

Weekly エコノミスト・ レター

膠着の今、ドル円レートを再点検 ～金融市場の動き(4月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(為替)** ドル円は、3月上旬に一時122円を突破した後に下落し、膠着状態が続いている。一番の原因は利上げに慎重なスタンスが目立った3月FOMCによって、米早期利上げ観測が後退したことだ。さらに、米経済指標の弱含みもこれを正当化した。しかし、だからと言って急激に円高が進んでいるわけではない。それは、日米金融政策の方向性の違い自体は従来と変わっていないためだ。また、国内投資家による対外証券投資も円高抑制に働いている。つまり、現在はドル高抑制要因と円高抑制要因の力比べでドル円が膠着している状況にある。今後、ドル円が再び上昇するための最大のカギは米利上げ観測の復活にあり、米経済指標の行方が焦点となる。最近の弱い米指標は、寒波と港湾ストによる一時的な悪影響を受けているとみられるため、4月分以降の指標には上振れ余地があり、利上げ観測が再び高まりやすくなると見ている。また、日銀の追加緩和観測が高まるかもカギとなる。最近の日銀はインフレ期待など「物価の基調」を重視しているが、昨日公表された企業・家計のインフレ期待を見ると、全体的に底堅いものの、一部に下振れの兆しとも取れる部分が存在する。今後物価はマイナスに転じる可能性が高いため、インフレ期待が下振れる可能性がある。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は3月の決定会合で現行の金融政策を維持した。会見では「物価の基調」改善を理由に追加緩和には慎重な姿勢を示した。物価上昇率のマイナス化の可能性が高まり、過度の追加緩和観測をけん制する狙いがあったとみられる。
3. **(市場の動きと予想)** 3月は円安ドル高、ユーロドルは下落、長期金利は上昇した。当面の為替は米雇用統計次第だが、その後は米経済指標の回復に伴い緩やかにドルが上昇すると予想。長期金利は、0.3~0.4%を中心とする一進一退が続くと見ている。



1. 為替：膠着の今、ドル円レートを再点検

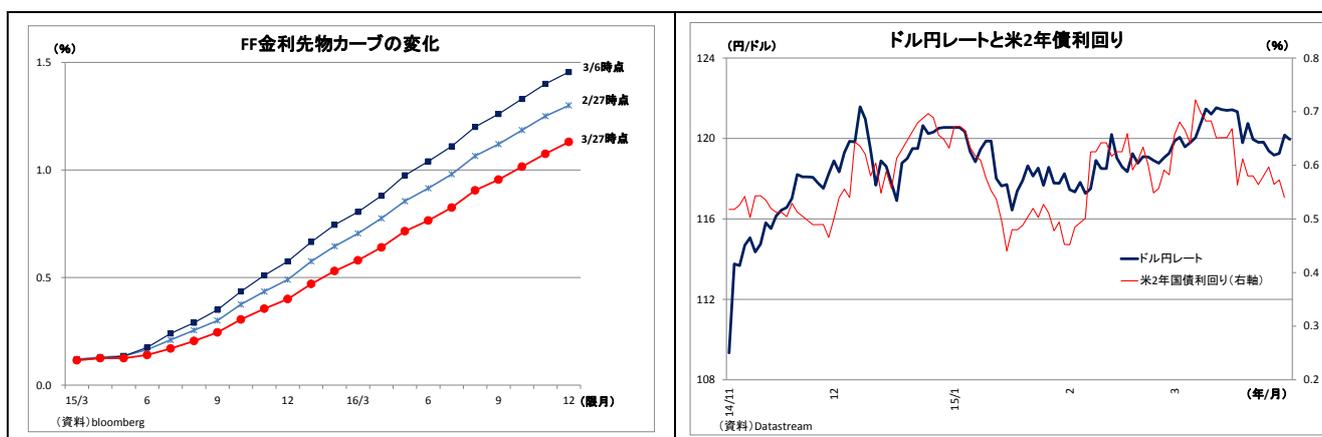
ドル円レートは、3月上旬に米国の「6月利上げ」を織り込む形で上昇し、一時122円を突破したが、3月FOMCを境に下落し、以降は119円台を中心とする膠着状態が続いている。複数の為替レートを貿易シェアで加重平均した実効レートでも（表紙図表参照）、上昇基調にあったドルはFOMCを境に調整している。

