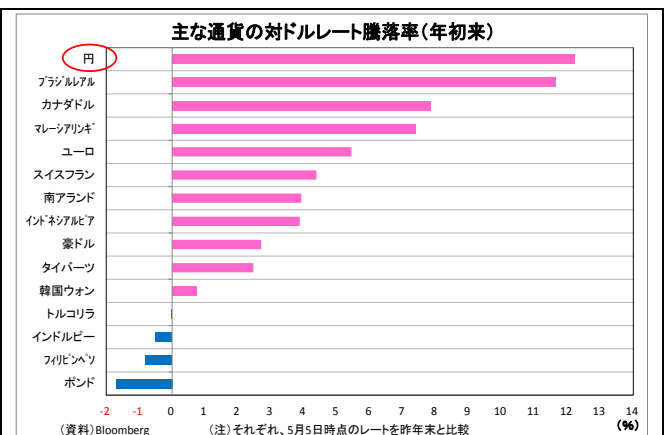


# Weekly エコノミスト・ レター

## 円安材料無きドル円の行方 ～金融市場の動き(5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

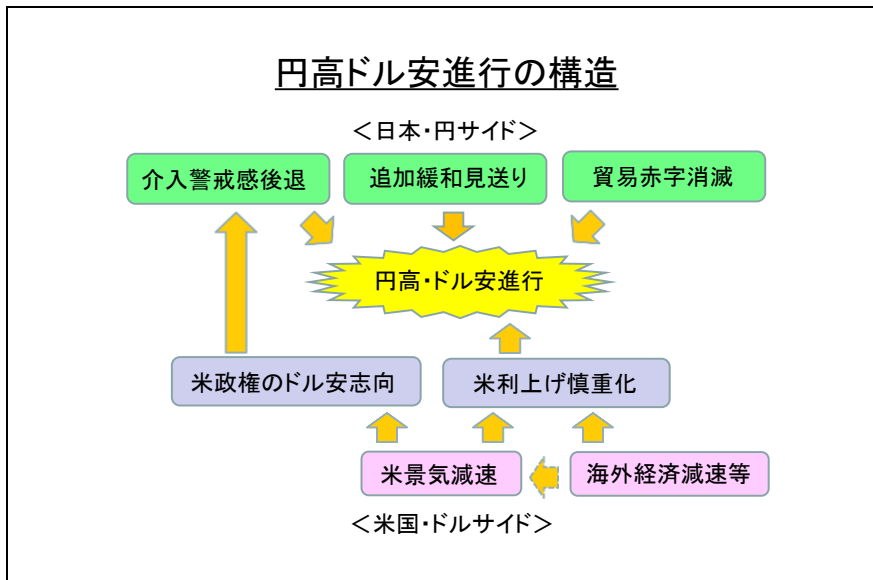
- (為替)** 4月末以降、円高がさらに加速した。改めてドル円を取り巻く環境を見渡してみると、円高要因が数多く存在する。最大の材料は米国の利上げに対する慎重スタンスが強まりドル安圧力になっていることだ。さらに、政治からの円高圧力も強まっている。ルー米財務長官の介入へのけん制や、米為替報告書における為替監視対象指定によって、日本の為替介入のハードルが上がったとの観測が台頭している。また、従来、恒常的な円売りを発生させていた日本の巨額の貿易赤字が既に解消しており、実需面でのドル円の下支え材料も失われている。このように、円高を示す材料が増え、円安材料としての最後の砦となっていた日銀追加緩和が完全にスルーされたことで、円が急伸した。そして、今後の最大のカギはやはり米利上げとなる。米国が段階的な利上げを続けるとの見方が強まれば、緩やかな円安ドル高基調に回帰する可能性が高い。筆者はこの見方を維持している。また、脇役とはなるが、日銀が次回6月か7月に、十分な追加緩和に動けば、金融政策の日米格差の鮮明化に繋がり、円安をサポートする材料となる。ただし、しばらくは逆にさらなる円高に警戒が必要だ。当面は米利上げ観測が強まりにくいというえ、円安材料も特段見当たらないためだ。日銀の決定会合も次回までは1カ月以上ある。米経済指標が下振れて利上げ観測がさらに後退すると、105円突破を試す展開となる可能性がある。さらに、政治面でも米大統領選でトランプ氏が共和党候補指名を確実にしたことで、市場がトランプ大統領実現の可能性を織り込みにいき、米経済の不確実性や強力な円安牽制の可能性が意識されることで、円高ドル安が進む可能性がある。
- (市場の動きと予想)** 4月のドル円は円高、ユーロドルはほぼ横ばい、長期金利もほぼ横ばいであった。当面、ドル高は進みにくく、ドル円では円高に警戒が必要な時間帯が続きそう。長期金利は現状程度での一進一退が継続するだろう。



