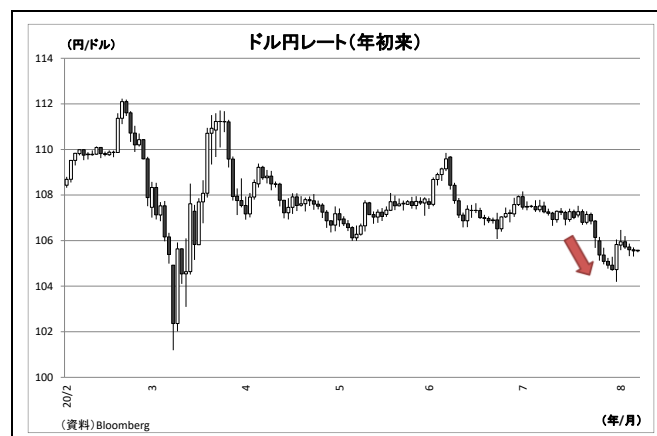


Weekly エコノミスト・ レター

高まる円高リスク ～円高の背後にあるもの

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

1. ドル円は4月以降、安定した推移を辿ってきたが、7月下旬ににわかに円高ドル安に振れた。ただし、実効レートで見た場合には円高ではなく、ドル安の側面が強い。
2. そして、ドル安の主因として注目されているのは米実質金利の著しい低下だ。実質金利の低下は一昨年秋から続いているもので最近始まったわけではないが、春以降、復興基金を材料にユーロがドル売りの受け皿として浮上しドル安の余地が拡大した。対ユーロでのドル安進行でドル安の色彩が強まりドルが独歩安状態になったが、その際にドル安の主因として米実質金利低下がクローズアップされたものと考えられる。
3. 3月以降は予想物価上昇率の急上昇が実質金利の低下を促しているが、最近の予想物価の上昇は原油高や景気回復期待で説明できず、「悪い物価上昇に対する警戒感の高まり」の色彩を帯びている可能性が高い。米国の財政出動・金融緩和拡大は相対的にも大規模であることから、悪い形でのインフレに対する懸念が台頭し、予想物価の上昇に繋がっているとみられる。最近の円高ドル安は「悪いドル安」の側面が強いということになる。
4. 今後も、この円高リスクは続くと思込まれる。新型コロナが終息しない限り、米国の経済活動正常化は望めず、米政府はさらなる財政出動を余儀なくされるためだ。FRBも大規模な金融緩和を続けざるを得ず、インフレ懸念のさらなる高まりによってドル安圧力が高まりかねない。特に当面は円高への警戒が必要な時間帯になる。8月には「円高のアノマリー」が存在し、9月にはFRBがフォワードガイダンスを強化することで予想物価が上昇する可能性があるためだ。いずれ新型コロナに有効なワクチンが普及すれば、米財政・金融政策の正常化が視野に入ってくることでドル高圧力が強まると予想しているが、その実現には不確実性が残るうえ、実現するとしてもまだ時間がかかりそうだ。



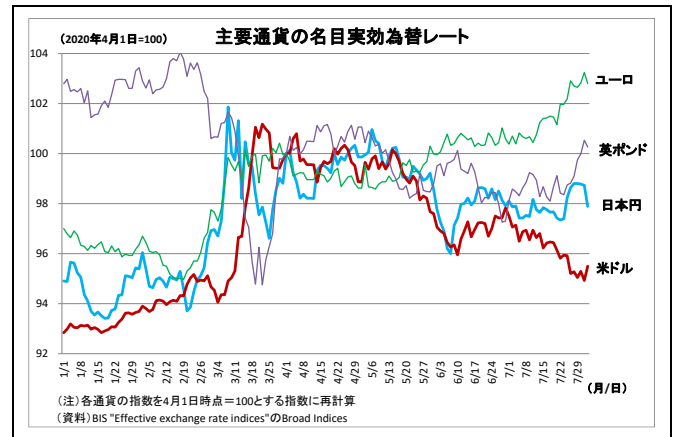
1. トピック： 高まる円高リスク～円高の背後にあるもの

(円高ドル安が再発)

