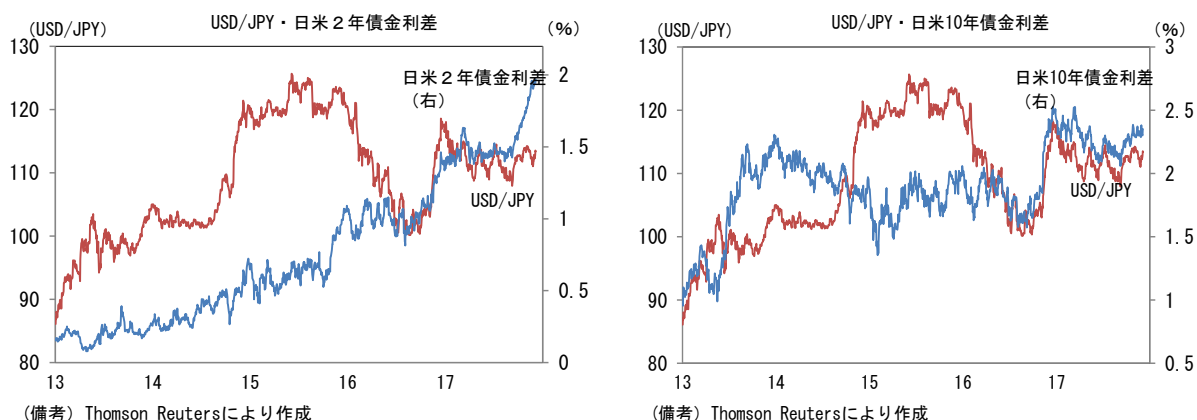
USD/JPY の先行き 12 ヶ月見通し（≒2018 年）を引き続き 113 円 とする。2016 年 11 月に設定して以降一度も変更を加えていないこの予想は、現段階でもリスクが上下に均衡しており、変更の必要はないと考えている。2018 年のポイントは①F E Dが断続的な利上げを実施する下で日米 2 年債金利差は拡大するものの、USD/JPY 上昇には直結しない。また②日銀が約 11 年ぶりに引き締め方向への政策へと舵を切るが、それもまた USD/JPY の持続的の下落には繋がらない、この 2 点である。本稿では、F E Dと日銀の金融政策の動向にフォーカスして USD/JPY を考察する。



F E Dは 12 月 F O M Cで F F レートを 1.50%へと引き上げた（本稿では、F F レート中央値に 0.125%を足した F F レート上限値を単純に F F レートという）。これは 2017 年 3 回目、今次サイクル 5 回目の利上げで、最新のドットチャートに基づけば更に 2018 年に 3 回、19 年に 2.2 回、20 年に 1.5 回と合計 7 回近くの利上げが計画されている。仮にこのとおりになれば 2020 年末時点で F F レートは 3%強に到達することになる。

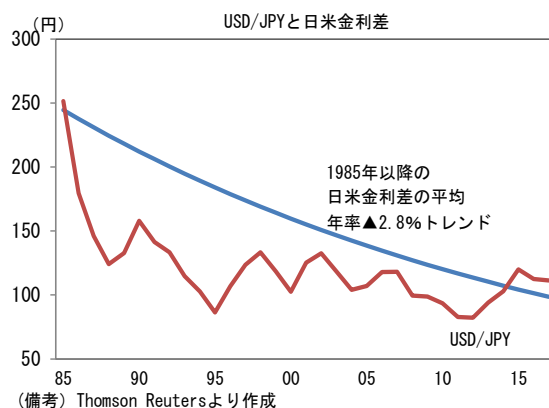


一般論としてF E Dの利上げを根拠にUSD/JPY 上昇を予想することが多い。しかしながら、筆者は先行き12ヶ月という中期スパンのUSD/JPYの予想にあたって「F Fレート引き上げ→日米金利差拡大→USD/JPY 上昇」という考え方に距離を置いている。日米金利差はごく短期においてUSD/JPY 変動を綺麗に説明するものの、やや長い目でみると安定的な関係は認められておらず、実際、2013年以降の日米金利差とUSD/JPYは大幅な乖離が生じている。グラフを細かくみれば、その波形が似通っているものの、金融市場が大幅な変動を経験するとその前後で為替・金利がレベルシフトし、線形関係がリセットされるためだ。2013年央のテーパートラム、2014年11月のQ Q E 2発動直後、2016年2月のグローバルリスクオフ局面などがそれにあたる。従って、日米金利差は中長期の水準予想には不向きと言える。