# 1. 為替：円安材料無きドル円の行方

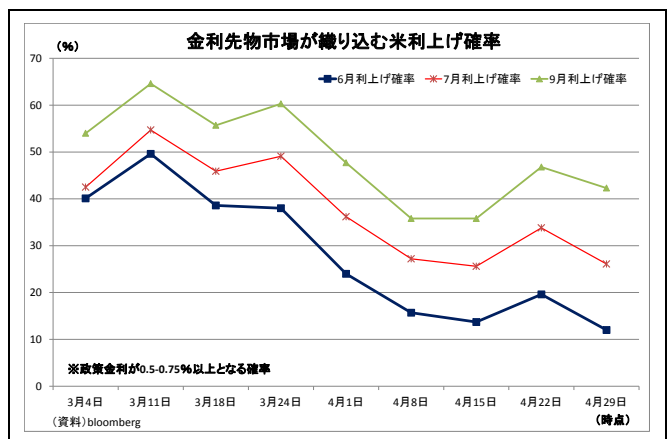
(円高要因が増えている)

4月末以降、円高がさらに加速した。連休中の3日に円は年初来高値を更新、一時1ドル105円台を付け、足元も107円台前半に高止まりしている状況だ。結果的に、年初来で見た円の対ドル上昇率は主要通貨中で最高となっている。直前の円高の引き金は日銀が追加緩和を見送ったことだが、改めてドル円を取り巻く環境を見渡してみると、それ以外にも円高要因が数多く存在する。



まず、最も大きな材料は、米国の利上げに対する慎重スタンスが強まり、ドル安圧力になっていることだ。3月FOMCで示唆されたFRBメンバーの年内利上げ回数は2回であり、2回利上げするとすれば、6月と12月が時期として順当と考えられるのだが、4月FOMCの声明文では6月利上げに向けた地ならしに該当する文言は見当たらなかった。FRBが利上げに積極的にならない理由はやはり景気にある。4月下旬に発表された1-3月期GDPは前期比年率でわずか0.5%に過ぎない。

この状況を受けて市場の利上げ観測は大きく後退している。足元で金利先物市場が織り込む6月の利上げ予想確率（一度でも利上げされていると予想する確率）はわずか1割、時間軸を延ばして年内で見ても6割弱にまで低下している。



さらに、とりわけ4月以降は政治からの円高圧力が強まっている。G7を5月下旬に控え、政府・日銀は米国との軋轢を生む為替介入には踏み切れないとの観測が強まったうえ、4月中旬のG20にて、ルー米財務長官が為替について、「最近では円高が進んだが、為替市場の動きは秩序的」と述べ、介入へのけん制と捉えられた。さらに、4月末に米国が為替報告書において日本を為替監視対象に指定したことで、介入のハードルはますます上がったとの観測が台頭している。米国も景気が減速ぎみのなか、ドル高は景気の下押し圧力になること、日本の為替介入はTPP批准をより困難にしかねないことが、米国政府が

円に対する政治的圧力を強めた背景にあると考えられる。

また、実需面の円安材料が消滅したことも影響している。従来、恒常的な円売りを発生させていた日本の巨額の貿易赤字は原油安によって既に解消しており、ドル円の下支え効果が失われている。

このように、金融政策面、政治面、実需面で円高ドル安を示す材料が増え、円安材料としての最後の砦となっていた日銀追加緩和が完全にスルーされたことで、投機筋等が円買いを活発化し、円が急伸したと見られる。

### （円安には米利上げ観測復活が必要）

上記の円高材料のうち、政治要因は容易に修正されそうもない。また、原油価格が急上昇しないかぎり、日本の多額の貿易赤字という実需面での円安材料も復活しないだろう。

従って、今後の展開を考えるうえで、最大のカギはやはり米国の利上げとなる。米国が緩やかなながらもこれからも段階的な利上げを続けるとの見方が強まれば、日米金融政策の違いが復活し、円買いドル売りは仕掛けにくくなるため、緩やかな円安ドル高基調に回帰する可能性が高い。筆者はこの見方を維持している。

