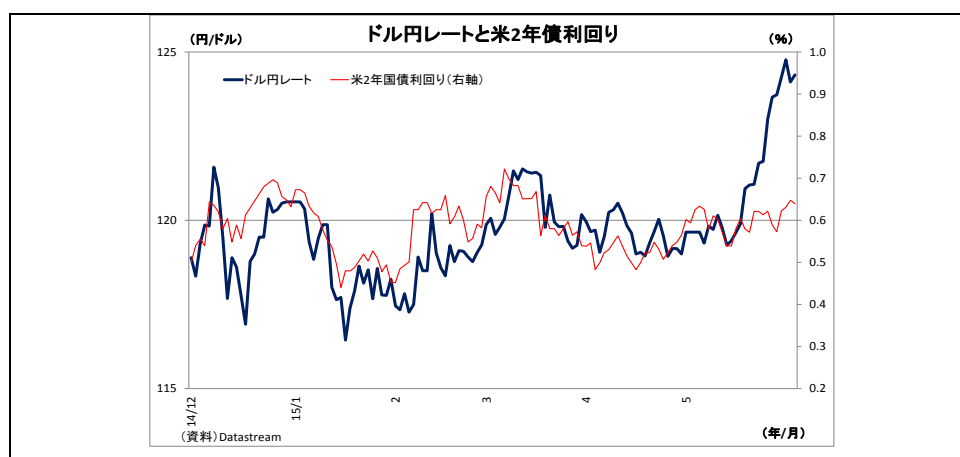


Weekly エコノミスト・ レター

ドル円再始動、今後の展開は？ ～金融市場の動き（6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）** 5月下旬以降、急速な円安ドル高が進行したが、投機主導によるドル高の色彩が強い。今後も中期的には、日米金融政策の違いや本邦貿易赤字の再拡大、国内投資家による対外投資という3つの理由から円安ドル高基調が続きそうだが、当面のドル円の方角性は米経済の反発力にかかっている。一段のドル高には、市場が前のめりぎみに織り込んできた期待に沿うような景気回復力が示されることが必要だ。回復力が乏しいようだと、反動で一旦ドルが下落し、改めて情勢を見極める地合いになるだろう。ただし、景気回復が示されドル高が継続するとしても、数ヶ月以内に130円台が定着するような急激なドル高シナリオは考えにくい。急激なドル高自体がドル安材料になりかねないためだ。さらなるドル高は景気の逆風になるだけに、今のところドル高容認スタンスを維持している米政府に変化が出てきてもおかしくない。また、さらなるドル高で景気減速リスクが台頭し、物価下落圧力が高まると、FRBも利上げに対して慎重になり、ドル高けん制が増える可能性が高い。ドル高によって利上げが遅れるかもしれないという観測だけでも、ドル高の抑制圧力になる。目先の注目は、米雇用統計と6月のFOMCとなる。当面の相場を方向付けるイベントになりかねないだけに、極めて重要性が高い。
2. **（日銀金融政策）** 日銀は5月の決定会合で金融政策を維持したが、景気判断を上方修正した。総裁会見でも前向きな発言が従来以上に目立ち、日銀の強気なスタンスが強化された印象。物価低迷化で動向を見極める時間を確保することが目的と推測される。
3. **（市場の動きと予想）** 5月は大幅な円安ドル高となり、ユーロドルも下落、長期金利はやや上昇した。当面の為替は米雇用統計次第だが、市場予想に近い内容であればドルが上値を試す展開に。ユーロと長期金利は過剰反応が収まるにつれて下落・低下へ。