ドル円レートは4月以降、1ドル106円台から109円台での狭いレンジで概ね安定した推移を辿ってきたが、7月下旬ににわかに円高ドル安に振られて105円の節目を割り込み、一時104円台前半にまで落ち込んだ。その後はやや持ち直しているものの、足元でも105円台半ばで低迷している(表紙図表参照)。

ただし、視点を広げて、幅広い通貨に対する脆弱感を示す(名目)実効レート¹で見た場合には、円の実効レートは5月上旬をピークに下落しており、円高基調にはない。むしろ際立っているのはドル安基調だ。

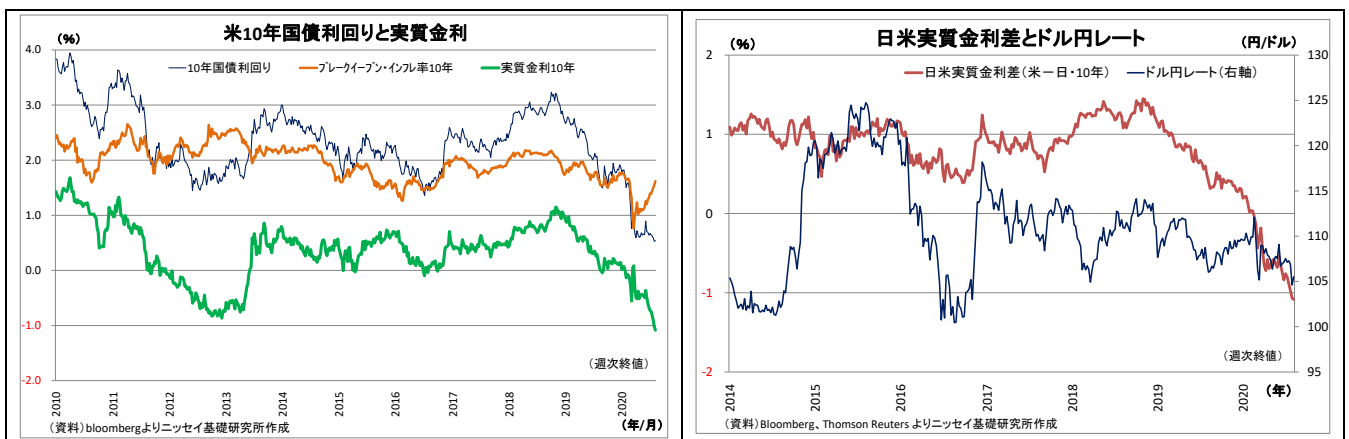
もともと共に低リスク通貨とされる円とドルは他通貨に対して同方向に動くことが多く(つまり、実効レートが連動しやすい)、4月から6月にかけては金融市場がリスクオン(選好)に傾くなかで共に下落したことで、ドル円レートとしては動きが抑制されていた。しかし、7月に入ると、円の実効レートが横ばい圏で推移する一方でドル安が進んだ。とりわけ下旬には両者の乖離が顕著になったことで、ドル円も明確に円高ドル安に傾くことになった。



(実質金利の低下がドル安の主因に)

このドル安の主因として注目されているのは、米実質金利(名目金利-市場の予想物価上昇率)の低下だ。FRBによる大規模な金融緩和によって名目金利が過去最低圏に抑えられる一方で、市場の予想物価上昇率(ブレイクイーブン・インフレ率・以下「BEI」)が3月以降に大きく持ち直したことで、米国の実質金利(10年物)はマイナス1%を超える水準にまで著しく低下している。過去に米実質金利が低下していた2010年から12年にかけて大幅な円高ドル安が進行したように、実質金利の低下は本来通貨安要因に位置付けられる。