ただし、6月(15日のFOMC)は利上げ時期として尚早だろう。景気の加速がまだ確認できないうへ、市場に十分織り込ませるには時間が足りず、金融市場の混乱をもたらすリスクが高いためだ。従って、利上げは最短で7月(27日のFOMC)ということになりそうだ。

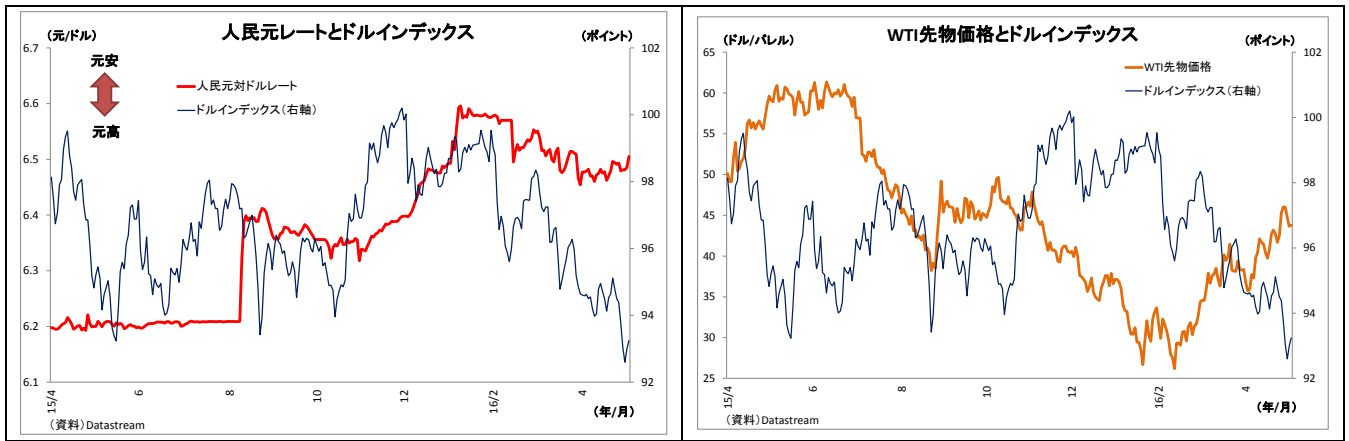
現在の為替市場ではFRBの影響力が極めて強いため、どうしても脇役とはなるが、日銀の動きも注目だ。日銀が次回6月(16日)もしくは7月(29日)の決定会合で、十分な追加緩和に動けば、金融政策の日米格差の鮮明化に繋がり、円安をサポートする材料となる。

### （しばらくはさらなる円高リスクも）

先行きの円安リナリオはまだ底流にて存在していると筆者は考えているが、しばらくはさらなる円高に警戒が必要だ。当面は米利上げ観測が強まりにくいうへ、円安材料も特段見当たらないためだ。日銀は決定会合の回数を今年から年8回に減らしており(昨年は14回)、次回会合までまだ1カ月以上ある。米経済指標が下振れて利上げ観測がさらに後退すると、105円突破を試す展開となる可能性がある。

さらに、政治面でも米大統領選でトランプ氏が共和党候補指名を確実にしたことで、市場がトランプ大統領実現の可能性を織り込みにいき、米経済の不確実性や強力な円安牽制の可能性が意識されることで、円高ドル安が進む可能性がある。

また、その先で米利上げ観測が強まったときも注意が必要となる。年初に世界の金融市場を混乱させた人民元安(言い換えれば中国からの資金流出懸念)、原油安は現在一服しているが、その一つの要因としてドル安基調がある。次に利上げ観測が強まりドルが上昇に転じた際に、人民元安・原油安が再び顕著になれば、本来は円安材料となる利上げ観測が、市場の混乱を通じてリスク回避の円買いを促す可能性が高い。



