

Weekly エコノミスト・ レター

円高が進まなくなった理由 ～ドル円市場の構造変化

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. 円高ドル安が2つの意味で進まなくなっている。一つは「円高トレンドの消滅」だ。ドル円は2017年以降、概ね105円～115円のレンジ内で一進一退を続けており、かつて(2007年～2012年や2016年)のようにトレンドとして円高ではない。そして、もう一つは短期的な変動としての「リスクオフの円高の鈍化」だ。従来、市場の警戒感が高まる場面では、ドル円でも「リスクオフの円高」が進行してきた。しかし、特に昨年9月以降はリスクオフ局面での円高反応が鈍くなっており、今年年初の中東情勢緊迫化や足元の新型肺炎拡大に際しても、円高ドル安が殆ど進んでいない。
2. 円高トレンド消滅の背景としては、①日米物価上昇率の格差縮小、②貿易収支の赤字化、③対外直接投資の拡大、④米金融緩和に伴うリスクオン地合いの形成が挙げられる。そして、「リスクオフの円高」鈍化の背景としては、①米金融緩和によるリスクオフ度合いの抑制、②「リスクオフのドル買い」の活発化、③国内投資家による円高時の米債購入、④投機筋の円売りポジション縮小が挙げられる。
3. このように、近年、円高が進まなくなった理由として多くの構造変化が挙げられるが、今後も円高が進みづらい状況が維持される保証はない点には注意が必要だ。現在、円高を抑制している要因のうちの多く、具体的には「米金融緩和に伴うリスクオン地合いの形成」、「米金融緩和によるリスクオフ度合いの抑制」、「リスクオフのドル買いの活発化」、「国内投資家による円高時の米債購入」については、「米国経済は足元堅調で、先行きも堅調が維持される」という米国経済に対する信頼感や安心感が大前提にある。従って、今後もし米国経済に陰りが生じ、この前提に疑問符が付けば、ドル円でも再び円高が進行しやすくなるだろう。円高リスクへの警戒が不要になったわけではない。



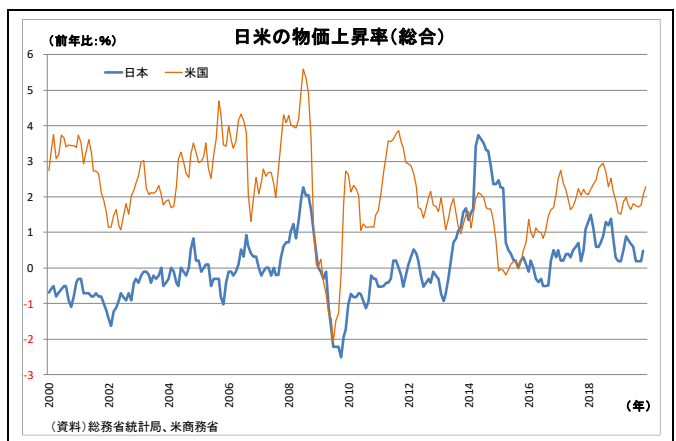
1. トピック：円高が進まなくなった理由

円高ドル安が2つの意味で進まなくなっている。一つは「円高トレンド（基調）の消滅」だ。ドル円はかつて（2007年～2012年）円高トレンドが長らく続いており、2016年も円高トレンドであったが、2017年以降は概ね105円～115円のレンジ内で一進一退の推移を続けており、トレンドとして円高ではない（表紙図表参照）。そして、もう一つは短期的な変動としての「リスクオフ（回避）の円高の鈍化」だ。従来、市場の警戒感が高まる場面では、「低リスク通貨」とされる円が買われ、ドル円でも「リスクオフの円高」が進行してきた。しかし、特に昨年9月以降はリスクオフ局面での円高反応が鈍くなっており、今年1月上旬の米国とイランの対立激化や下旬以降の新型コロナウイルス流行拡大で世界的に株価が下落した際にも、円の上値は107円台～108円台と極めて限定的であった。そして、この背景にはドル円市場における各種の構造変化がある。