1. 為替：ドル円再始動、今後の展開は？

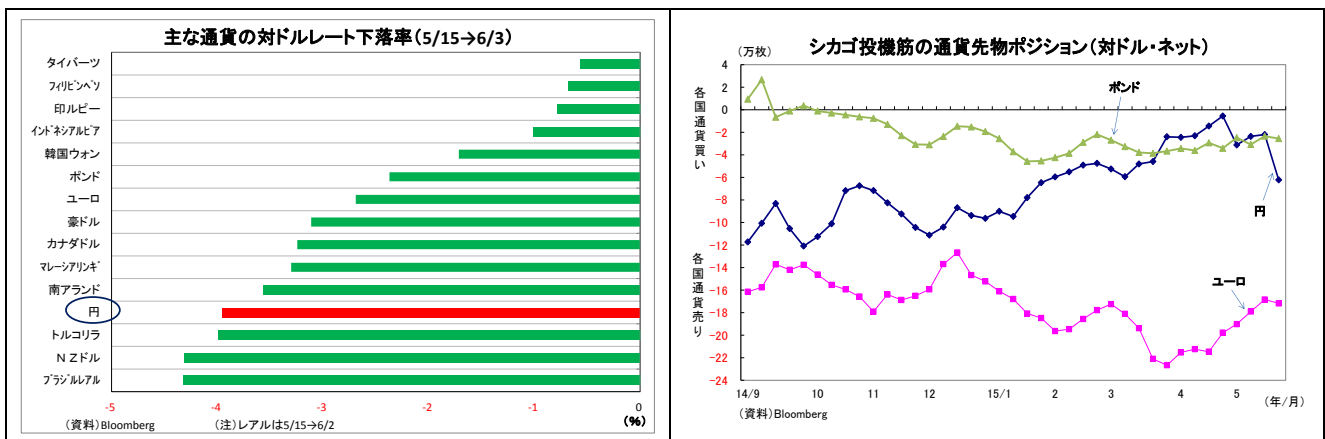
年初以降、120円前後での膠着状態が続いていたドル円相場がついに動いた。先月半ばに119円台であったのが、今月初めには一時125円台を付けるなど、急速な円安ドル高の動きとなった。今回の円安ドル高の動きを評価し、今後の展開を考える。

(投機主導の色彩が強い)

今回のドル高の起点は5月第4週となる。まずは19日に発表された4月の米住宅着工で明確な改善が見られたことでドル高方向に動きだし、22日の米CPI上振れ、イエレンFRB議長による年内利上げ示唆発言を受けて、一気にドル高の勢いが強まった。ドル高の起爆剤となったイエレン議長の発言については、新味に乏しく、特段サプライズ的なものではなかったはずだが、米経済指標に持ち直しが出始めたタイミングであったことで、改めて市場で利上げが材料視されるきっかけになったと考えられる。

ただし、この利上げ観測の高まりは為替市場特有のものだ。政策金利の先行きを織り込みやすい米2年国債利回りはこの間殆ど動いておらず（表紙図表参照）、利上げを嫌う米株式市場も底堅く推移している。従って、今回の為替市場の動きは、これまでのところ、投機主導によるドル高の色彩が強い。

結果的にドルは6月初旬にかけて様々な通貨に対して全面高となったが、円の対ドルでの下落幅は他の通貨に比べて大きかった。この円売りの大きさも、投機筋の動きが影響しているとみられる。シカゴ投機筋の通貨先物ポジション（対ドル）を見ると、他の通貨も5月下旬に売りポジションの増加がみられるが、円の売りポジション増加は群を抜いている。円については、直前まで売りポジションの解消が進んでいただけに、売り余地が大きかったためと考えられる。また、国際情勢的にも、ユーロがギリシャ問題の不透明感から売り込みにくいこともあり、ドル買いを行う際の売り通貨として、大規模緩和を長期に継続することが確実視され、安心して売れる円に売りが集中した可能性が高い。



(今後の展望とポイント)

