

Weekly エコノミスト・ レター

方向感を失った円相場 ～長引く円安の行方

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

- ドル円は、1月に127円台後半を付けてから一進一退となっており、歴史的な円安が長引いている。円高の動きが止まり、ドル円が方向感を失った要因としては、まず、米金融政策を巡る市場の見方が交錯して定まらないことが挙げられる。米物価上昇の粘着性を巡る不透明感が強くなっていることに加え、金融システム不安が台頭したことが米金融政策に対する不透明感を強めた。また、植田新総裁就任後の日米金融政策に対する市場の見方が揺れ動いたことも一因となっている。日米金融政策の先行きに対する見方が定まらず、日米金利差が方向感を失ったことがドル円の方向感喪失に繋がった。
- 先行きに目を転じると、ドル円は日米金融政策の方向感が定まるにつれて、緩やかに円高ドル安に向かう蓋然性が高いと考えられる。まず、米金融政策については、今月を最後に利上げが打ち止めとなり、物価上昇率の低下に伴って、来年年初から利下げが開始されると予想している。米銀の融資が減少に向かうと見込まれることも物価の抑制に寄与する。他方、日銀の金融政策については、今年7月に副作用の是正を目的とした修正が実施されると見込んでいる。これらの動きを反映して日米金利差が今後縮小傾向となり、円高ドル安の原動力になると見ている。一方、原油価格が今後やや上昇し、日本の多額の貿易赤字が続くことなどが、円高の進行ペースを抑制すると見ている。
- ただし、予見可能性が低い材料が多いこともあり、見通しの不確実性が高めであることも否めない。頭の体操として円安が長引くリスクシナリオを考えてみると、①米物価上昇が粘着質であったり、金融システム不安の影響が限定的に留まったりして、FRBが利上げを再開するケース、②植田日銀が現行のまま緩和を長期継続するケース、③原油価格が急騰して、米利上げ再開や日本の貿易赤字拡大に繋がるケースなどが挙げられる。



1. トピック： 方向感を失った円相場、長引く円安の行方

ドル円レートは、昨年秋にかけて急速な円安が進み、一時1ドル150円台を付けた後に反転し、年終盤以降は急速な円高が進んだ（表紙図表参照）。しかし、今年1月半ばに127円台後半を付けてからは主に130円台で一進一退となっており、数カ月にかけて方向感を欠く展開が続いている。

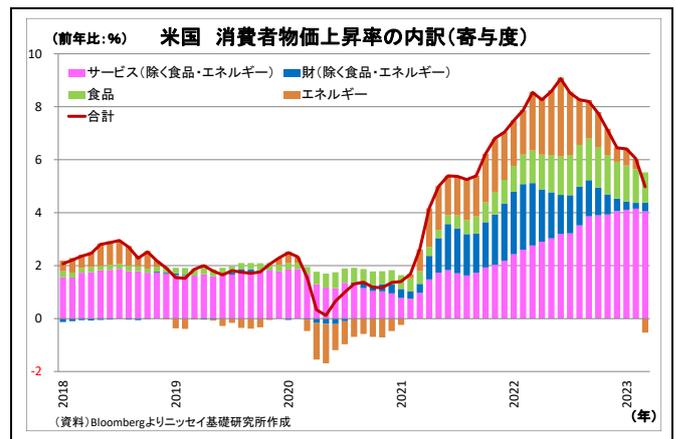
足元の水準は135円付近と2000年以降の平均（108円強）を約27円も上回っており、水準として、歴史的な円安が長引いている。