## 2. 日銀金融政策(4月)：追加緩和を見送り、ネガティブサプライズに

### (日銀) 維持

日銀は、4月27～28日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の維持を決定した。マネタリーベースが年80兆円に増加するペースでの各種資産買入れと、日銀当座預金の一部に対する▲0.1%のマイナス金利適用を継続する。前回同様、資産買入れに対しては1名(木内委員)、マイナス金利に対しては2名(木内委員・佐藤委員)が反対票を投じた。

市場では、事前に追加緩和観測が大いに高まっていただけに、ゼロ回答の発表を受けて、大幅な円高・株安が進行した。

同時に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を、「基調としては緩やかな回復を続けている」とし、前月から据え置いた。個別項目も基本的には据え置きであったが、個人消費について、「一部に弱めの動きもみられるが、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」(前月は単に「雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している」とやや下方修正した。

先行きの景気については、「基調として緩やかに拡大していく」とし、物価についても「物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく」という表現を維持した。一方、政策委員の大勢見通しは、前回1月公表分と比べて、実質GDP成長率、コアCPI上昇率ともに15年度から17年度にかけて幅広く下方修正し、2%の物価目標達成時期を従来の「17年度前半頃」から「17年度中」へと後ろ倒しした。なお、今回から新たに公表された18年度の大勢見通しでは、コアCPI上昇率について物価目標達成レベルである1.9%という数字が示されている。

その後に行われた会見で、黒田総裁は追加緩和を見送った理由について、マイナス金利の効果は、「実体経済や物価面にも着実に波及していくものと考えられる」ものの、「効果の波及にはある程度時間が必要」であるほか、「現状では、国際金融市場において、新興国や資源国の経済の先行きに関する不透明感などから不安定な動きが続いているもとの、前向きな変化が現れにくい状況にある」ため、「政策効果の浸透度合いを見極めていくことが適当であると判断した」と説明した。

今後の必要と判断した場合には、従来同様、「量・質・金利の3つの次元で追加的な金融措置を講じる」とし、マイナス金利に関しても、「まだまだいくらかでも深掘りすることができる」との考

えを示した。

一方、一部事前報道で注目されたマイナス金利での（銀行への）貸出については、「今回、議論になったことはない」とし、（金融政策と財政政策を一体として運営する）ヘリコプター・マネーについても、「現行の法制度のもとでは実施することはできないと思っている」と否定的な考えを示した。

また、今回会見でも銀行への悪影響に対する質問が複数出たが、総裁は、「金融機関は全体として大手行も地域銀行も非常に高い収益をこの3年間連続して上げてきている」、「（三層構造によって）マイナス金利自体の直接的な影響は本当に最小限になっている」、「金融機関の金融仲介機能が大きく影響されたとか、損なわれたというような状況には全くない」などと述べ、その打ち消しに注力した。

展望レポート(16年4月) 政策委員の大勢見通し(中央値)				展望レポート(16年4月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)				
		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)			上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
15年度	今回	0.7% ↓	0.0% ↓	16年度	今回	0	4	5
	前回	1.1% ↓	0.1%		前回	1	6	2
16年度	今回	1.2% ↓	0.5% ↓	17年度	今回	0	4	5
	前回	1.5% ↑	0.8% ↓		前回	0	5	4
17年度	今回	0.1% ↓	1.7% ↓	18年度	今回	0	6	3
	前回	0.3%	1.8%		前回	--	--	--
18年度	今回	1.0% --	1.9% --					
	前回	--	--					