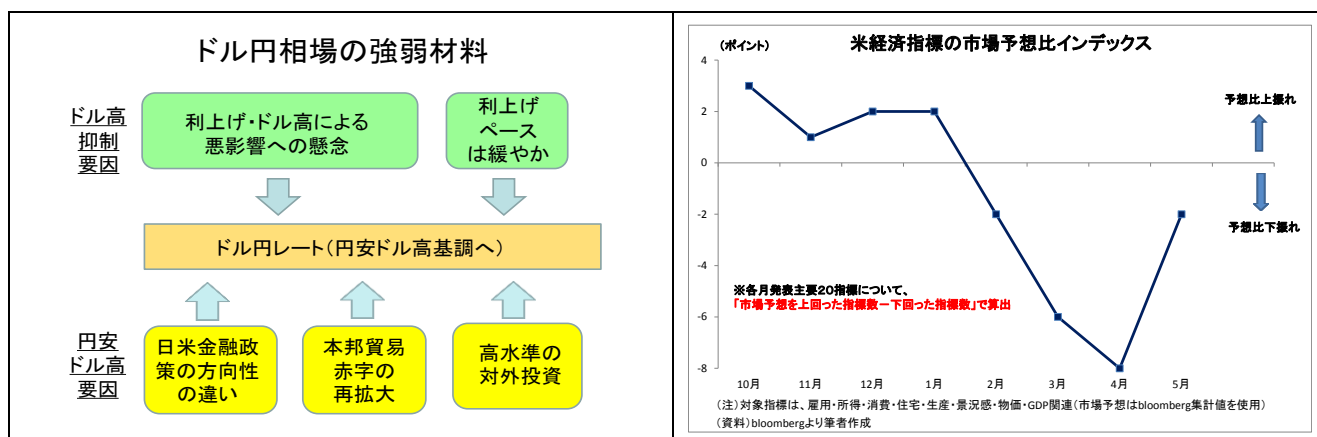
ようやく動き出したドル円だが、今後の展開を考えると、中期的（数ヶ月以上）にはやはり円安ドル高基調が続くだろう。

この理由は3点ある。最大の理由は、現時点で既に大きく材料視されているが、日米金融政策の方向性の違いだ。米国は時期こそ不確実性が高いが、明らかに利上げに向かっている一方、日本の異次元緩和は出口が全く見えず、追加緩和観測も燻り続けている状況にある。米国は段階的に利上げを進める見通しであることから、日米金融政策の違いは息の長いテーマとなり、今後は徐々に利上げを織り込む形

で日米金利差が拡大し、ドルの上昇圧力となる。そして、2つ目の理由は本邦貿易赤字の再拡大だ。日本の貿易赤字は原油安を反映する形で急速に縮小し、直近ではほぼ収支均衡レベルに近づいているが、夏場以降は原油価格の持ち直しと内需回復に伴う輸入増加によって、再び赤字が拡大（ドル買い要因）すると見込まれる。最後に3つ目の理由は本邦国内投資家による高水準の対外投資だ。足元ではやや上昇しているが、国内金利は多くの投資家にとって投資妙味のない水準にまで低下しているため、資金が海外に向かいやすい状況が続くだろう。これらの要因は基調としての円安ドル高を強力に正当化する。

一方、当面のドル円の方向性は米経済の反発力にかかっている。この半月で市場が急速に織り込んできた「米景気回復→利上げ」というシナリオが試されることになる。

米国の主な20の経済指標について、市場予想を上回った件数から、下回った件数を引いた指数をみると、4月発表分（主に3月の経済指標）にかけては大幅なマイナス（すなわち予想割れが多発）であったが、5月発表分（主に4月の経済指標）には確かな持ち直しが確認できる。ただし、まだ強弱が入り乱れる状況にあり、勢いは不十分だ。これまでのドル高は米景気回復を投機主導で前のめりぎみに織り込んできたとみられることから、一段のドル高には、市場の期待に沿うような景気回復力が示されることが必要だ。一方、回復力が乏しいようだと、これまでのドル高の反動で一旦ドルが水準を戻し、改めて情勢を見極める地合いになるだろう。



ただし、景気回復力が示され、ドル高地合いが継続する場合でも、急激な円安ドル高が続き、数ヶ月以内に130円台が定着するようなシナリオは考えにくい。なぜなら、この場合は「急激なドル高自体がドル安材料になりかねない」ためだ。