（円高トレンド消滅の背景）

①日米物価上昇率の格差縮小

まず、円高トレンドが消滅した背景として挙げられるのは、「日米物価上昇率の格差縮小」だ。かつて、2000年代前半には、デフレに陥っていた日本の物価上昇率が小幅なマイナスであったのに対し、米国の物価上昇率は平均的に2%を超えていたため、日米の物価上昇率は平均的に見て3%余り乖離していた。しかしながら、近年では、米国の物価上昇率が低迷する一方で、人手不足に伴う一部人件費上昇分の価格転嫁などから日本の物価上昇率が小幅なプラス圏に浮上しているため、日米物価上昇率の格差は1%台に縮小している。



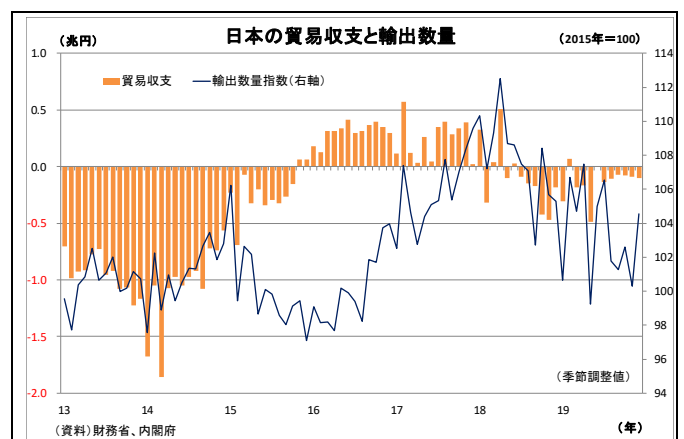
購買力平価の観点では、「相対的にデフレの国の通貨は上昇する（逆にインフレの国の通貨は下落する）」。

依然として日本の物価上昇率は米国を下回っているため、円高圧力自体は続いているものの、格差が縮小したことで、従来よりも円高圧力が緩和していると考えられる。

②貿易収支の赤字化

次に、日本の貿易収支が小幅ながら赤字化していることも円高トレンドの抑制に寄与している。日本の貿易収支は、2016年から2018年序盤にかけて、輸出の回復等に伴って黒字化した。しかし、同年中盤以降は米中貿易摩擦や海外経済減速に伴う輸出の減少などから貿易赤字に転じている。

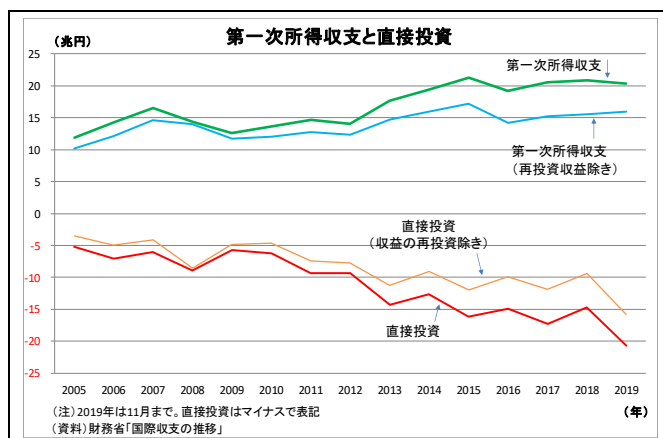
貿易赤字は輸入超過を意味するため、赤字の時期には輸入企業による円売りドル買い需要が優勢になることで円高が抑制される。



③ 対外直接投資の拡大

また、国際収支のうち貿易収支以外の部分では、日本の第一次所得収支（海外からの利息や配当金の受け取り）の拡大がよく円高要因として挙げられる。受け取った利息・配当金を円に転換する際に円買いが発生するためだ。確かに、日本の第一次所得収支は海外資産の増加に伴って中期的に拡大基調にある。しかしながら、同収支のうち実際の資金フローを伴わない計算上の概念である「再投資収益」¹を除くと、拡大ペースは緩やかになる。