これは2013時点で数年先の日米金利差拡大を正確に予測できていたとしても、それがUSD/JPYの水準予測にさほど役立たなかったことを意味している。こうして考えるとUSDとJPYという2つの通貨の関係においてそもそも「金利上昇＝通貨高」、「金利低下＝通貨安」という考え方が正しいのかを考察することも重要だろう。ここで超長期のUSD/JPYに、為替の決定理論の一つである金利平価説と同様の関係が（結果的に）成立していることに注目したい。金利平価説とは、金利水準の異なる2国間のどちらの通貨に投資してもリターンが同じように為替レートが調整されるという考え方。つまり金利の高い通貨ほど通貨安、金利の低い通貨ほど通貨高という関係が成立することになり、ごく短期のUSD/JPY変動を説明する「F E Dの利上げ→日米金利差拡大→USD/JPY 上昇」というパターンとは真逆である。

事実、偶然の一致なのか、1985年以降のUSD/JPYは、この間の日米10年債金利差の平均である3%弱（日：2.6%、米：5.4%）に符号するかのようになり、年率3%弱のペースで下落してきた。この議論が2国間の名目金利差のみに着目したもので、その脆弱性は十分に認識している。しかしながら、日米金利差拡大が円安に直結しない理由のひとつとしては一定の説明力がある。日米金利差とUSD/JPYに関係があること自体は否定しないが、あたかもそこに強固な線形関係があるかのように考えるのは避けるべきだろう。