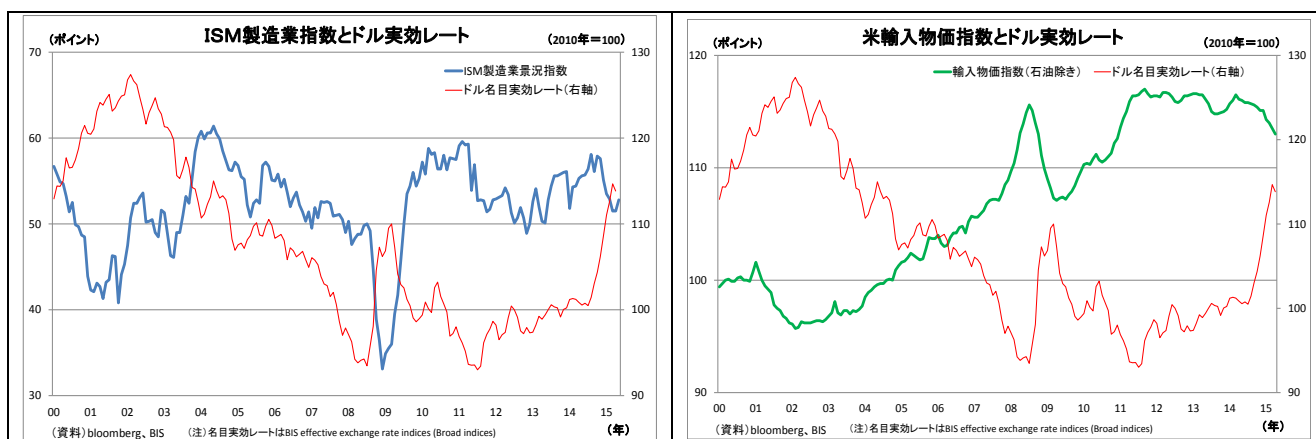
（急激なドル高を妨げるもの）

まず、ドル高は米国経済、とりわけ輸出にとって逆風になる。米国のISM製造業景況指数と、ドルの名目実効レート（ドルと複数通貨との間の為替レートを加重平均した指数）を重ねてみると、ドル高局面では景況指数が下落するという負の相関関係が確認できる。また、ドル高は米物価の押し下げ要因にもなる。ドルの名目実効レートと米国の輸入物価指数（石油除き）に負の相関関係があることから明らかのように、ドル高は輸入物価を押し下げ、それが波及することで消費者物価に対しても低下圧力となる。

米国政府は今のところ基本的にドル高容認スタンスを維持しているが、一段のドル高となれば、議会の突き上げなどを受けて、変化が出てきてもおかしくない。さらに、気になるのがFRBの動きだ。

さらなるドル高で景気減速リスクが台頭し、さらに物価下落圧力が高まると、FRBは利上げに対して慎重になるだろう。また、実際の利上げを左右するという問題以前に、3月FOMCにおいて、FRBからドル高に対する警戒が示されたように、FRBからのドル高けん制が増える可能性がある。利上げが遅れるかもしれないという観測だけでも、ドル高の抑制圧力になる。

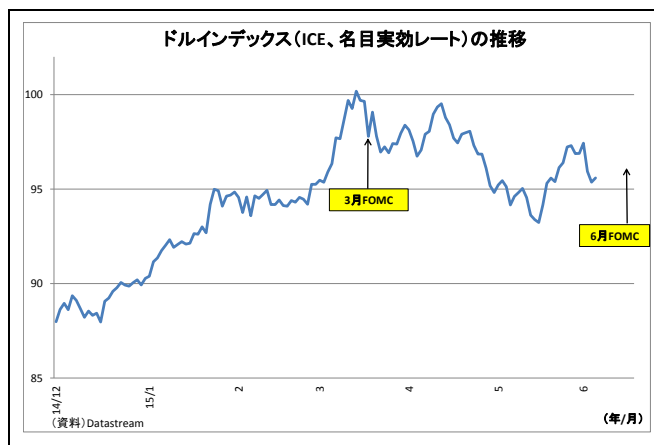
現在の世界を見渡すと、日欧をはじめ多くの国が金融緩和を実施し、通貨安の恩恵を享受しているが、そのためには別のどこかの国が通貨高という負担を背負わなければならない。現在は米国がその役目を担っているが、米国経済もまだ磐石ではないだけに、米国実体経済の耐久力と金融当局の反応が問われている状況にある。



(6月FOMCは極めて重要に)

目先のドル円の注目点は、まず本日の雇用統計で市場の予想通り回復が示されるかという点になるが、その後は17日に開催される6月FOMCが焦点となる。

ドルの総合的な動きを示すドルインデックス(名目実効レート、ICE)を見ると、直近の水準は95.6と、一時100を突破した3月FOMC直前の状況よりは低い水準にある。ただし、90.4であった年初と比べるとかなり高く、5月以降の上昇幅も顕著だ。また、現在はユーロが急上昇したことがドルインデックスの押し下げに働いているが、今後は過剰反応とも言うべき現在のユーロ高が是正されることで、ドル高の色彩が強まる可能性が高い。