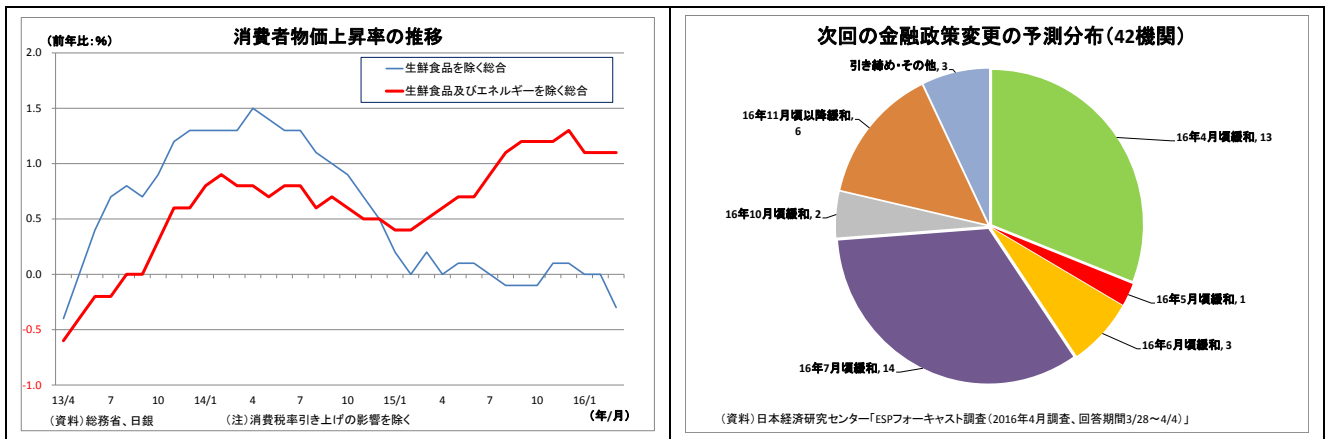
(注) 前回は16年1月時点、矢印は前回からの変更部  
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く  
(資料) 日本銀行

(注) 前回は16年1月時点  
コアCPIは消費税率引き上げの影響を除く  
(資料) 日本銀行

今回は、円高の定着や震災の発生、予想物価上昇率の下振れ等を踏まえれば、追加緩和を実施してもおかしくない状況であった。日銀としては、「政策効果の浸透度合いを見極める必要があった」という総裁会見で説明された理由のほかに、事前の期待が高まっており、サプライズを起こすハードルが高かったこと、逐次投入をすると今後督促相場に陥る可能性があることなども考慮して、見送ったと推察される。

筆者は、今後の追加緩和は近いと予想している。マイナス金利の影響をある程度見極められるようになってくるうえ、円高の影響などから物価の基調にも変調の兆しが出てくるとみられるためだ。順当に考えれば、次回展望レポート発表のタイミングにあたる7月となるが、この時期には市場の追加緩和予想が特に集中するため、サプライズが起こりにくい。従って、その前のタイミングとなる次回6月会合で追加緩和に踏み切る可能性の方が高いと見ている。

その際の手法はETF買入増額、マイナス金利の拡大、地方債買入れ導入、マイナス金利での（銀行への）資金供給策導入になると予想している。マイナス金利拡大の副作用に対する懸念は払拭できないものの、マイナス金利での資金供給とセットにすることで、相殺効果をアピールすると予想している。



### 3. 金融市場(4月)の動きと当面の予想

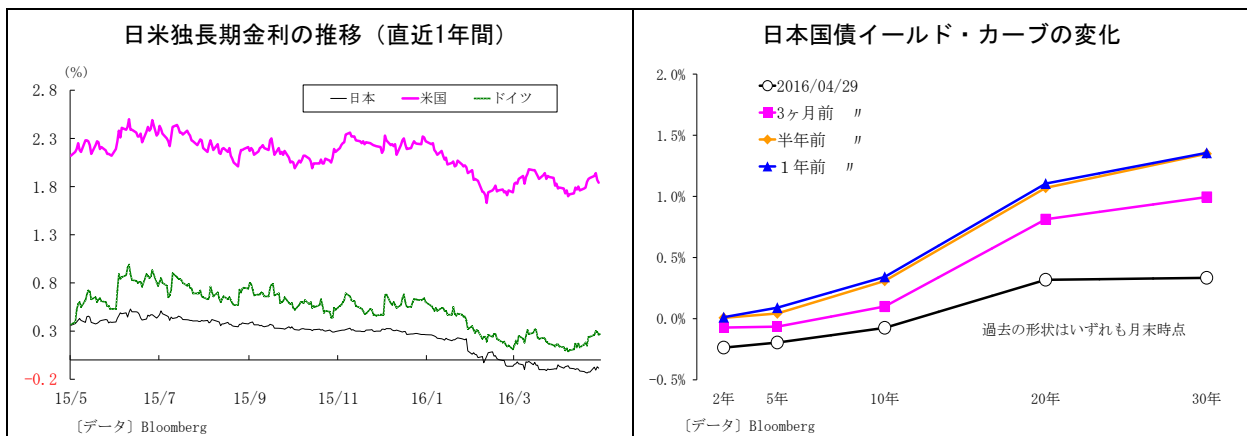
#### (10年国債利回り)