さらに、近年では、金融収支のうち直接投資の拡大が続いている点も円高の抑制に寄与している。直接投資は国内企業による海外企業の買収（M&A）や海外子会社への出資などを示すが、投資に当たってはドル資金調達に伴う円売りが発生しやすい。

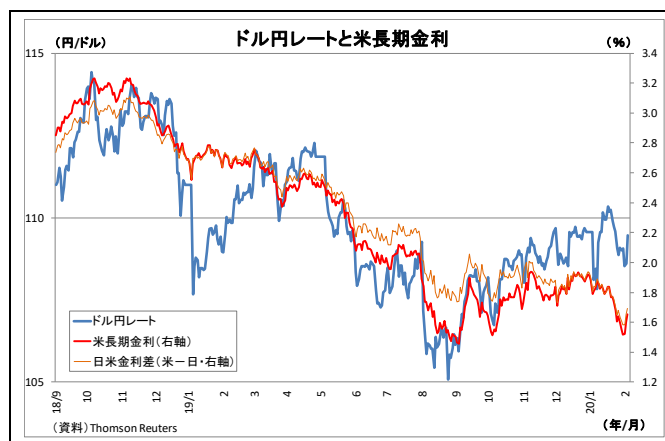


④ 米金融緩和に伴うリスクオン（選好）地合いの形成

金融政策の観点では、米利下げ観測台頭時にリスクオン地合いが形成されることも円高抑制に寄与している。

昨年、FRB は年初に利上げ方針を撤回して利下げ路線へと転換し、夏以降に3度の利下げを実施した。こうした動きを反映して米金利が低下を続け、日米金利差が縮小トレンドを辿ったことは、本来ドル投資の魅力低下を通じて円高基調に繋がりがやすい。

しかしながら、昨年は、利下げによって米景気の回復期待が高まり、米株価が上昇したことで市場がリスクオン（選好）地合いになった。リスクオン地合いでは「低リスク通貨」とされる円が売られやすくなるため、金利差縮小による円高圧力が緩和された。