今回のFOMCでは、3ヵ月に一度の経済見通しや政策金利見通しなどが公表されるため、FRBによる最新の経済・政策金利のシナリオが示されるうえ、最近のドル高について何らかのメッセージが発せられる可能性がある。5月雇用統計とともに当面の相場を方向付けるイベントになりかねないだけに、極めて重要性が高い。

2. 日銀金融政策(5月)：景気判断を上方修正

(日銀) 現状維持

日銀は5月21～22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)。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。なお、議案に反対した木内委員は前回同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気判断は、「緩やかな回復を続けている」と前回までの「緩やかな回復基調を続けている」から「基調」を削除することで、上方修正された。個別の需要項目では、公共投資こそ下方修正したものの、個人消費は「雇用・所得環境の着実な改善を背景に底堅く推移」と、4月会合での「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移」から上方修正。住宅投資についても、「下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている」と、4月の「下げ止まりつつある」から上方修正している。

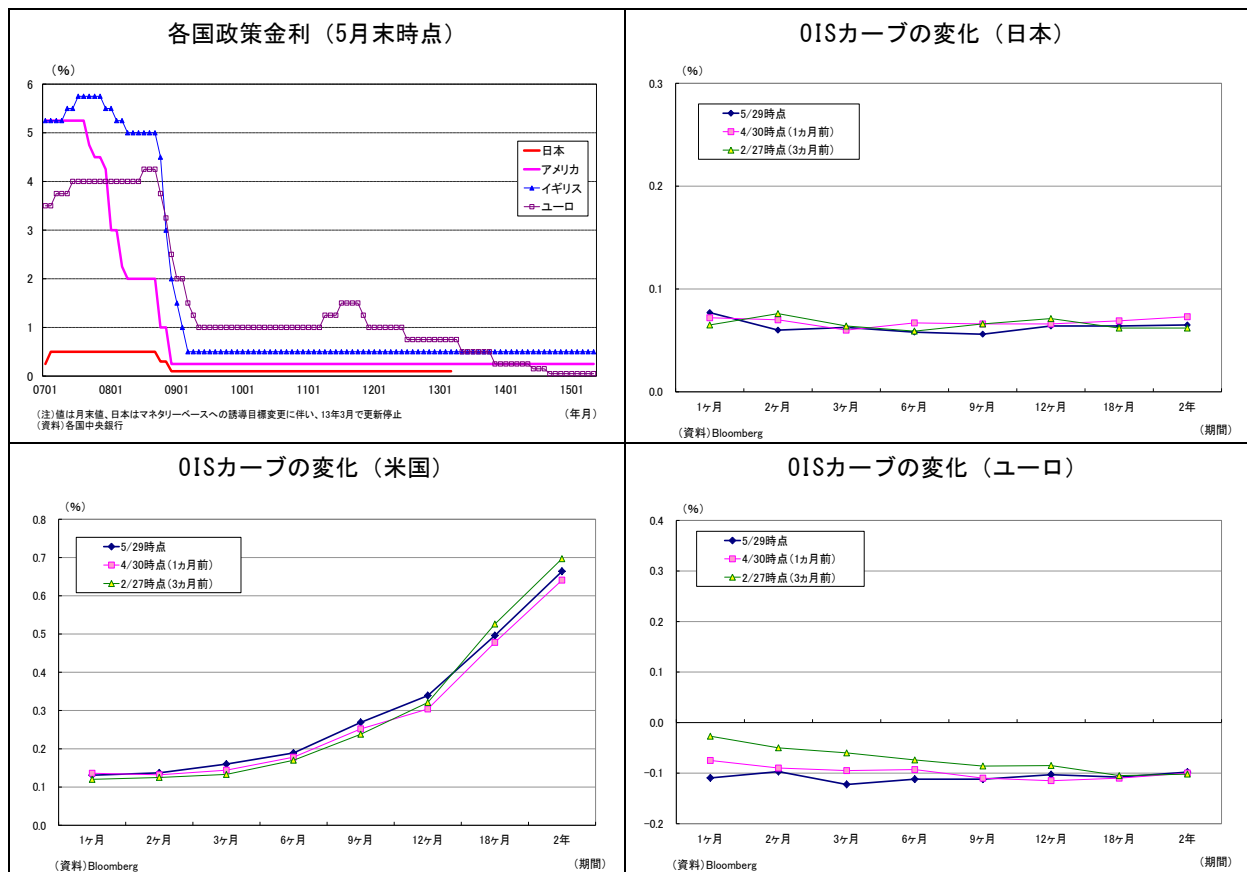
また、景気の先行きについても景気判断同様に、「緩やかな回復を続けていく」と、従来の「緩やかな回復基調を続けていく」から上方修正している。