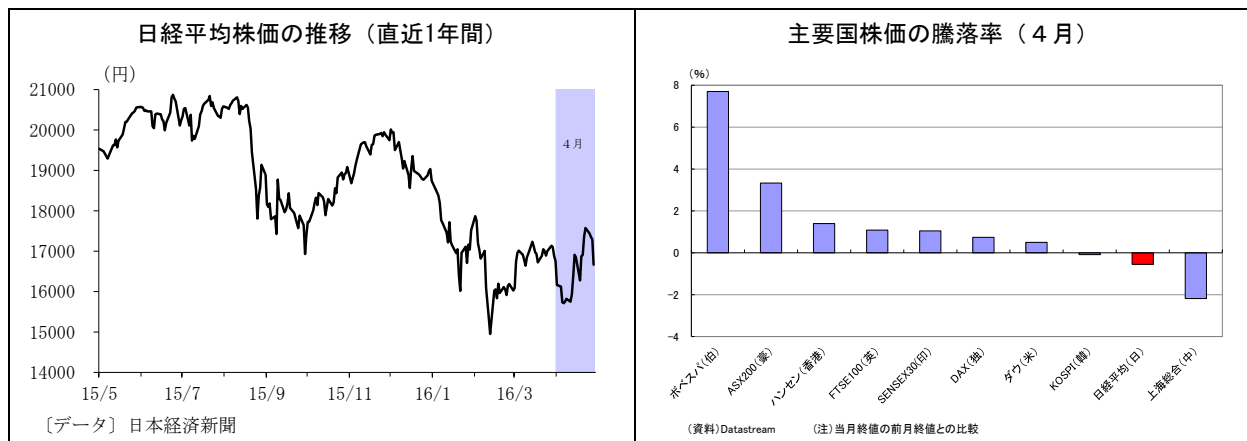
**4月の動き** 月初▲0.0%台後半からスタートし、月末も▲0.0%台後半に。

月の月上旬は、年度始の益出し売りに伴う金利上昇圧力と日銀オペ等での需給逼迫感に伴う金利低下圧力を受けて、▲0.0%台後半での一進一退に。その後、プラス金利を求めた超長期ゾーンの買いが波及する形で12日には▲0.1%をつける。さらに、15日には日銀オペで良好な需給が確認されたことで▲0.1%台前半に低下し、20日には▲0.1%台半ばに迫った。その後、高値警戒感から25日に一旦▲0.0%台後半に上昇したが、26日には日銀オペでタイトな需給が確認され、再び▲0.1%台前半に。月終盤には日銀会合を控えた持ち高整理が入り、▲0.0%台後半で着地した。

#### 当面の予想

今月に入り、日銀オペで強い債券需要が確認されたことと株価下落を受けて低下、足元は▲0.1%台前半にある。近頃の長期金利は、日銀のマイナス金利幅(▲0.1%)を超える水準では債券の高値警戒感から売られやすく(金利は上昇)、▲0.0%台半ばが近づくと値ごろ感から買いが入りやすい(金利は低下)状況が続いている。▲0.1%前後という相場観が定着しつつあるようだ。この相場観を変化させる要因としては、日銀の追加緩和と米金利の上昇トレンド入りが挙げられるが、どちらも当面は見込み難い。従って、しばらく▲0.1%付近での一進一退の展開が見込まれる。