しかし、米実質金利の低下は一昨年秋から続いているもので、特に最近始まったわけではない。

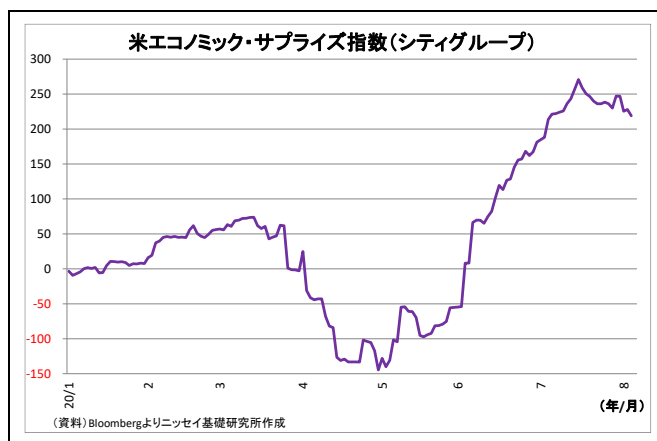


¹ 各通貨について、当該通貨と他通貨の間の為替レートを貿易ウェイトで加重平均して指数化したもので、各通貨の総合的な強弱を示す。本稿では BIS 算出の名目実効レートを使用(60カ国・地域ベース、各通貨のウェイトは2014~2016年の貿易状況に基づく)。

ここで重要なカギになるのはユーロの上昇だ。5月以降、ユーロはEUの復興基金設立期待を追い風として上昇基調に入り、その後7月下旬にはEU首脳会議で実際に合意に至ったことを受けてさらに上昇の勢いが強まった。復興基金によって欧州の景気回復期待が高まったほか、財政統合への期待を通じて南欧の財政懸念が緩和したためだ。

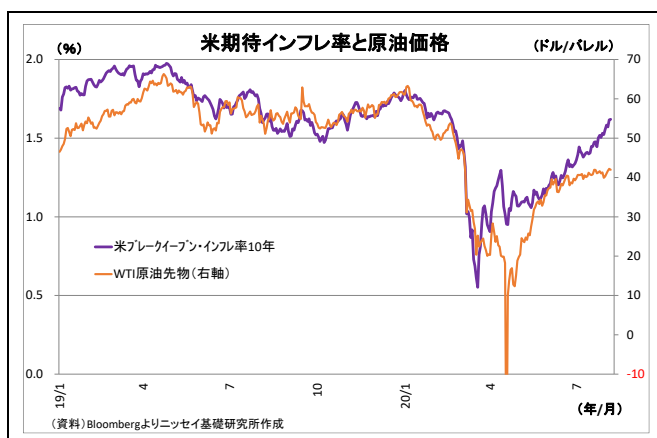
ドルを売るためには、他の通貨を買う必要がある。今回はユーロがドル売りの受け皿として浮上り、ドル安の余地が拡大したと考えられる。対ユーロでドル安が進行したことで、市場においてドル安の色彩が強まり、ドルが円を含む多くの通貨に対して独歩安状態になった。その際にドル安の主たる要因として米実質金利の低下がクローズアップされたものと考えられる。

また、7月半ば以降には、市場の予想を下回る米経済指標が増加（シティグループが算出する米エコノミック・サプライズ指数は低下）し、米国の景気回復が遅れるとの懸念が市場で台頭したことや、米中対立が先鋭化したこともドル売りの材料とみなされ、ドル安をサポートすることになった。



(悪いドル安の側面あり)

ここで、ドル安の主因となっている米実質金利の低下に話を戻すと、3月下旬以降はBEIの急上昇が実質金利の低下を促した形になっている。BEI（10年物）は新型コロナ拡大による景気悪化懸念を受けて3月下旬に0.5%台にまで低下したものの、その後はほぼ一本調子で上昇し、足元では昨年末（1.8%台）と大差ない水準である1.6%台に達している。