物価に関しては、足元の状況(「0%程度」、先行きの見通し(「当面0%程度で推移する」)ともに従来同様であった。

会合後の総裁会見では、黒田総裁から景気判断引き上げについて、「企業収益の好調さや雇用・所得環境の改善を通じて(中略)見方を前進させた」との説明があり、今後の追加緩和についても、日銀の考えていた線に沿って経済・物価が動いているため、「当面、金融政策について何か特別に変ったことになるとは思っていない」と、現時点では否定的な考えが示された。一方、上昇を続ける株価などの資産価格については、「現時点で、行き過ぎた動き、あるいは過度の期待の強気化を示すような動きは観察されていない」とし、市場で懸念されている国債買入れの持続性についても「これまでのところ、買入れは着実に進んでいる」「先行きについても、買入れに支障をきたすような事情があるとは考えていない」との見方が示された。

今回は、景気への見方をさらに前進させるとともに、副作用への懸念は一蹴するなど、日銀の強気なスタンスがさらに強化された印象。確かに直前に発表された1-3月期GDPは2期連続のプラスで、個人消費は3期連続のプラスなど、景気に回復の動きはみられるものの、その水準は決して高くないだけに、筆者としては、日銀のスタンスと実体経済の間にかかなりの温度差を感じる。今後も物価上昇率の低迷が確実視されるだけに、日銀が強気スタンスを前面に打出すことで、企業や家計の景気回復期待とインフレ期待が後退することを回避し、市場の追加緩和期待が過度に高まることを防止しながら、動向を見極める時間を確保することが目的であったと推測される。

ただし、いずれにせよ、16年度前半での物価目標達成は極めてハードルが高いだけに、日銀は10月にも追加緩和に踏み切ると予想している。



政策金利¹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5月末時点における利回り曲線は、日米欧ともに前月末から大きな変化は見られなかった。米国については、緩やかな右肩上がりの形状となっており、段階的な利上げが織り込まれている。一方、日本とユーロ圏は、利回り曲線がほぼフラットの形状を維持しており、少なくとも2年以内の利上げは織り込まれていない。

3. 金融市場(5月)の動きと当面の予想

(10年国債利回り)