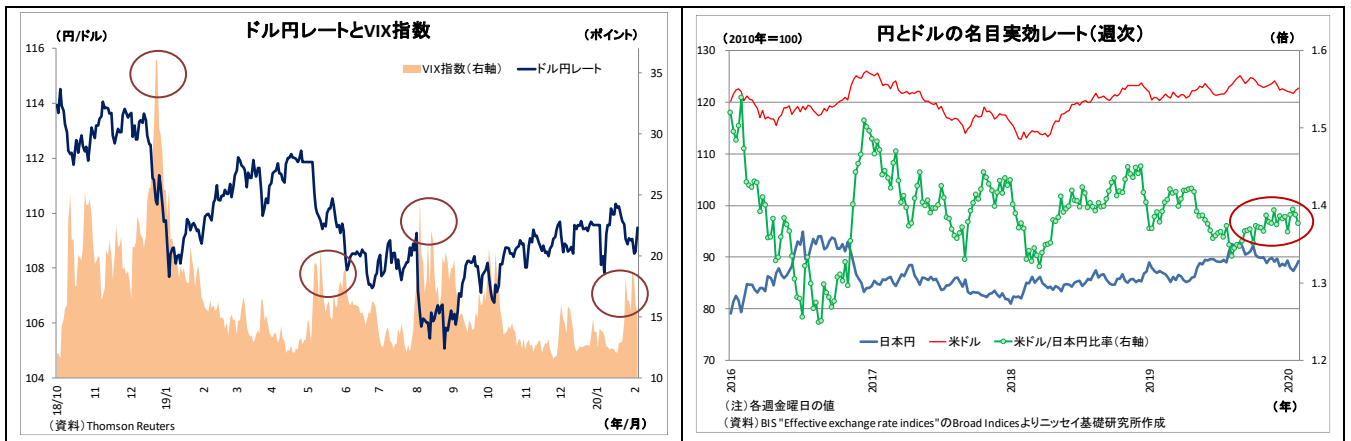
（「リスクオフの円高」鈍化の背景）

次に、短期的な動きとして、「リスクオフの円高」（いわゆる「有事の円買い」）が進みにくくなった背景を考えると、こちらも複数の構造変化が挙げられる。

① 米金融緩和によるリスクオフ度合いの抑制

一つ目は上記の④にも関連するが、リスクオフ時の緊迫度が抑制されたことが挙げられる。米株式市場の緊迫度合いを示す一つの重要な指標である「VIX 指数（別名「恐怖指数」）を振り返ると、昨年またたび上昇する場面があったものの、最大でも 24 ポイント台に留まり、最大 36 ポイント台に達した一昨年末と比べて上昇幅が限定的であった。昨年 FRB が利下げ路線に転換し、秋以降も当面の利上げから距離を置いたことが、米景気回復持続に対する信頼感を高め、投資マインドの下支えになった影響が大きいと考えられる。リスクオフの度合いが抑制されたことで、リスクオフの円高圧力も緩和された。

¹ 投資先の海外企業等における内部留保増加額について、その持ち分を第一次所得収支として計上したもの。



② 「リスクオフのドル買い」の活発化

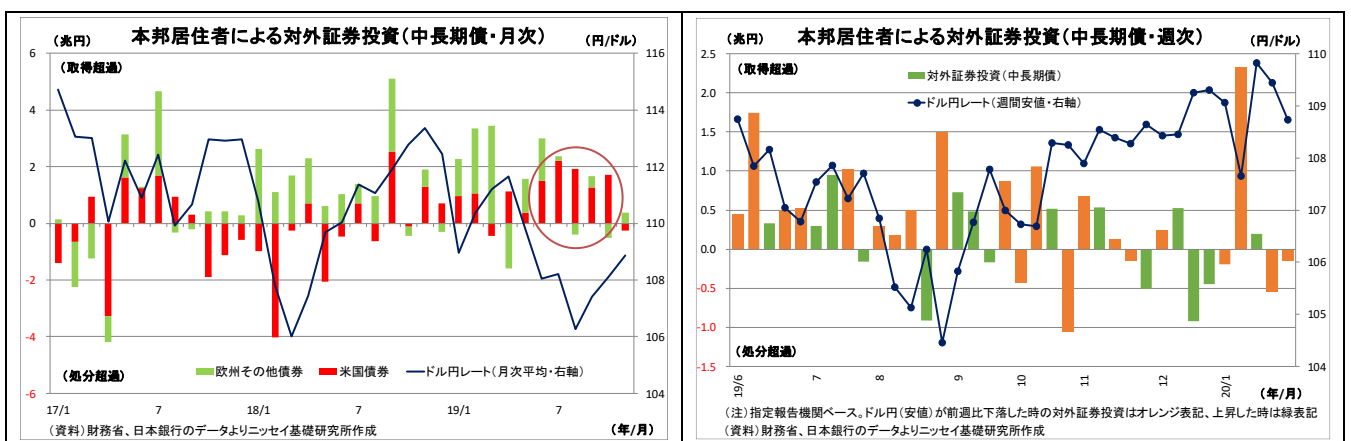
次の背景としては「リスクオフのドル買い」が挙げられる。円ほどではないにせよ、リスクオフ局面において、ドルもユーロや資源国通貨など多くの通貨に対して買われやすくなっている。基軸通貨で流動性が高く、経済も堅調であることがその理由として考えられる。実際、通貨の総合的な強弱感を示す名目実効レート²の動きを確認すると、近年は円とドルの連動性が高まっており、昨年半ば以降は特にその傾向が顕著になっている。

リスクオフ局面において、円もドルも多くの通貨に対して買われることで、ドル円のペアでは円高が進みづらくなっている面がある。

③国内投資家による円高時の米債購入

また、国内投資家の投資行動も円高の抑制要因になっている。国内投資家の対外証券投資について、月次の動向をみると、昨年6月から11月にかけて米国債券（社債等を含む中長期債）への投資（買い越し）が活発化している。この時期は、為替市場において円高ドル安が進行し、水準としても円が高値で推移していた。さらにこの間の週次動向を見ても、円高方向に進んだ週や水準として円高にある週に外国債券（米国以外も含む中長期債・内訳は不明）への投資が伸びていることが確認できる。