（ドル円膠着の理由）

「なぜ、ドル高の流れが止まったのか？」については、やはり3月FOMCによって、それまで市場で前のめり気味に織り込まれてきた「米国の早期利上げ観測」が後退した影響が大きい。

同会合では、政策金利の見通しが大きく下方修正されたうえ、議長会見では利上げを慎重に進める姿勢やドル高への懸念が示された。声明文からは、大方の予想通り「利上げに対して忍耐強くなれる」という文言が削除され、6月利上げの可能性が存在することが示唆されたのだが、会合全体としては、慎重なスタンスが目立った。

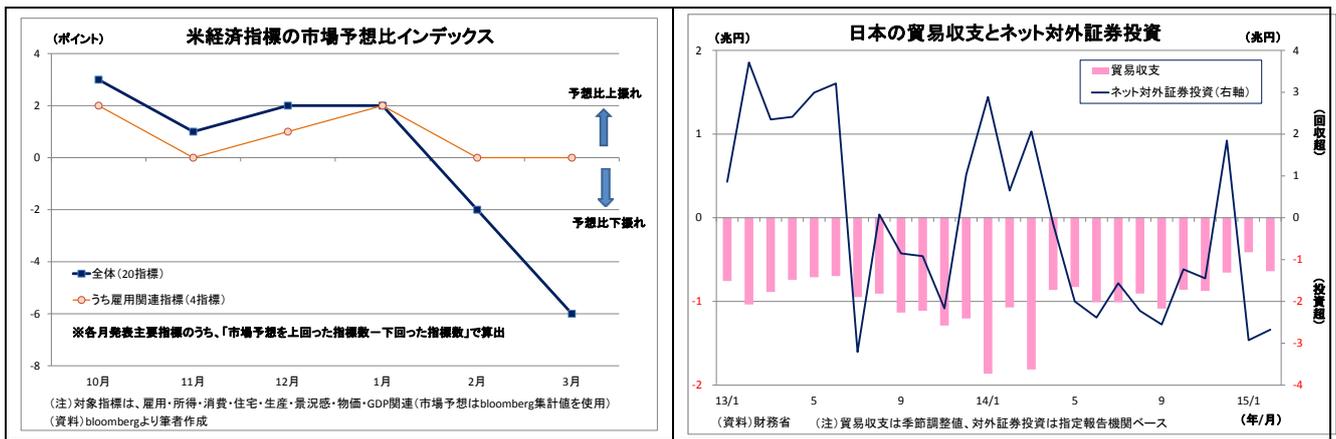
市場による政策金利の先行きの見方を示すFF金利先物カーブは、好調な2月雇用統計結果を受けて3月上旬に上昇していたのだが、このFOMC後に大きく低下し、2月末の水準をも下回る状況になっており、市場の「利上げ開始時期」と「その後の利上げペース」に関する見方が後退したことを示している。この結果、先行きの政策金利への見方を織り込みやすい米2年国債利回りも低下し、日米金利差の縮小を受けて、ドル円は円高ドル安に振れた。



さらに、最近発表されている米国経済指標の弱含みも影響している。米国の主要20指標¹について、事前の市場予想（Bloomberg集計）を上回った件数から、下回った件数を引いた指数を計算すると、2月発表分以降はマイナスに転じ、予想を下回る指標が大きく増えていることがわかる。特に3月は、雇用関連指標を除けば全く振るわない状況であり、市場が米利上げの後退を正当化する材料になった。

また、日本側の要因では、昨年終盤以降、原油価格下落の影響によって日本の貿易収支が縮小傾向にあることも、実需の円売り圧力を低下させることで、ドル高の抑制要因になっているとみられる。

¹ 対象指標は、非農業部門雇用者数（雇用統計）、失業率（同）、平均時給（同）、ADP雇用統計の雇用者数、個人所得、個人支出、PCEコアデフレーター、ISM製造業指数、ISM非製造業指数、小売売上高、住宅着工件数、新築住宅販売件数、中古住宅販売件数、ケース・シラー20都市住宅価格指数、カンファレンス・ボードの消費者信頼感指数、ミシガン大消費者センチ、CPI、耐久財受注、鉱工業生産、GDP