5月の動き 月初0.3%台半ばからスタートし、月末は0.3%台後半に。

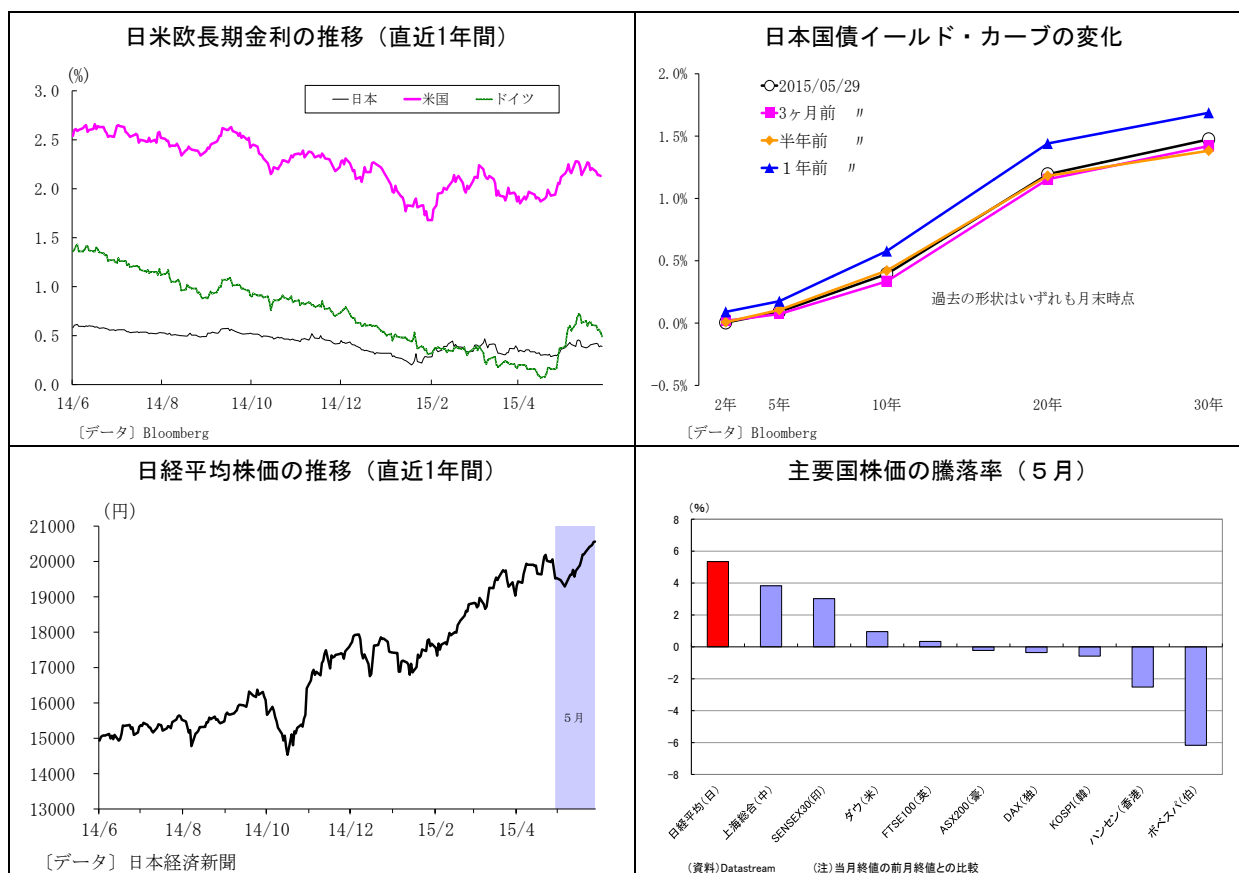
月初、欧州のデフレ懸念後退に伴う欧州金利急騰を受けて、7日に0.4%台前半まで上昇。その後一旦低下したが、再び欧州金利上昇を受けて12日には0.4%台半ばへと上昇した。一方、15日には欧州金利が落ち着きを見せたうえ、日銀オペで需給の逼迫が意識されたことで0.3%台後半へと急低下した。以降は、株価上昇が金利上昇圧力となる中で、0.4%を挟んだ一進一退の推移となり、月末は0.3%台後半で終了した。

当面の予想

今月に入り、再び欧州発の金利上昇の影響を受けて上昇し、一時0.5%を付けた後、足元は0.4%台後半にある。欧州金利は物価指標の改善等を受けて急上昇したが、一時的な過剰反応に過ぎないと見ている。ECBが量的緩和を期限まで継続する意思は明確に示されており、今後は時間を経るに

¹ 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。

つれて低下に向かうだろう。これに伴って、本邦長期金利についても当面不安定さは残るものの、次第に落ち着きを取り戻し、水準も現状よりやや低い0.4%前後での推移に戻ると予想している。



（ドル円レート）

5月の動き 月初119円台後半からスタートし、月末は123円台後半に。

月初、不振な米経済指標を受けてドルの上値が重い展開に。その後は中国利下げを背景とするリスクオンの円売りや米景気回復期待から12日に一旦120円台を回復したが、低調な米小売統計を受けて14日には119円付近へと下落した。その後しばらくは119円台での推移となったが、19日の米住宅指標改善を皮切りにドル高がスタート、22日の米物価指標の改善や、「年内の利上げが適切」とするイエレンFRB議長発言、ユーロ安ドル高などの追い風を受けて一気に円安ドル高基調となり、27日には123円台を回復、月末も123円台後半で終了した。