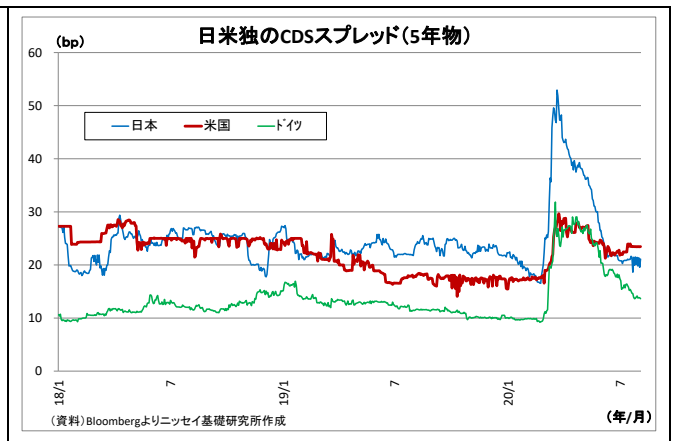
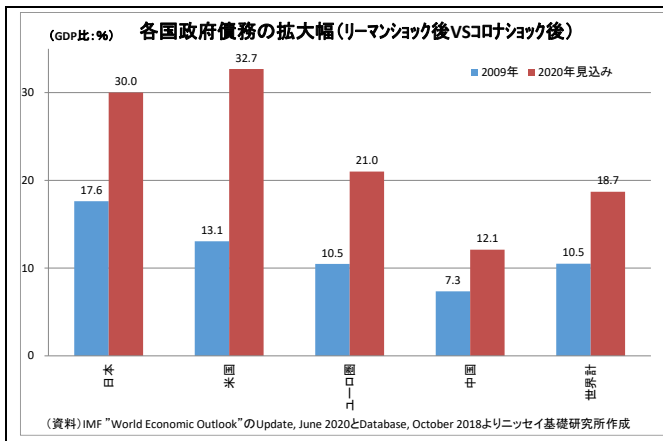


BEIには原油価格との連動性があるため、この間の原油価格の持ち直しがBEI上昇の一因になっているとみられる。しかし、6月下旬以降は原油価格が横ばい圏で推移する一方でBEIは上昇を続けていることから、最近のBEI上昇が原油価格上昇によってもたらされたとは言い難い。

また、景気回復期待が高まる場合にも需給改善期待によってBEIが押し上げられるが、既述のとおり、7月半ば以降の米経済指標には冴えないものが多いため、最近のBEI上昇を説明できない。

そうすると、最近のBEI上昇は「悪い物価上昇に対する警戒感の高まり」という色彩を帯びている可能性が高い。

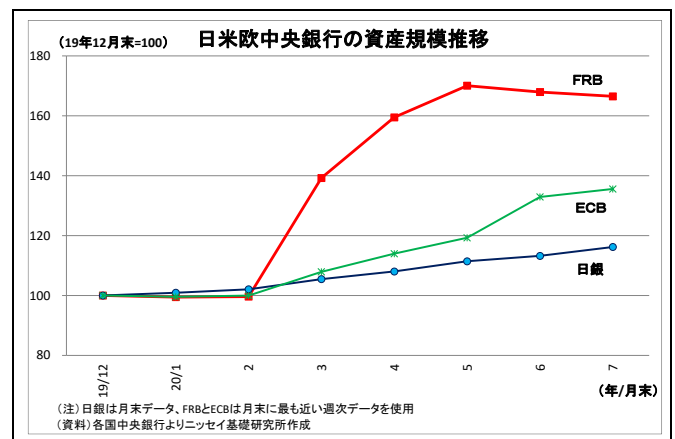
実際、各国ともに新型コロナの拡大を受けて財政支出を大幅に拡大してきたが、米国の財政拡大規模は相対的にも大きい。IMFの6月の見通しによれば、今年の米国の政府債務増加幅はGDP比で3割を超え、日本や欧州を上回る。そして、信用力を取引するCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場では、米国国債のCDSスプレッドが相対的に高止まりしており、米国の財政運営に対する市場の不安感を表している可能性がある。



また、各国の中央銀行は新型コロナの拡大を受けて大規模な金融緩和に踏み切り、国債などの資産を買入れた結果として資産が大きく拡大しているが、とりわけ FRB の資産拡大ペースは突出している。その裏側で大量のドルが供給されているということだ。