上記の通り、ドル高圧力が高まっている状況にあるが、だからと言って、急激に円高が進んでいるわけではなく、円の上値もかなり抑制されている。それは、2つの要因が存在しているためと考えられる。

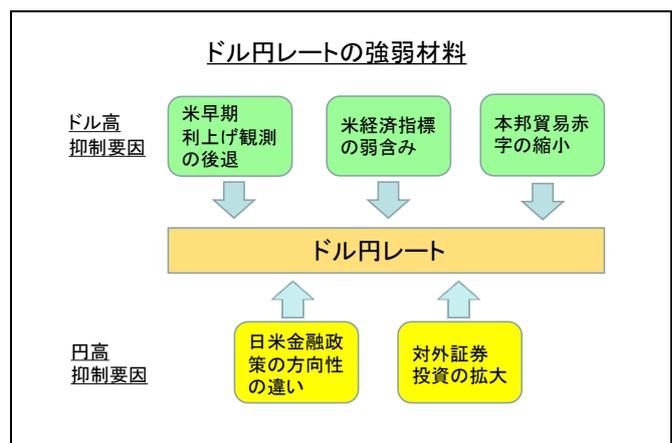
一つは日米金融政策の方向性の違いである。早期利上げ観測こそ後退したものの、米国が利上げに向かっている点は従来と変わらない。一方、日本は2%の物価目標が遠く、異次元緩和終了の目処が全く立たない状況にあるため、中期的なドル高期待は崩れておらず、円を買い進めにくい。

そしてもう一つは国内投資家による対外証券投資である。国内投資家が対外証券投資を行うときは、ヘッジをかけない限り円売りを伴う。国内投資家によるネット対外証券投資を見ると、昨年半ばから投資超過となる月が増えており、足元も積極的な対外投資が続いている。異次元緩和による超低金利で、国内投資家の資金が海外に向かっているほか、昨年秋に外国証券投資拡大を表明した GPIF の影響も出ているとみられる。

つまり、現在はドル高を抑制する要因が多数存在している一方で、円高を抑制する要因も存在しており、両者が力比べに陥ることでドル円レートが膠着している状況にあると整理できる。

(膠着打開のカギは?)

先行きのシナリオを考えると、今後も本邦貿易赤字は縮小に向かい、円安圧力は低下することになるが、日米金融政策の方向性の違いが崩れることがない限り、円高ドル安トレンドは考えにくい。従って、問題は「いつ、どのような形で円安ドル高が再開するか」という点になるが、最大のカギは「米利上げ時期が近づいている」、もしくは「利上げのペースが早まる」という観測が市場で再び盛り上がることである。その意味において、FRBは「利上げ時期は経済情勢次第」とのスタンスを強めているため、現在弱含んでいる米経済指標の行方が焦点となる。

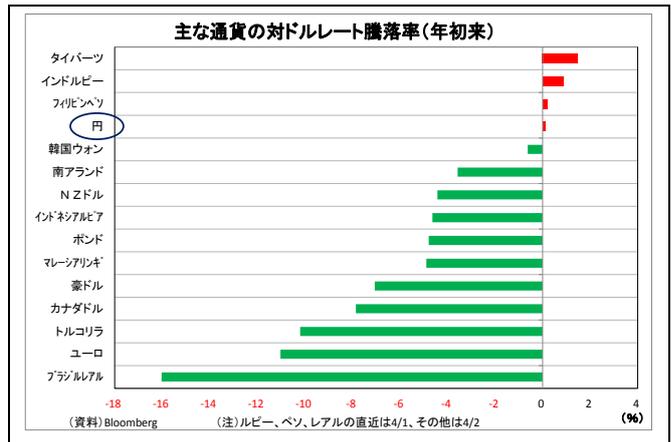


2月から3月にかけて発表された米国の指標(対象月としては1月~3月分)は、定量化は困難ながら、「東海岸の寒波」と「西海岸での港湾ストライキ」による一時的な悪影響を受けているとみられる。従って、4月分以降の経済指標には悪影響の剥落に伴う上振れ余地があり、指標の回復が示されること