国内が超低金利であるうえ、コストの高止まりなどからヘッジ外債も投資妙味に欠けるなか、運用難に苦しむ国内投資家が円高で割安になったタイミングにおいて米債をオープンで（ヘッジなしで）買う動きが強まっており、こうしたドル買いが結果的にリスクオフの円高を阻んでいる可能性が高い。

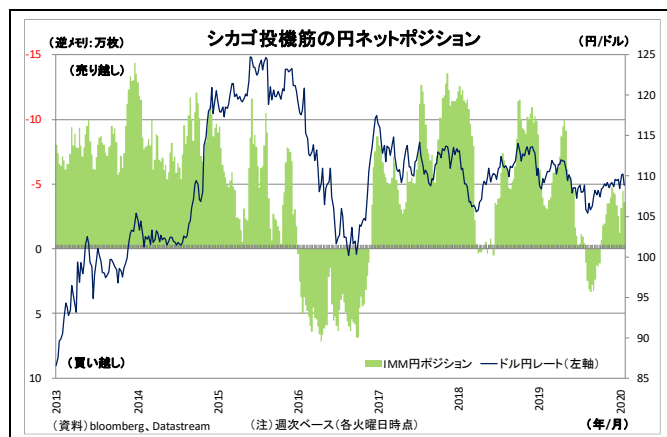


² 当該通貨と複数通貨の2国間為替レートを、当該国の貿易シェアで按分したもの。当レポートではBIS "Effective exchange rate indices" のBroad indices (60カ国ベース)を使用。

④投機筋の円売りポジション縮小

そして、最後の要因として挙げられるのは、投機筋の円売りポジションの縮小だ。シカゴ投機筋の円ポジションの動向を確認すると、従来は円の売り越しが10万枚を超える場面も珍しくなかったが、昨年半ば以降は最大で5万枚弱、直近も3万枚程度に留まっている。円の先安観が後退しているためと考えられる。

投機筋の円売りポジションは、リスクオフ局面においてポジション解消に伴う円買いを生みやすいために、平時において円売りポジションが拡大しにくくなったことがリスクオフ時の円高を抑制している面がある。



（「大幅な円高進行リスク」は無くなったのか？）

このように、近年、円高が進まなくなった背景には多くの構造変化がある。ただし、今後も円高が進みづらい状況が持続する保証はない点には注意が必要だ。

現在、円高を抑制している上記の要因のうちの多く、具体的には「米金融緩和に伴うリスクオン地合いの形成」、「米金融緩和によるリスクオフ度合いの抑制」、「リスクオフのドル買いの活発化」、「国内投資家による円高時の米債購入」については、「米国経済は足元堅調で、先行きも堅調が維持される」という米国経済に対する信頼感や安心感が大前提にある。従って、今後もし米国経済に陰りが生じ、この前提に疑問符が付く事態となれば、ドル買いが鈍るようになり、ドル円でも再び円高が進行しやすくなるだろう。円高リスクへの警戒が不要になったわけではない。

2. 日銀金融政策(1月)：リフレ派の後もリフレ派を指名

（日銀）維持

日銀は1月20日～21日に開催された決定会合において金融政策を維持した。フォワードガイダンス(以下、FG)も変更なし。会合後に公表された展望レポートでは、政府の経済対策の効果を織り込んで成長率の見通しを前回10月分から上方修正する一方、物価上昇率の見通しを小幅に下方修正した。日銀はコンセンサスよりも相当高めの物価見通しを当初に示した後、段階的に下方修正する動きを繰り返してきたが、今回も従来通りのパターンになった。