しかも、新型コロナの影響は長引くと見られることから、FRB の資産買入れが短期間で終了することは見込めない。

このように米国の財政出動・金融緩和の拡大は相対的にも大規模であることから、将来における悪い形でのインフレ発生に対する懸念が台頭し、BEI の押上げに繋がっているとみられる。NY 市場において、金価格が過去最高値を大きく更新しているのも将来のインフレに対する懸念の台頭を裏付けているように思える。



つまり、最近の円高ドル安は円高というよりもドル安の側面が強く、その背後には米国での悪いインフレ発生に対する警戒感が存在している可能性が高い。この場合、最近の円高ドル安は「悪いドル安」の側面が強いということになる。

(円高リスクの持続性)

今後についても、この円高リスクは続くと見込まれる。新型コロナが終息しない限り、米国の経済活動正常化は望めず、米政府はさらなる財政出動を余儀なくされるためだ。実際、米政府と議会の間では、現在も少なくとも 1 兆ドル規模の追加経済対策が協議されている。FRB としても、景気の下支えと金利上昇の抑制のために大規模な金融緩和を続けざるを得ず、市場においてさらなるインフレ懸念によるドル安圧力が高まりかねない。

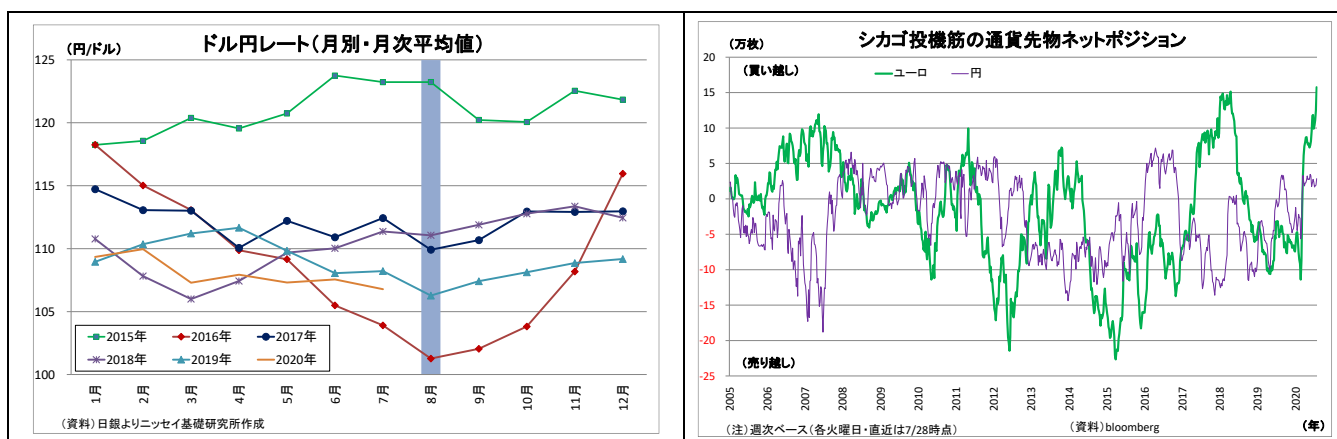
足元では、投機筋のユーロ買いポジション(対ドル)が過去最高レベルにまで積み上がっており、利益確定のドル買いに伴うドルの下支え効果も一定程度は予想されるが、当面、9月にかけては特に円高への警戒が必要な時間帯になる。

まず、もともと今月8月は「米国債の利払い・償還が多く、投資家の円転需要が高まることなどから、円高ドル安が進みやすい」というアノマリー(経験則)がある。その影響度は不明だが、実

際、8月のドル円レート（月次平均）は2016年以降昨年にかけて4年連続で円高ドル安に振れてきた。アノマリーがドル買いの心理的負担になることで円高ドル安に拍車がかかる可能性がある。

その後、9月にはFOMCがあり、FRBが低金利継続の時間軸を伸ばすといったフォワードガイダンス（政策の先行きに関する指針）の強化に踏み切る可能性がある。その結果、米国の予想物価上昇率がさらに上昇し、実質金利低下を通じてドル安圧力を高めかねない。