で利上げ観測が再び高まりやすくなると見ている。

また、日本側の円安材料が追加されるかも今後のドル高の時期とペースを大きく左右する。具体的には現在は下火になっている日銀の追加緩和観測だ。

年初来の対ドルレートを見ると、資源安の悪影響を受ける資源国や経常赤字国、そして金融緩和を実施した国の通貨が大きく下落する一方、円の対ドルレートは横ばいだった。つまり、特にこの間下落材料のなかった円は相対的にドルに匹敵する強い通貨だったということだ。結果、多くのクロス円では、この間に円高が進行した。



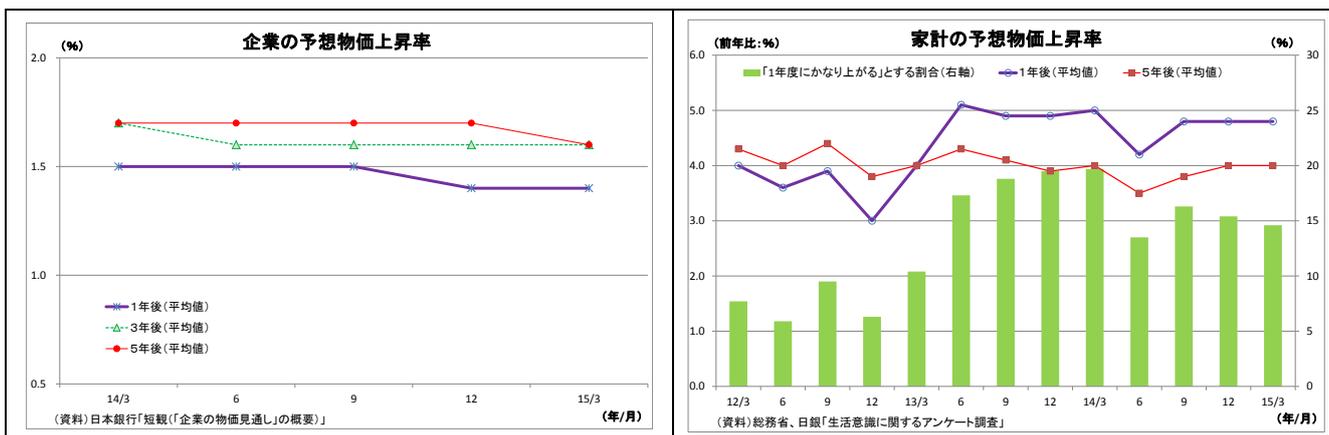
現在の日銀は動く素振りを見せないが、今後物価がマイナスに向かう中で、日銀が重視するインフレ期待などの「物価の基調」に変化の兆しが現れるかが焦点となる。

そこで、昨日発表されたインフレ期待に関する2つの指標を見てみよう。

まず、企業のインフレ期待を示す日銀短観3月調査の「企業の物価見通し」には、全体として前回から大きな動きは見られない。ただし、5年後の物価上昇率見通しが前回12月調査比で0.1%下振れているほか、1年後、3年後についても過去の低下を回復していないため、初回である昨年3月調査の水準からそれぞれわずかに低い水準に留まっている。

次に、生活意識に関するアンケート調査(3月調査)における個人の物価上昇予想を見ると、1年後の物価上昇率(平均値)、5年後の物価上昇率(同)ともに前回から横ばいであった。同指標は強い上方バイアスが確認され、デフレ時代からかなりのプラスを示していたため、水準自体にあまり意味はないが、今のところ下振れてはいない。ただし、「1年後の物価が現在と比べてどうなるか?」という質問に対して「かなり上がる」と回答した割合は前回から低下、基調としても低下トレンドを見せている点に気になる。

これら、企業・家計のインフレ期待に関する指標は、現状底堅さを示しているが、少なくとも物価上昇期待が高まっている状況にはない。上記の通り一部インフレ期待下振れの兆しとも取れる部分も存在している。今後物価上昇率はマイナスに転じる可能性が高いため、それを受けて企業・家計のインフレ期待も下振れる可能性がある。日銀の追加緩和の引き金にもなり得るだけに、金融政策を考える上で、今後のインフレ期待に関する指標の動向は注目度が高い。