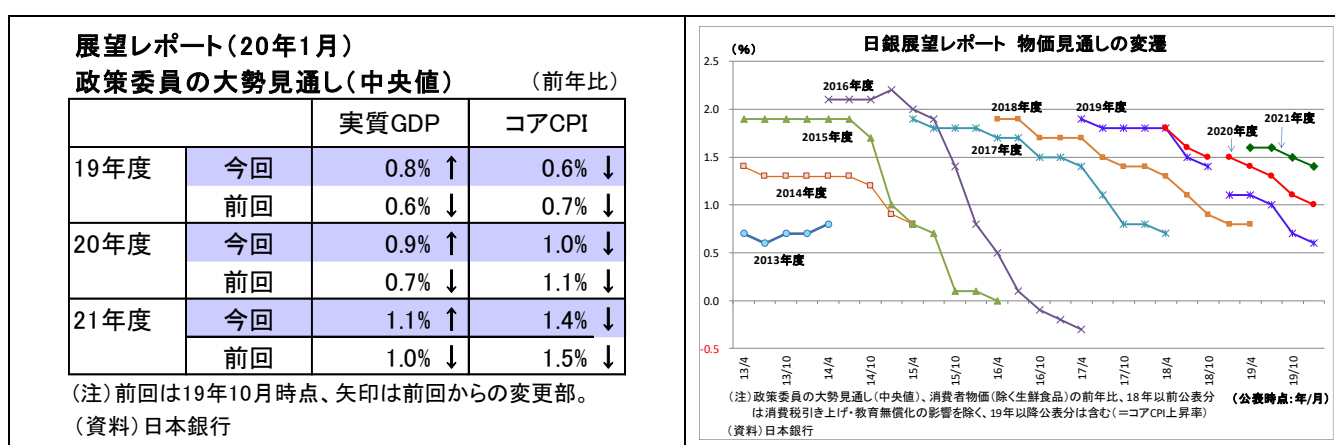
会合後の総裁会見では、黒田総裁が物価上昇率見通しの下方修正について、「既往の原油価格下落や自然災害など」を理由に挙げ、「物価の基調が変わったとは見ていない」と説明した。一方、海外経済の下振れリスクについては、「ひと頃よりも幾分低下した」ものの、「依然として大きい」と評価。「引き続き、緩和方向を意識した金融政策をとっていく」との考えを維持した。なお、マイナス金利政策については、「副作用に留意は必要」としつつも、「現時点では政策の効果がコストを上回っている」との評価を示した。

当時、流行が目立ち始めていた新型コロナウイルスについては、「今の時点でSARSや鳥インフルエンザのような影響があり得るとか、その可能性が高いとは見ていない」としつつ、「よく動向を注視し

ていきたい」との見方を示した。

なお、政府は先月 28 日、日銀の審議委員に証券会社所属の安達誠司氏を充てる同意人事案を国会に提示した。3 月下旬に任期満了となる原田審議委員の後任人事に当たる。安達氏は原田氏と同様、金融緩和に積極的な「リフレ派」として知られている。結果的に、日銀政策委員 9 名のうち、「リフレ派」と目される委員は 3 名（残りの 2 名は若田部副総裁と片岡委員）で変わらないことになる。安部政権としては、リフレ派を後任に充てることで、大規模金融緩和継続を望む意思を示す狙いがあったと思われる。

日銀内でのパワーバランスは変わらず、当面の金融政策（現状維持の継続）への影響は殆どないと見込まれるが、リフレ派が 1/3 の勢力として残り続けることになったという意味合いはある。大規模金融緩和の長期化は既定路線だが、その可能性を裏付ける人事となった。



(今後の予想)

足元、米利下げの停止などから追加緩和圧力が低下しているうえ、日銀はもともと緩和余地が乏しく、副作用への警戒を要する状況にあるため、今後とも追加緩和を回避し、必要に応じて FG を変更する程度の措置に留めるだろう。副作用への警戒がさらに高まれば、副作用緩和策（日銀当座預金への付利拡大など）を実施する可能性もある。

一方で、仮に新型コロナウイルスの影響拡大等によって景気が失速したり、大幅な円高が進行する場合などには、マイナス金利深堀り（副作用緩和策とセットで）を主軸とする追加緩和に踏み切る可能性も。