（ドル円が方向感を失った理由）

1) 米金融政策を巡る見方が交錯

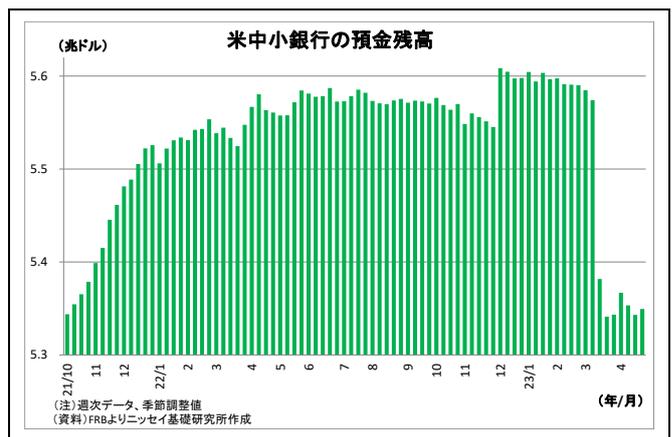
1月半ばに円高が止まり、以降のドル円が方向感を失った要因としては、まず、米国の金融政策を巡る市場の見方が交錯して定まらないことが挙げられる。

米金融政策を左右する最大の材料である米物価上昇率の動向をCPIベースで確認すると、全体としては昨年半ばにピークアウトして、伸び率の鈍化が続いている。世界的なエネルギー価格上昇の一服や供給制約の修復が進み、エネルギーや財の物価上昇が一服したことが背景にある。ただし、賃金など米国の内生的な物価上昇圧力を反映しやすいサービス領域については物価上昇率が高止まっており、未だピークアウトが確認されていない。このことから、米物価上昇の粘着性・持続性の不透明感が強くなり、物価抑制を目指すFRBの金融政策に対する不透明感に繋がっている。



さらに、3月上旬に起きたシリコンバレー・バンクの経営破綻を発端とする米金融システム不安が事態を一層複雑化させ、米金融政策の予見可能性を低下させている。3月半ば以降、米中小銀行全体からの預金流出は止まっているものの、地銀の経営破綻は断続的に発生しており、市場では次の破綻候補を探すような動きもみられる。

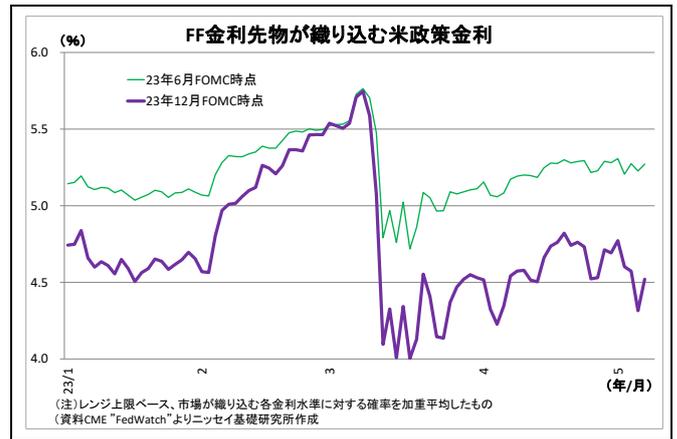
仮に金融システム不安が今後も広がり、金融危機へと発展すれば、景気の急激な悪化を通じてFRBに利下げを促すことになる。また、そこまで



行かない場合でも、預金流出への警戒や金融監督の強化などが米銀の融資減少を招き、景気・物価の下押しを通じて米金融政策にとって緩和方向への圧力になる可能性がある。金融システム不安の今後の展開や影響は読みづらく、米金融政策の不透明感に繋がっている。

ここで、FF金利先物市場が織り込む先々の米政策金利見通しを確認すると、1月以降、市場における利上げ観測が大きく揺れ動いてきたことがうかがわれる。

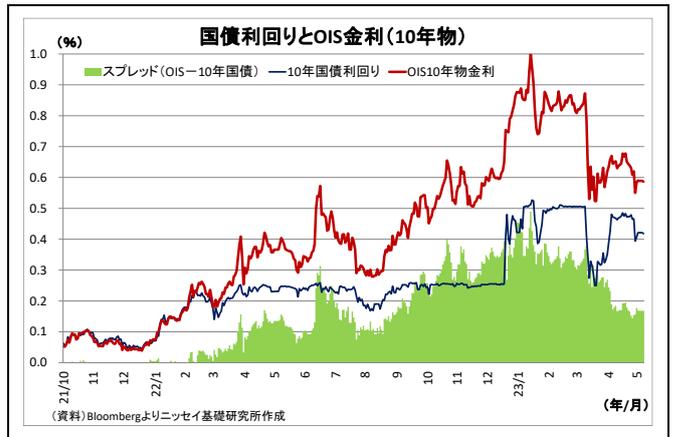
特に今年の年末時点（12月FOMC時点）で見た場合には、3月上旬にかけて堅調な米経済指標やFRB要人のタカ派的な姿勢を背景として利上げの織り込みが急速に進んだ後、金融システム不安の台頭を受けて同月中旬に織り込みが一気に剥落、むしろ利下げの織り込みが急速に進んだ。その後の織り込みは一進一退の様相となっており、米物価や金融システム不安を巡り米金融政策に対する見方が揺れ動いてきたことがわかる。