2. 日銀金融政策(3月)：物価のマイナス転落の可能性を認める

(日銀) 現状維持

日銀は3月16～17日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1:反対した木内委員は従来同様、追加緩和前の政策が適当と主張)。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復基調を続けている」と、前回の表現を据え置いた。個別の需要項目に関する記述も前回同様となったが、コアCPI上昇率に関しては、実績を追認する形で「0%台前半となっている」(前は「0%台半ば」)へと変更した。

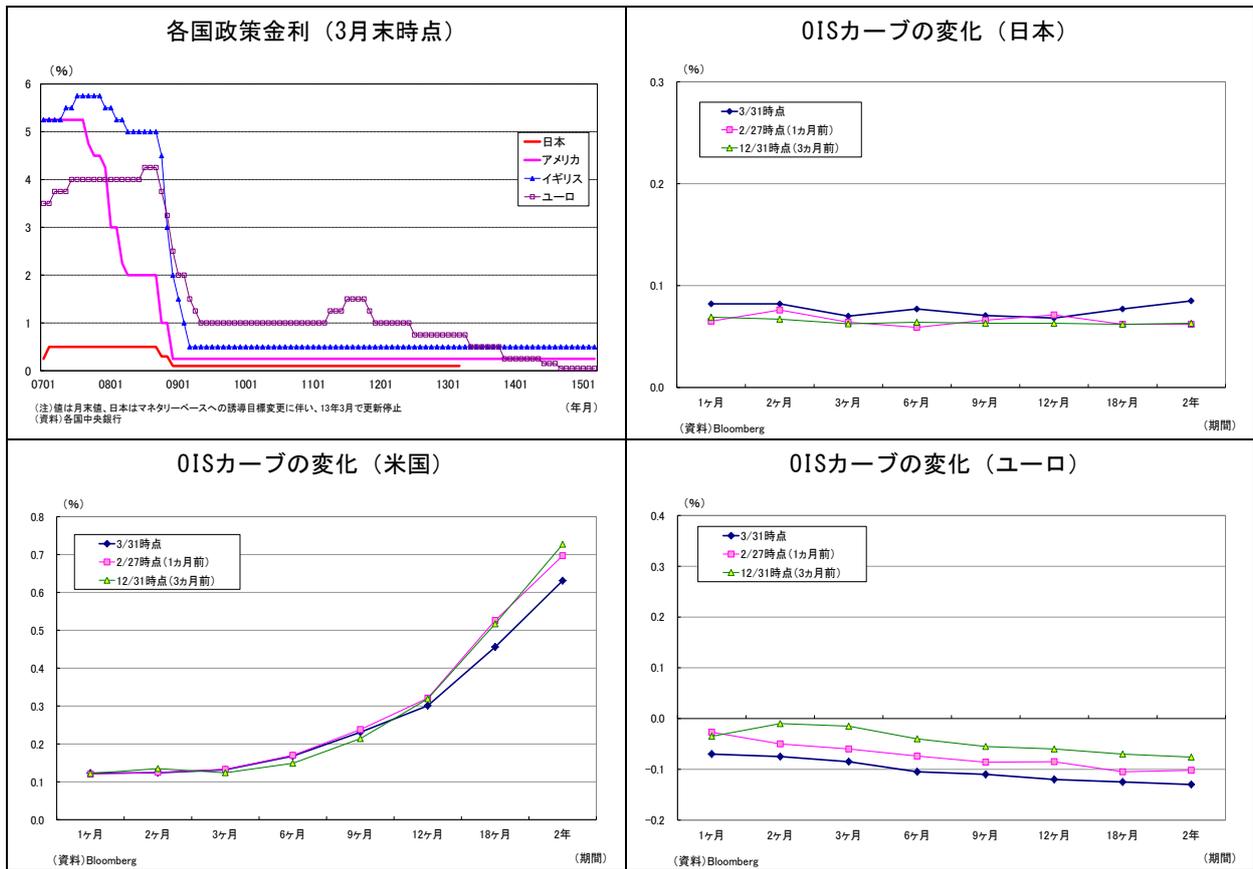
先行きについても、「緩やかな回復基調を続けていくとみられる」と、前回の表現を踏襲したが、物価については、「当面0%程度で推移していくとみられる」と、前回までの「当面プラス幅を縮小するとみられる」から下方修正している。