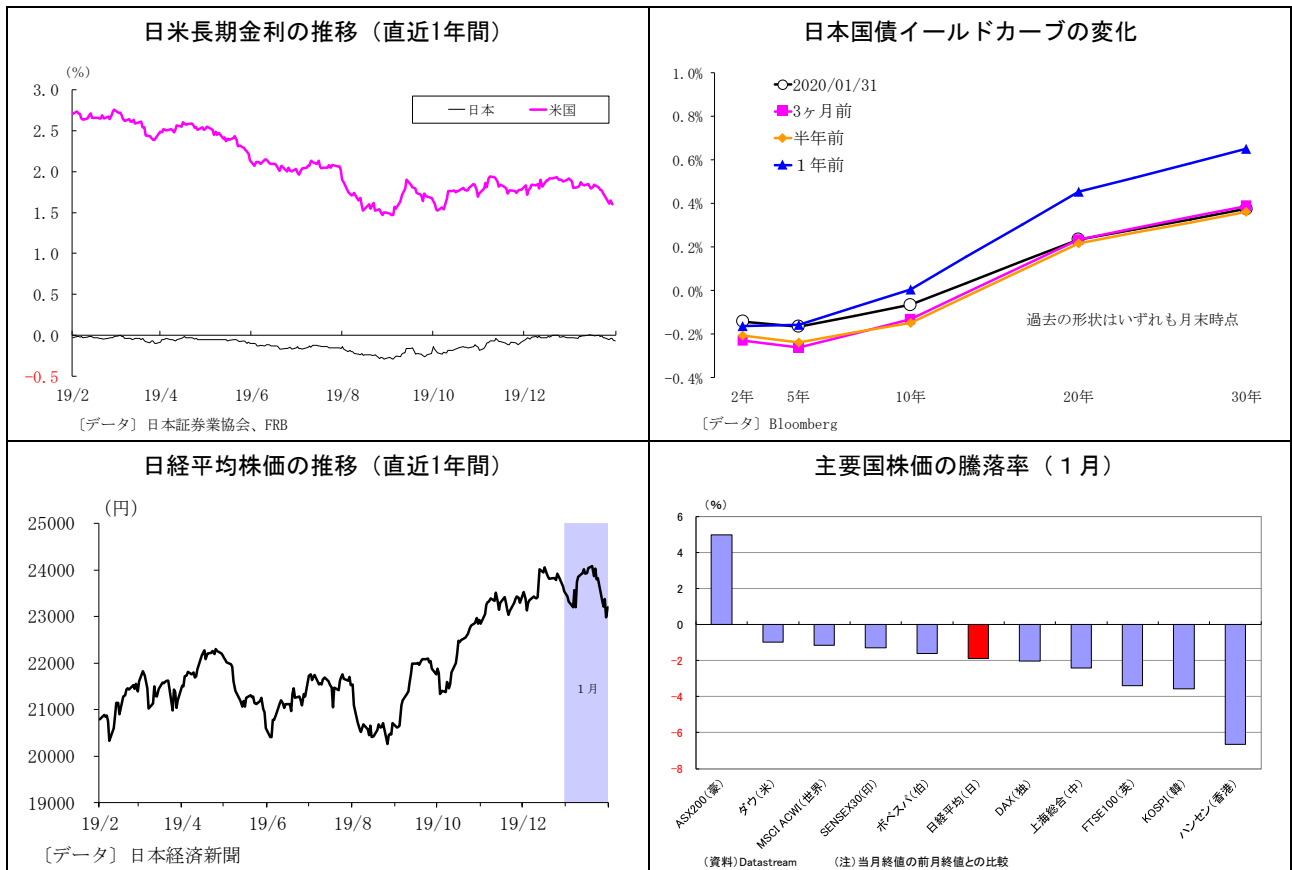
3. 金融市場(1月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