いずれ新型コロナに有効なワクチンが普及すれば、米国経済の正常化が可能になり、米財政・金融政策の正常化が視野に入ってくることでドル高圧力が強まると予想しているが、その実現には不確実性が残るうえ、実現するとしてもまだ時間がかかりそうだ。



2. 日銀金融政策(7月)：長期未達でも、2%目標の見直しを否定

(日銀) 現状維持

日銀は7月14日～15日に開催された決定会合において金融政策の維持を決定した。長短金利操作、資産買入れ方針ともに変更なしであった。

同時に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を「(経済活動は徐々に再開しているが、内外で新型コロナウイルス感染症の影響が引き続きみられるも) 極めて厳しい状況にある」に据え置いた。個別項目別では、設備投資と雇用・所得環境を下方修正する一方で、個人消費を上方修正している。

先行きについては、経済活動の再開を受けて今年後半から景気が徐々に改善していくとの想定を維持しており、経済成長率・物価上昇率の見通しも前回とほぼ同様となった。引き続き、黒田総裁の実質的な任期末にあたる22年度でも、物価上昇率が目標の2%を大幅に下回る水準に留まるとの見通しが示されている。

会合後の総裁会見において、黒田総裁は足元の経済について、「底を打って回復しつつある」、「既に足許で回復の様々な兆候がみられており、ある意味ではかなり急速な回復のように見える」とし

展望レポート(20年7月)			
政策委員の大勢見通し(中央値)			(前年比)
		実質GDP	コアCPI
20年度	今回	-4.7%	-0.5%
	前回	-5.0～-3.0%	-0.7～-0.3%
21年度	今回	3.3%	0.3%
	前回	2.8～3.9%	0.0～0.7%
22年度	今回	1.5%	0.7%
	前回	0.8～1.6%	0.4～1.0%

(注) 前回は4月分(レンジで表記)、今回は7月分(中央値)
(資料) 日本銀行

たが、今後については、このような勢いは続かず、「回復は緩やかなペースになるとみている」と慎重な見方を示した。

3月以降の金融緩和強化（企業等の資金繰り支援策である「特別プログラム」など）については、「効果を発揮しているとみている」と前向きに評価。根拠として銀行貸出やCP・社債残高の高い伸びを挙げた。資金繰り支援については「まだかなり続ける必要があるのではないか」との見方を示す一方で、「経済に対する下押し圧力が予想以上に長くなることになると、確かに企業によっては資金繰りの問題ではなくソルベンシー（支払い能力）の問題になっていくところが出てくる可能性がある」と警戒感を示した。

今後、追加緩和の必要が生じた場合の選択肢としては、「特別プログラムの拡充」、「長短金利の引き下げなど」を挙げ、担保の拡充については現時点での必要性を否定しつつ、「具体的な必要が出てくれば当然そういったことも考えていく」と述べた。

長期にわたって達成できず、今後も達成の見通しが立たない2%の物価目標について、その妥当性や変更の可能性を問われた場面で、総裁は「目標も適切で、手段も適切」、「様々な事情、状況によってこういう事態が続いている」との見解を示し、海外の中央銀行とともに目標を見直すことを検討する可能性も否定した。

（今後の予想）

日銀は3月から5月にかけて相次いで追加緩和や資金繰り対策の拡充に努めてきたうえ、金融市場も安定を取り戻し、国内外で経済活動が再開されて景気もひとまず最悪期を脱しているため、今回の現状維持に違和感はない。当面、日銀は新型コロナの感染動向とその影響、景気の動向と既往の政策効果を見定めるため、様子見姿勢を維持すると見込んでいる。

ただし、経済活動の回復が緩やかに留まっているため、引き続き企業の資金繰りは厳しい状況が続いているとみられる。従って、今後の銀行貸出や倒産動向などを精査し、追加対応が必要との判断に至れば、資金繰り対応策（特別プログラム、CP・社債買入れ等）のさらなる拡充に踏み切るだろう。