当面の予想

足元は前月末からやや上昇し、124円台半ばにある。当面の方向性はやはり本日の米雇用統計次第となる。全体的な内容が市場予想（雇用者数前月比+22.6万人、失業率5.4%、平均時給前月比+0.2%：Bloomberg社集計）に近いものであれば、ドルはさらに上値を試す展開に。逆に不振な結果となればドル安反応となるが、下落余地は限定的だろう。次の焦点は今月中旬の6月FOMC。今回は3ヶ月に一度の経済見通しや政策金利見通しなども公表されるが、前回3月分から、どちらかと言えば下方修正される可能性が高く、ドル高が抑制されると見ている。

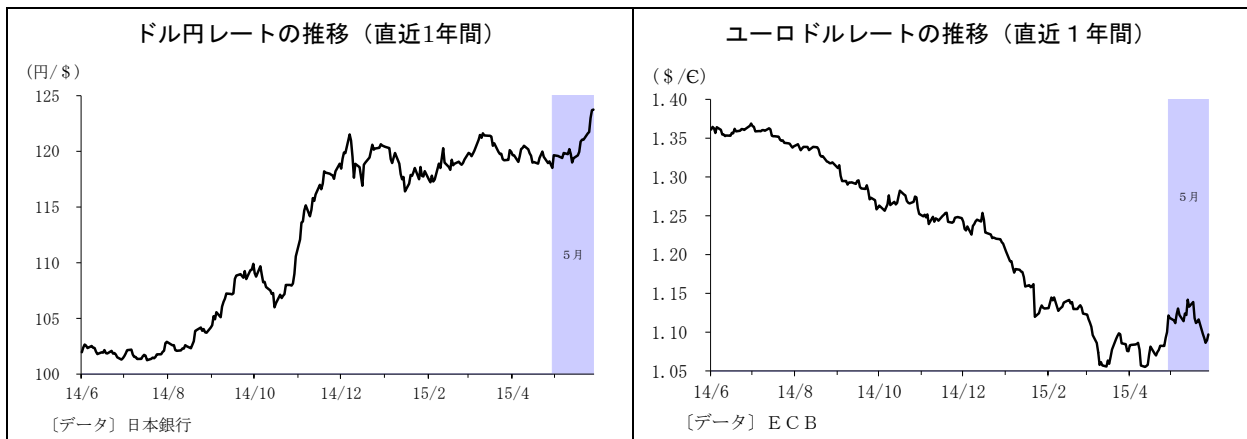
(ユーロドルレート)

5月の動き 月初1.11ドル台後半からスタートし、月末は1.09ドル台後半に。

月初、1.11ドル台で推移した後、欧州金利上昇に伴うユーロの買戻しが発生。6日には1.12ドル台、翌7日には1.13ドル台にユーロが上昇。しばらくもみ合った後、米景気不安を受けて14日には1.14ドル台に達した。しかし、その後は一転ユーロ安に。米住宅指標の改善を受けた19日には1.11ドル台、さらに米物価指標改善やイエレン議長発言を受けた25日には1.09ドル台まで低下。以降も1.10ドル割れで推移し、月末も1.09ドル台後半で着地した。

当面の予想

今月に入り、物価指標の改善などを受けてユーロは急上昇し、足元は1.12ドル台前半にある。物価の改善を受けてECB量的緩和の長期継続に疑義が生じ、ユーロ売りの買戻しが起きた模様だが、欧州金利同様、一時的な過剰反応だろう。ECBの量的緩和継続スタンスは明確であり、また、物価も改善基調とはいえ目標には程遠い。基本シナリオとしては、遠からず再び欧米金融政策の方向性の違いが意識され、ユーロドルは下落に向かうと予想している。ただし、佳境を迎えつつあるギリシャ情勢がユーロ相場の攪乱材料に。



金利・為替予測表 (2015年6月5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	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	2.0	2.2	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	0.4	0.4	0.5
ドル円	(平均)	119	122	125	126	127
ユーロドル	(平均)	1.13	1.10	1.08	1.06	1.05
ユーロ円	(平均)	134	134	135	134	133

(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。