2) 植田日銀の出方を巡る見方が交錯

また、ドル円が方向感を失ったもう一つの要因として、植田新総裁就任後の日銀金融政策に対する市場の見方が揺れ動いてきたことが挙げられる。

2月上旬に植田氏が新総裁に指名されることが判明してから、同氏の過去の主張などを背景に早期の金融緩和修正観測が一旦高まった。しかし、その後の所信聴取や就任会見などを経て、「想定していたよりも緩和の継続に前向き」との見方が次第に浸透していったとみられる。



実際、日銀の制御下にある10年国債利回りと言銀の影響を受けにくいOIS10年物金利との差(OIS-10年国債)は2月以降徐々に縮小している。米金融システム不安などの影響もあるとみられるものの、この間に日銀の政策修正観測が徐々に後退していった可能性を示唆している。ただし、OIS10年物金利は未だ10年国債利回りを明確に上回っており、緩和修正観測が鎮静化したわけではない。

上記の通り、1月中旬以降、米国の物価動向や金融システム不安、植田日銀新総裁の発言などを巡り、日米金融政策の先行きに対する見方が揺れ動いて定まらず、日米金利差が方向感を失ったことが(表紙図表参照)、ドル円レートの方角感喪失に繋がったと考えられる。

(長引く円安の行方)

次に、先行き(来年末までの期間を想定)に目を転じると、ドル円レートは日米金融政策の方角感が定まるにつれて、今後緩やかに円高ドル安に向かう蓋然性が高いと考えられる。

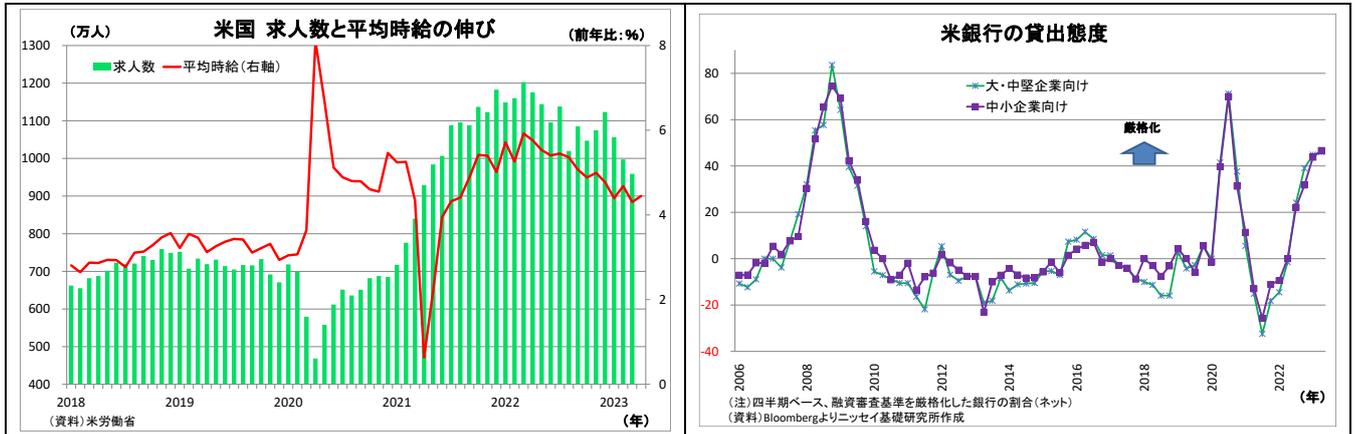
まず、米金融政策については、今月3日の決定を最後に利上げが打ち止めとなり、しばらく政策金利が維持された後、来年年初からは利下げが開始されると予想している。