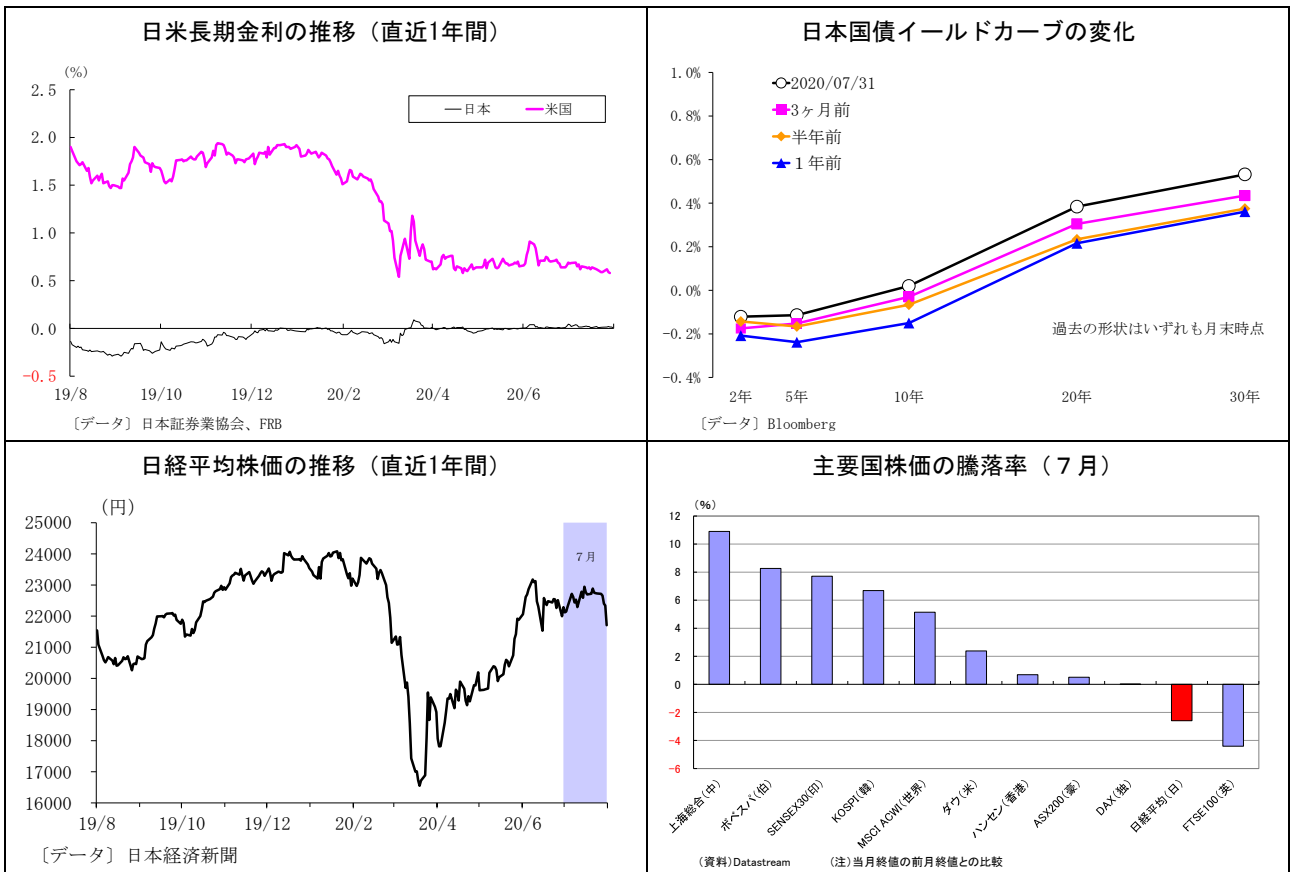
また、7月の会合以降、為替市場で円高ドル安が進んでいることから、今後は円高をけん制するために、大規模緩和を長期間にわたって維持するとの情報発信を強める可能性もある。