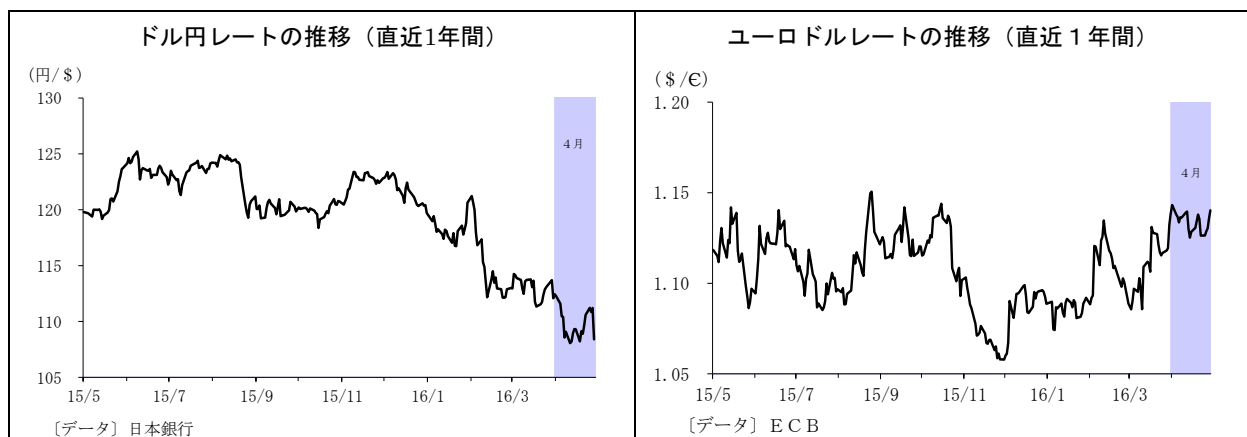
## （ドル円レート）

**4月の動き** 月初112円台前半からスタートし、月末は108円台前半に。

月初、日銀短観の悪化や原油価格下落を受けてリスク回避の円買いが進み、5日に111円を割り込む。さらに、翌月にG7を控えて介入に懐疑的な見方が広がったことで円高に歯止めがかからず、11日には108円台前半を付ける。その後は原油価格が持ち直したことで世界的にリスクオン地合いとなり円安が進行、14日には109円台前半まで戻す。18日には産油国会合での増産凍結見送りを受けたリスク回避で108円まで円が買われたが、原油が下げ渋ったことで翌19日には再び円安圧力が高まり109円台を回復。さらに、25日には日銀の4月追加緩和観測が急速に高まり、111円台まで円安が進行。月末は、日銀の追加緩和見送りを受けた失望で円が買われ、108円台前半まで円高が進行。

### 当面の予想

日銀緩和見送りの余韻や米為替報告書における日本の為替監視国指定などを受けて連休中に105円台まで円高が進行、足元はやや戻して107円台前半にある。さしたる円安ドル高材料が見当たらない中、当面は少なくともドルの上値は重いままだろう。今月は日米中銀の会合が予定されていないため、米国の経済指標や要人発言を受けて水準の調整が入るイメージ。目先の材料は本日夜の4月米雇用統計。雇用者数や平均時給が好調な内容ならドル高材料になるが、6月利上げ観測は高まりにくく、影響は限定されそう。不調な内容なら円は再び年初来高値を試す展開になりそうだ。



## （ユーロドルレート）

**4月の動き** 月初1.14ドル台前半からスタートし、月末は1.14ドル台近辺に。

月初、新規材料が乏しい中、1.13ドル後半を中心とするボックス圏での推移が継続。原油価格持

ち直しに伴う資源国通貨に対するドル安がユーロドルに波及し、12日には一旦1.14ドル台を付けたが、リスク回避後退に伴って低金利のユーロ売りが強まる形で14日には1.12ドル半ばに下落。その後一旦1.13ドル台へと上昇したが、ECB理事会を受けて緩和長期化が意識され、22日には1.12ドル台後半に下落。月末は冴えない米経済指標を受けたドル売りが入り、1.14ドル台近辺で終了。

### 当面の予想

今月に入り、米経済指標の悪化を受けてドル安が進んだが、足元は持ち高調整が入り1.14ドル付近となっている。ユーロドルは引き続きユーロサイドの材料が不足ぎみで、米国（ドル）側の材料で動く傾向が強い状況にある。6月の米利上げ観測が基本的に高まりにくい中、ユーロドルは当面高止まりしそう。今月は欧米中銀の会合が予定されていないため、ドル円同様、主に米国の経済指標や要人発言を受けて水準の調整が入るイメージ。目先もドル円同様、本日の米雇用統計の内容で上下するが、大幅なユーロ安ドル高反応は起きづらい。

### 金利・為替予測表(2016年5月6日現在)

		2016年				
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利（平均）	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
アメリカ	FFレート（期末）	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25
	10年金利（平均）	1.9	1.8	2.2	2.5	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利（ドイツ、平均）	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
ドル円	（平均）	115	107	110	114	116
ユーロドル	（平均）	1.10	1.14	1.11	1.08	1.06
ユーロ円	（平均）	127	122	122	123	123

(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。