会合後の総裁会見で、黒田総裁は「物価の基調」は着実に改善しているとの認識を示し、具体的事象として需給ギャップと予想物価上昇率の改善、賃上げの動きを挙げた。一方、コアCPI上昇率については、「エネルギー価格等の動向によっては、若干のマイナスになる可能性も排除できない」と、マイナス転落の可能性を認めたものの、「仮に一時的にマイナスになるようなことがあったとしても、(中略)物価の基調は今のところ変化するような状況にはない」ため、「一時的な動きによって、どうこうといったことはない」と、物価上昇率のマイナス化が即追加緩和には繋がらないことを強調した。

先行きの物価については、需給ギャップ改善、予想物価上昇率維持のもと原油安の影響が剥落することで、「年度の後半でかなり物価上昇率が上昇していく」との見通しを示し、「2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高い」と従来同様、強気のスタンスを維持している。

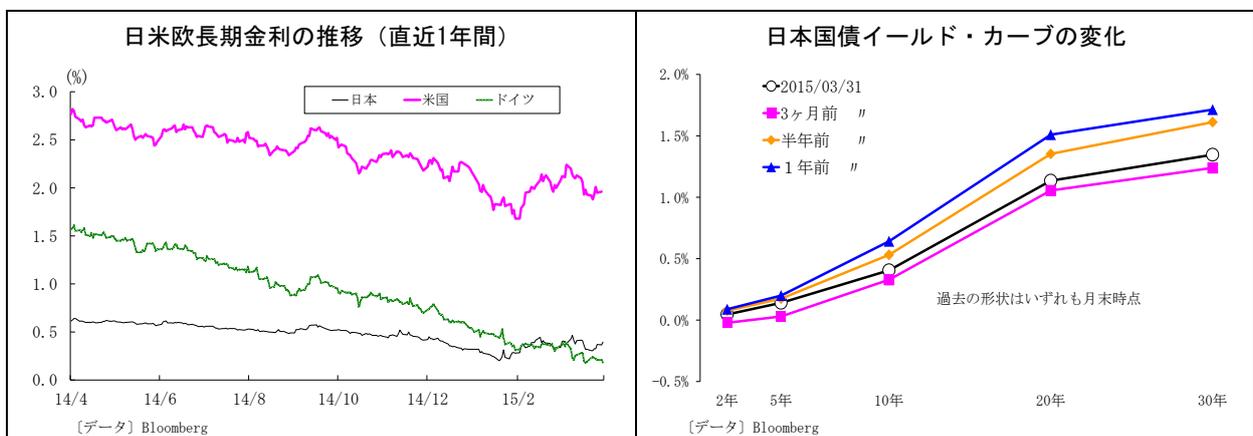
また会見では、「必要があれば金融政策の調整を行う」と言及はしたものの、従来の「躊躇無く調整」からはトーンダウンしているうえ、言及の回数も少なかった。物価上昇率のゼロ化とその先のマイナス転落が見えてきただけに、今回は政策の自由度を確保すべく、早期の追加緩和観測をけん制したいとの思惑が垣間見えた。

なお、2%の物価目標について黒田総裁は、物価上昇期待が2%近傍で安定している欧米とは違うため、「よりチャレンジング」であり、「その意味では、速度と勢いは非常に重要」との認識を示している。従って、可能性が指摘されている物価目標の達成期限の延期や中期目標化については、現時点では否定的であるとの印象を受けた。今後の焦点は、物価の基調の変化の有無だ。具体的には、「賃上げの幅と広がりなどの程度になるか?」、「物価上昇率鈍化で予想物価上昇率に下振れの兆しが出るか?」が注目される。