3. 金融市場（7月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

7月の動き 月初0.0%台半ばでスタートし、月末は0.0%台前半に。

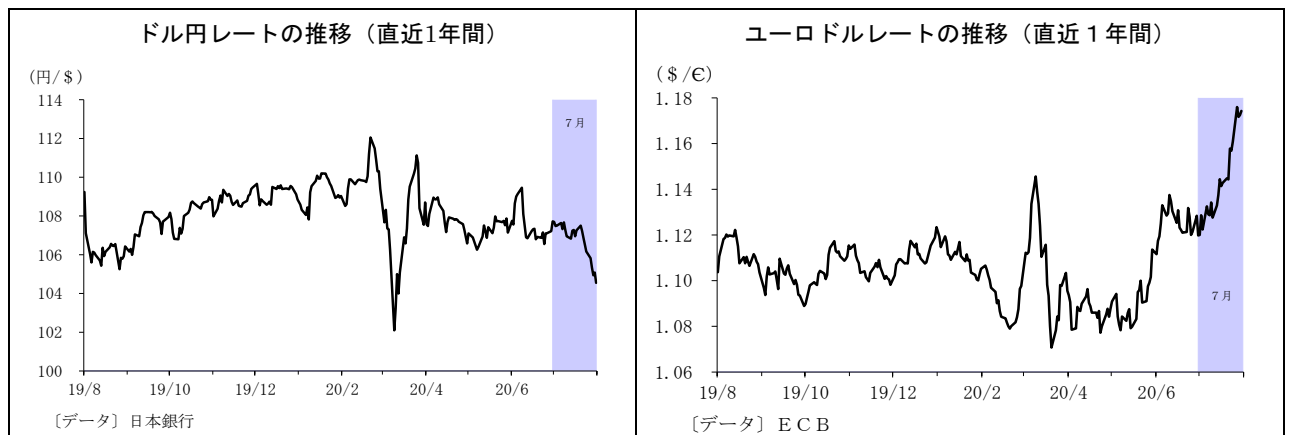
月初、日銀が前日に公表したオペ月間予定を受けて需給悪化への警戒が強まり、0.0%台半ばに上昇してスタートしたが、順調な国債入札結果が続いたことで需給悪化懸念が後退し、7日には0.0%台前半に戻る。以降、新型コロナワクチンの開発への期待からやや金利が上昇する場面もあったが、感染再拡大への警戒が上昇を抑制。国債入札で順調・無難な結果が続いたこともあり、月末にかけて0.0%台前半での安定した推移が継続した。



(ドル円レート)

7月の動き 月初 107 円台後半でスタートし、月末は 104 円台半ばに。

月初から、内外での新型コロナ感染再拡大や米中対立を受けたリスクオフと、コロナワクチン開発への期待、米経済指標改善等によるリスクオンとが交錯したことで、中旬にかけて 106 円台後半～107 円台後半での一進一退の展開に。下旬には、EU 首脳会議で復興基金が合意されたことでユーロ高ドル安が進行し、ドル円にもドル安圧力が波及。さらに米経済指標の悪化や領事館閉鎖を巡る米中対立激化がドル安材料となり、27 日には 105 円台へ。その後も米経済指標の悪化などによりドル安に拍車がかかり、月末は、104 円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

7月の動き 月初1.12ドル付近でスタートし、月末は1.17ドル台後半に。

月初、中国経済の回復期待が高まった場面でリスクオンのドル売りユーロ買いが入り、6日に1.13ドル台に。しばらく1.13ドル付近での推移が続いた後、欧州復興基金合意への期待が高まり、15日には1.14ドル台に上昇。そして、22日には復興基金が合意に至ったことでユーロ高に拍車がかかり、1.15ドル台に乗せた。月終盤も復興基金合意の余韻が残る中、米経済指標の悪化や米中対立の激化を受けたドル売りもあってユーロドルは上昇し、月末に一時1.19ドル台を付けたが、利益確定売りが入り、1.17ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2020年8月7日現在)

		2020年			2021年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利(平均)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
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	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
ドル円	(平均)	108	106	107	108	109	109
ユーロドル	(平均)	1.10	1.17	1.16	1.15	1.14	1.14
ユーロ円	(平均)	119	124	124	124	124	124

(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。