FRBは今月のFOMCで利上げの打ち止めを示唆する一方、今後の追加利上げの可能性を否定していない。ただし、今後は累計5%にも及ぶ既往の利上げの効果が顕在化し、モノ・サービス需要の鈍化や労働市場の逼迫感緩和(賃上げ圧力緩和)を通じて物価の伸びが緩やかに鈍化していくことで、既述の通り、FRBは追加利上げを回避、来年からは中立金利に向けた利下げを開始すると見ている。先々の利下げが徐々に織り込まれていくにつれて、米長期金利は低下に向かうだろう。

なお、金融システム不安が金融危機へと発展する事態は回避されるものの、既に貸出態度に厳格化が見られる米銀の融資が減少に向かうと見込まれることも、物価の抑制に寄与すると見ている。

他方、日銀の金融政策については、正常化にはまだかなり距離があるものの、今年7月に副作用の是正を目的とした修正が実施されると見込んでいる（詳細は7頁に記載）。この場合、日本の長期金利はやや水準が切り上がるだろう。

以上、米長期金利の低下と日本の長期金利上昇によって、日米金利差が今後縮小傾向となり、円高ドル安の原動力になると見ている。

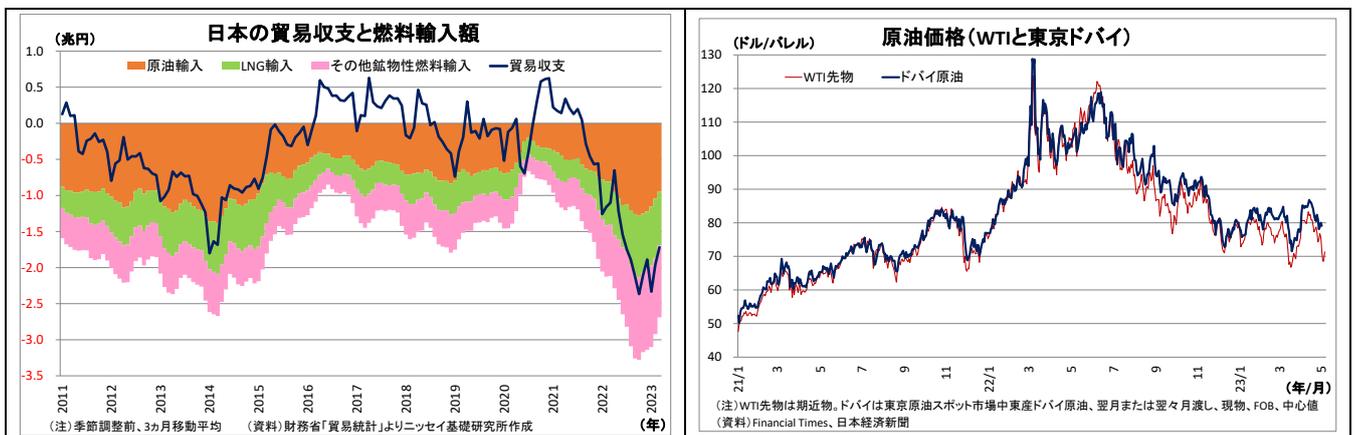


一方、日本の多額の貿易赤字が続くことが、円高の進行ペースを抑制すると見ている。

カギになるのはこれまでの赤字の大きな原因となってきた原油価格だ。最近の原油価格は軟調な推移となっているが、OPEC プラスが今月から減産を強化する中、今後はコロナ禍からの正常化過程にある中国経済の回復に伴って同国の原油需要も回復が鮮明化してくるはずだ。利上げの影響を受ける欧米の需要は冴えないものの、国際的な原油需給としては引き締まり、原油価格は足元からやや上昇すると予想している。