1月の動き 月初-0.0%台前半でスタートし、月末は-0.0%台後半に。

月初、米国とイランの関係緊迫化を受けてやや低下し、-0.0%台前半でスタートしたが、両国の対立激化に歯止めがかかり、懸念が後退したことを受けて上昇へ。米政権が中国に対する為替操作国認定を解除した 14 日には 0.0%台前半とプラスに転じた。ただし、プラス圏では国内投資家による強い需要によって金利上昇が抑えられ、しばらく 0.0%を挟んだ膠着した展開になった。その後、月の終盤には、新型コロナウイルスの流行拡大に伴って安全資産である国債の需要が高まったことで金利

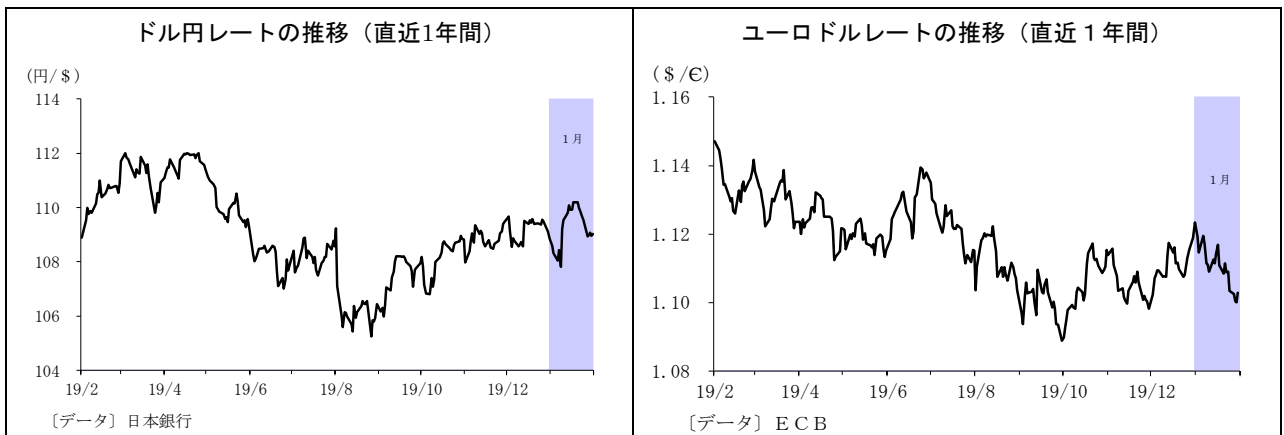
は低下に向かい、月末は-0.0%台後半で終了した。



(ドル円レート)

1月の動き 月初108円台前半でスタートし、月末は109円付近に。

月初、米国とイランの関係緊迫化を受けたリスクオフで円が買われ、108円台前半でスタート、イランが報復攻撃を行った8日には107円台まで円高に振れたが、翌9日には両国の対立激化に歯止めがかかり109円台に上昇。さらに米政権が中国に対する為替操作国認定を解除した14日には110円台に乗せた。その後、しばらく110円前後での値動きが続いたが、月終盤には新型コロナウイルスの流行拡大に伴って再びリスクオフ地合いとなり、27日には108円台後半に下落。月末も109円付近で着地した。



(ユーロドルレート)

1月の動き 月初1.11ドル台後半でスタートし、月末は1.10ドル台半ばに。

月初、1.11ドル台後半で推移した後、独経済指標の悪化を受けて8日に1.11ドル台前半に低下。その後はドルもユーロも決め手に欠け、1.11ドル前後での一進一退の推移が続いたが、ECB理事会後のラガルド総裁会見でECBの緩和長期化が意識され、24日には1.10ドル台前半に下落。さらに月の終盤には新型肺炎拡大に伴って流動性の高いドルが買われたことで、29日に1.10ドルに下落。月末も1.10ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表(2020年2月7日現在)

		2019年	2020年				2021年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1
アメリカ	FFレート(期末)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利(平均)	1.8	1.7	1.9	2.0	2.0	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(独、平均)	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
ドル円	(平均)	109	109	108	108	109	110
ユーロドル	(平均)	1.11	1.10	1.11	1.12	1.12	1.11
ユーロ円	(平均)	120	120	120	121	122	122

(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。