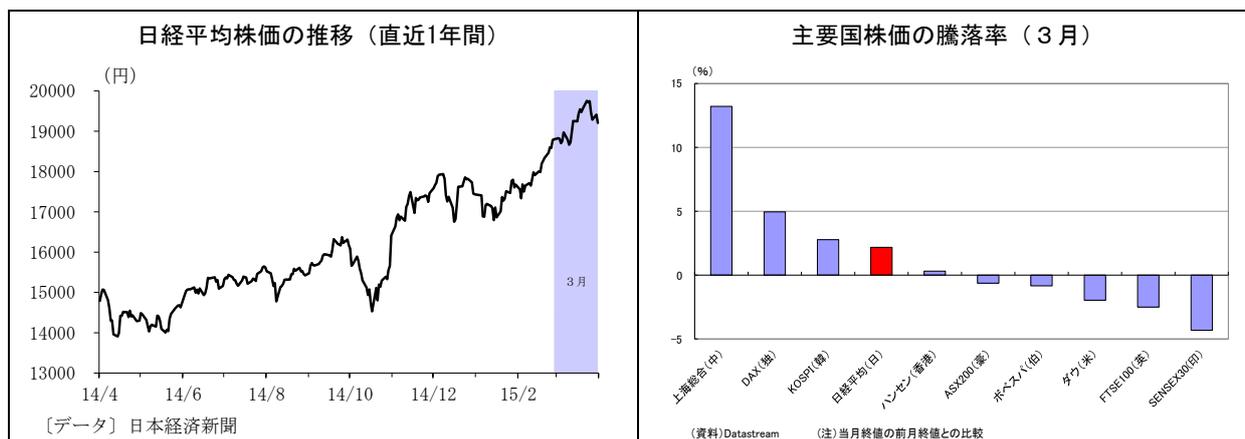


政策金利²の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の3月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに前月からあまり変化はなかった。ただし、米国については、好調な雇用統計結果を受けて、中・長期ゾーンの利回りがいったん上昇し、中旬にかけて高止まりしていたが、18日のFOMCを受けて下振れし、月末時点でも長期ゾーンでは前月をやや下回る水準に留まっている。月内において、いったん利上げ前倒し観測が高まったが、その後に利上げの後ろ倒しとペースの鈍化観測が優勢になった状況が見て取れる。

3. 金融市場(3月)の動きと当面の予想



² 日銀は2013年4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。



(10年国債利回り)

3月の動き 月初0.3%台前半からスタートし、月末は0.4%に。

月初、0.3%台前半からスタートした直後、10年債の入札不調により0.4%台に乗せる。しばらく一進一退の推移が続いたが、10日に流動性供給入札の不調から0.4%台後半へとさらに上昇した。その後は入札や日銀買入れオペの無難な結果を受けて低下に転じ、18日には0.3%台後半へ。FOMC後の米金利低下を受けた19日には同前半をつける。下旬は0.3%台前半での推移が続いたが、日銀オペで需給の緩みが意識されたことや入札への警戒から終盤に上昇し、月末は0.4%で着地した。

当面の予想

今月に入り、無難な入札結果を受けて低下し、足元は0.3%台半ばにある。国債入札や日銀オペの結果に一喜一憂する展開が長引いており、市場の警戒感の根強さを感じさせる。ただし、日銀の国債買入れのもと、基本的に債券への需要は強い。金利上昇局面では、これまで買い控えていた投資家による買いが期待できるため、上昇余地は引き続き限定的。当面は不安定ながら0.3%~0.4%を中心とする一進一退の推移を予想する。

(ドル円レート)

3月の動き 月初119円台後半からスタートし、月末は120円台前半に。

月初は、119円台後半から120円台前半でもみ合ったが、好調な米雇用統計を受けた早期利上げ観測によって9日には121円を付け、翌10日には121円台半ばへとドルが上昇。その後しばらく121円台での推移が続いたが、FOMCを受けた早期利上げ観測の後退で19日には120円台へと下落、24日には120円を割り込んだ。さらにイエメン情勢悪化によるリスク回避の円買いもあり、26日には119円台前半に下落。その後、月末には米住宅指標の改善を受けてややドルが買われ、120円台前半で着地した。