日本の場合、LNG の大半において輸入価格の値決めに原油価格を用いているため、原油価格の上昇は数カ月の時間差を伴って LNG 価格の上昇へと波及する。エネルギーの輸入額が高止まることで多額の貿易赤字が続き、これに伴う実需の円売りが円高圧力を緩和する状況が続くと見ている。

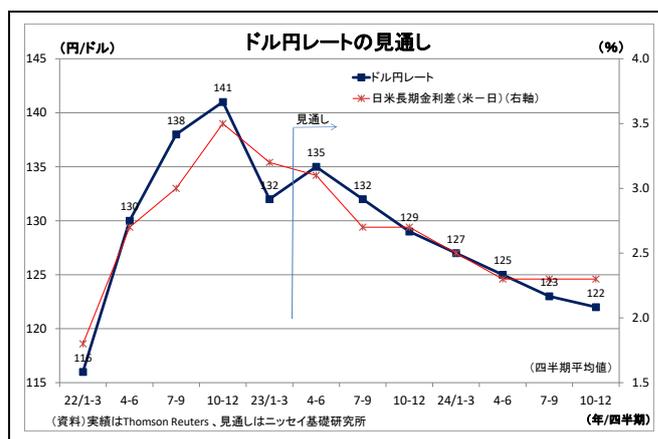
また、足元の市場が既に前のめり的に FRB による年内複数回の利下げを織り込んでいることも、ドル安（円高）の進行抑制に寄与しそうだ。



ドル円の具体的な見通しとしては、今年の年末時点で1ドル130円をやや下回る水準を予想している（詳細数値は右表参照）。

ただし、予見可能性が低い材料が多いこともあり、上記見通しの不確実性が高めであることも否めない。

そこで、最後に頭の体操として円安が長引く主なリスクシナリオを考えてみると、①米国の物価上昇が想定よりも粘着質であったり、金融システム不安の影響が想定よりも限定的に留まったりして、FRBが利上げを再開するケース、②植田日銀が金融緩和の修正を行わず、現行のままの金融緩和を長期に継続するケース、③原油価格が急騰して、米国の利上げ再開や日本の貿易赤字拡大に繋がるケースなどが挙げられる。



2. 日銀金融政策(4月)

(日銀) 現状維持(ただし、FGを修正・レビュー実施を決定)

日銀は新正副総裁就任後初の開催となる4月27日～28日の金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。長短金利操作(イールドカーブコントロール・YCC)、資産買入れ方針ともに変更なしであった(全員一致での決定)。

一方、フォワードガイダンス(以下、FG)については以下の通り、各種の変更が施された。

- ①FG部分の冒頭に「日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」との基本姿勢を追加
- ②政府によって新型コロナの5類への変更が正式決定されたことを受けて、コロナに関する文言を削除
- ③従来、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」としていた政策金利のガイダンスを削除

さらに、日本がデフレに陥ってからの過去25年間における金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけてレビューすることを決定し、声明文に記載した。

同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し(中央値)として、2023・24年度の消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)を前回1月分から0.2%ポイントずつ上方修正し、それぞれ前年比1.8%、2.0%としたが、今回新たに公表した25年度分は1.6%で2%未達との見通しを示した。25年度についてはリスクバランスも下振れリスクが優勢となっている。さらに2%に達する見通しとなっている24年度分についても、政府によるエネルギー代の負担緩和策の反動という特殊要因の影響を受けない生鮮食品・エネルギーを除くベースでは1%台後半に留まるとの説明が記載されている。

会合後の総裁会見において植田総裁は、①現在、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高いこと、②基調的な物価上昇率は物価目標に向けて高まっていくものの、時間がかかるとみられることから、「引き締めが遅れて 2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで 2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない」との認識を示した。こうした認識の下、金融政策運営の基本方針として、「経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴うかたちで 2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現することを目指していく」と表明した。

さらに、「(物価上昇率が)下がっていった後、反転してまた上がってくるというところには、様々な前提が必要で、それが本当に今後満たされていくかどうかという点につきましては、不確実性が高い」ことから、「もう少し辛抱して粘り強く金融緩和を続けたいというのが正直な気持ち」と補足説明している。