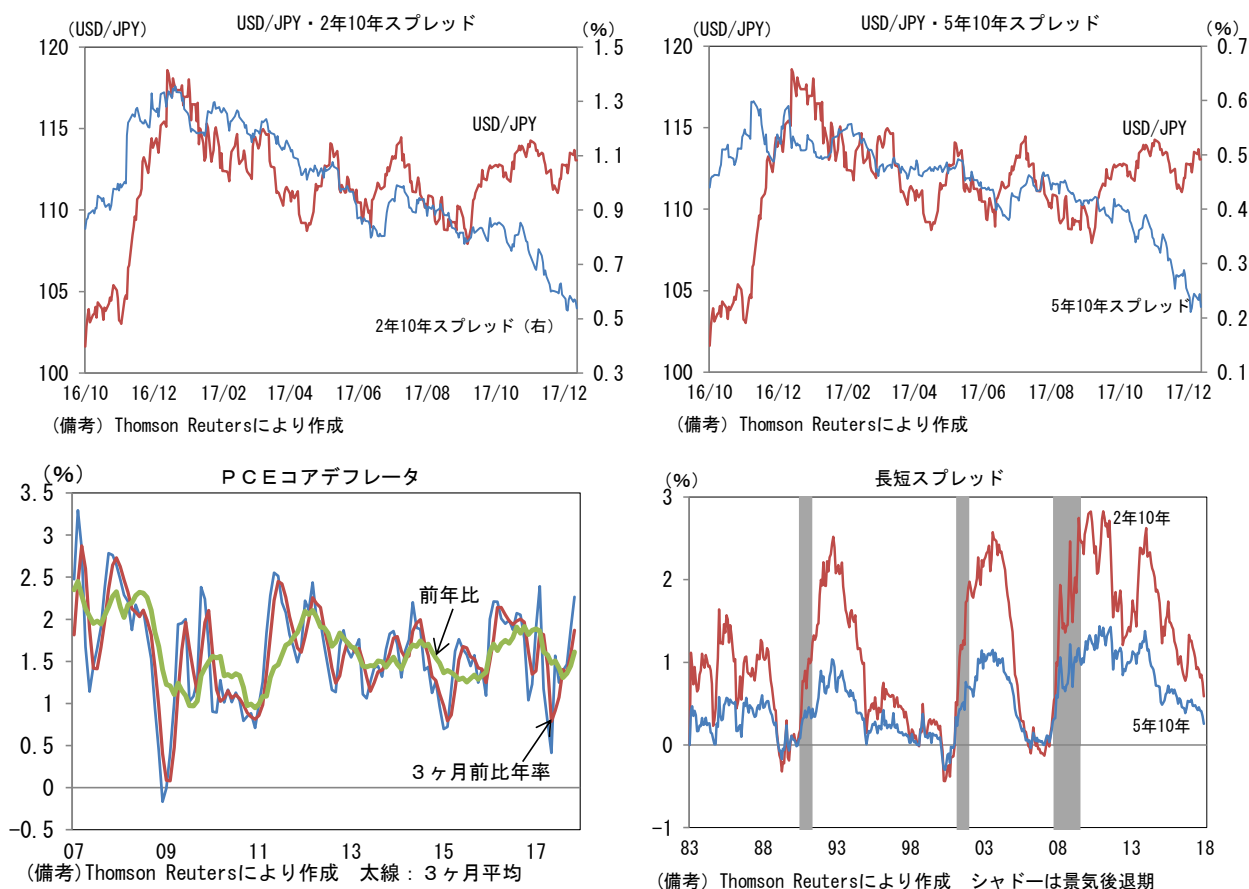


とはいえ、筆者の見通しに反してUSD/JPYが大幅（たとえば120円超）に上昇する可能性も検討しておきたい。2018年の利上げ計画が3回から4回に変更されたところで、それが日米金利差の拡大を通じてUSD/JPYを持続的に押し上げるとは考えにくい。2020年など比較的長い時間軸の利上げ計画が上方修正されたり、これまで複数回にわたって下方修正されてきた中立金利が引き上げられれば、USDにアップサイドリスクが生じてこよう。

こうした変動をもたらす要因として考えられるのはFEDが2017年に直面した「謎」の解決だろう。景気が力強さを増し、失業率が低下するなかでも、賃金・物価が不可解に鈍いというこの謎をFEDは「一時的現象」と判断している。しかしながら、18年3回、19年2.2回、20年1.5回という具合に慎重な利上げ計画が示されていることから判断して、FEDが中長期のインフレ見通しに自信を持っていないことは明らかだ。実際、2017年入り後のインフレ指標の度重なる下方サプライズを経て、低インフレを警戒するFOMCメンバーは増加しており、12月FOMCでは利上げに2票の反対票が投じられた。

これとは反対のことが2018年に起きる可能性もある。すなわちインフレ率が予想以上に加速し、フィリップスカーブが甦ることで、FEDがインフレ率の回復に自信を深め、利上げ計画を上方シフトする展開だ。2018年はベースエフェクトの関係でインフレ率の前年比伸び率が高めに目立つという、さほど本質的ではないが材料視され易い要因もある。こうした下で、中立金利の引き上げ等によってイールドカーブのステイプ化を伴った日米金利差拡大が生じれば、USD/JPYは上昇が見込まれる。単純に日米金利差が広がっても、それが将来にわたって拡大していくとの見通しが共有されない以上、為替への影響は限定的と考えられるが、中立金利の上方修正によって政策金利の「頂点」が動けばこの限りではないだろう。

長短金利差が今や“逆イールドへのカウントダウン”の様相を呈し、これが景気後退の予兆なのか議論が盛んになっている現状で、こうしたイールドカーブのステイプ化は何とも描きにくいシナリオである。とはいえ、FEDの言うとおりの低インフレが「一時的現象」なのであれば、2018年にインフレ率は加速度的な上昇を遂げることになる。それをみてFEDが利上げ計画を引き上げる可能性は否定できない。



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。

他方、USD/JPY のダウンサイドリスクとして日銀の出口戦略がしばしば指摘される。筆者は 2018 年後半（10 月会合を最有力視）に Y C C の微調整に着手すると予想しているが、USD/JPY への影響を考える際に最も重要視すべきこととして、日銀は①世界経済が好調で金融市場が安定している時機を見計らってそれを実行する、②引き締め方向への政策変更は市場との対話を十分にこなした上で金融市場に影響を与えないよう配慮する、ということ。つまり、円高を招く恐れのある政策変更は極めて慎重な日銀は、上記①②の条件を満たしている時、すなわち USD/JPY 下落リスクが抑制されている時でないと政策変更に動かないとみられる。従って、USD/JPY 下落によって出口戦略が遅れることは十分にあり得る一方で、日銀の Y C C 調整が USD/JPY 下落を引き起こすという順序は考えにくい。加えて、具体的手段が A：10 年金利の誘導目標の 10-30bp 引き上げ、B：操作対象年限の 5 年への短縮化、或いは伊藤隆敏コロンビア大教授が指摘するよう「0%程度」の解釈拡大によって C：金利上昇が放任される、という市場が想像している程度のものであれば、そもそも USD/JPY に大きな材料にならない可能性もある。

以上を踏まえ、筆者は USD/JPY の先行き 12 ヶ月の予想を 113 で据え置いた。もっとも、2018 年 4 月の日銀新体制発足にあたって、黒田路線の修正が検討されるなどといったシナリオが現実味を帯びた場合などは適宜予想を変更する。