当面の予想

今月に入り、短観下振れに伴うリスク回避の円買いなどから、足元は119円台後半で推移している。FRBは利上げに関して、「経済情勢次第」との姿勢を強調していることから、米経済指標が今後の焦点となる。目先の注目材料は本日の米雇用統計だが、仮に予想を上回ったとしても、最近では雇用関連を除けば弱い統計が多く、ドル高トレンドに乗るには、単発では力不足。逆に予想を下回ればドル円は一旦さらに調整に向かいそうだ。その後は、米経済指標が寒波等の悪影響剥落で徐々に回復を示すと見ており、ドル円は緩やかに上昇していくと予想。ただし、4月半ばに公表が予定される米財務省の為替報告書には注意要。もしドル高けん制色が含まれると、ドルの下振れ要因に。

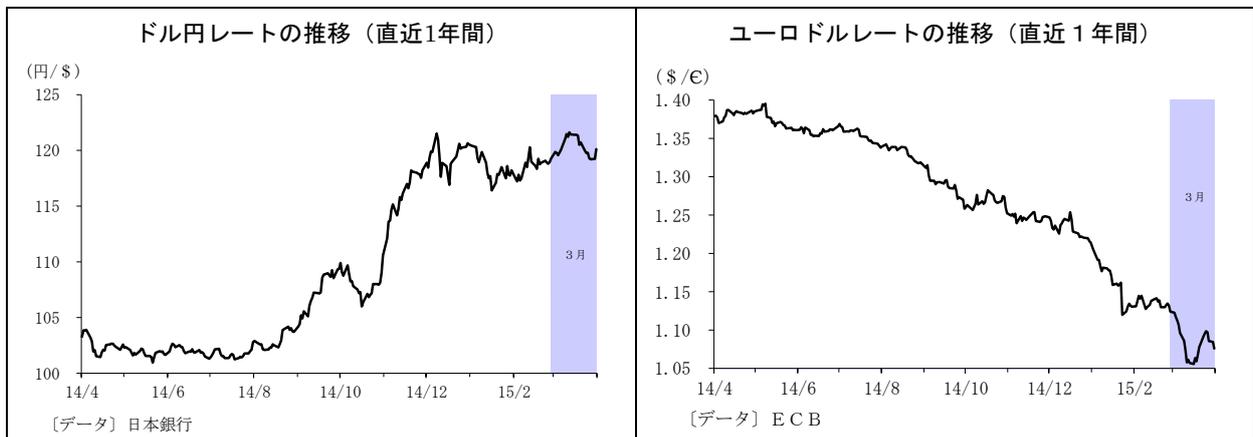
(ユーロドルレート)

3月の動き 月初1.12ドル台前半からスタートし、月末は1.07ドル台後半に。

月初から、同月開始のECB量的緩和が意識されユーロが下落。さらに5日のECB理事会にてマイナス金利でも国債買入れがなされることが表明され、欧州金利の低下とユーロの下落に拍車がかかり、6日には1.10ドル割れ、11日には1.05ドル台まで下落した。その後は一進一退が続いたが、FOMCを受けた米早期利上げ観測の後退でユーロが大きく買い戻され、20日には1.07ドル台後半に、23日には1.09ドル台を回復した。その後、ギリシャへの懸念が再び高まり、月末は1.07ドル台後半で終了した。

当面の予想

今月に入ってから、米経済指標の予想割れを受けてユーロが買い戻され、足元は1.08ドル台後半となっている。欧米間の金融政策の方向性の違いは明確であり、さらにギリシャ懸念という重石もあるため、ユーロドルの方向性は下向きのままだ。ただし、ECB量的緩和の材料としてのサプライズ感は時間とともに薄れていくほか、これまでのユーロ安や原油安を受けて、ユーロ圏の景況感は改善方向にあることが下支えとなり、ユーロの下落は緩やかなものに留まると見ている。



金利・為替予測表 (2015年4月3日現在)

		2015年				2016年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.0	2.3	2.4	2.6	2.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	119	122	122	123	124
ユーロドル	(平均)	1.13	1.06	1.05	1.04	1.03
ユーロ円	(平均)	134	129	128	128	128

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。