レビューについては、「目先の政策変更結びつけて何かやるというわけではない」と度々言及して政策変更との紐付けを否定。「基調的インフレ率が徐々に上昇し始めていて、(中略)安定的な 2%の可能性も出てはきているという中で、うまくいったとき、あるいはうまくいかなかったとき、少しロングレンジの話になりますが、そういうところをにらんで用意をしていく」と、その趣旨を説明した。

なお、レビューの対象期間を 25 年とする理由については、25 年前辺りから日本経済がデフレ状態に陥り、ゼロ金利制約に直面して非伝統的金融政策が始まったことを挙げた。また、レビューの実施期間を 1 年～1 年半とする理由については、総裁や新副総裁の任期が今後 5 年であることに触れたうえで、「その任期中に、ある程度のレビューの結果を出して、それを残りの任期で、ある程度は役に立てたい」と述べている。

これに関連して、レビュー実施期間中の政策変更については、「毎回の金融政策決定会合で議論して必要があれば実行していく」と、変更の可能性を否定しなかった。

また、今回削除した政策金利のガイダンスについては、「コロナ感染症に紐付けた書き方になっていて、(中略)そこがそろそろ整理していい時期に来ているということで、全体を大まかにはカットさせて頂いたうえで、新たに一番最初のところに、これまでのような金融緩和を粘り強く続けるという文言を入れ、その中で読み込むというふうに整理した」とその趣旨を説明した。

総裁は、持続的な 2%達成に関して、来年の春闘を非常に重要な要素と位置付ける一方、「厳密にそこまで待たないと判断ができないかということでは必ずしもない」とし、「(今年の物価動向や企業収益といった)来年の賃上げの程度につながるような今年のいろいろな経済変数の動きをみていく中で、これは大丈夫だというふうに思って、持続的に 2%が達成されそうだという判断に至るケースも十分あり、可能性としてはあり得る」と期待感を示した。

大規模緩和の副作用に関しては、「ところどころに出ていることも認めざるを得ない」と率直に認め、「注意深く分析を続けつつ、現在何かを考えているというわけではございませんが、政策の効果と副作用のバランスは間違えないように常に注意深く分析し、できる限り情報発信もしてい

たい」と述べた。

(受けとめと今後の予想)

今回の現状維持は、筆者も含めて大方の予想通りであったが、展望レポートでは、新たに示された25年度の物価上昇率(生鮮食品除く)が前年比1.6%に留まっており、物価目標達成に向けてやや慎重なスタンスを維持している印象を受けた。また、総裁会見でも、経済面における一部前向きな動きへの期待を滲ませつつも、基本的には粘り強く金融緩和を継続する姿勢が強調されていた印象が強い。全体的には事前の予想よりもややハト派的な姿勢であったと見受けられた。実際、市場でも会合・会見を受けて円安・株高が進むこととなった。

総裁は、今後1年~1年半かけて行われるレビューの間の政策変更の可能性を否定しなかったが、レビューでしっかりと知見を重ねたうえで、難路が想定される正常化の局面で生かすことを想定していると考えられる。もともと、来年年初には米国の利下げ開始が予想され、それと逆行する形での日銀の正常化はより困難さを増すことから、1年~1年半かかるとしても、レビューの実施が正常化時期に与える影響は限定的とみられる。

今後の金融政策の見通しについては、植田新体制は引き続き緩和的なスタンスを維持しながら、時間をかけて慎重に正常化を模索する可能性が高いと見ている。一方、副作用についてはこれまでの会見でもその存在を率直に認めたとうえで、注視・配慮していくとしているため、必要に応じて、随時対応を行っていくはずだ。

特に債券市場の機能度低下については、YCCの修正という形で遠からず対応が採られると予想している。具体的な時期としては7月末の決定会合と見込んでいる。現在、YCの歪みは解消しているものの、①今後再発するリスクが残ること、②流動性の低下といった債券市場の機能度低迷は続いていると見られることから、より市場の実勢が反映されやすくなる形へと修正するだろう。

具体的な修正方法は「長期金利操作目標の対象年限短期化(10年国債利回り→5年国債利回り)」と予想。YCの歪みとそれに伴う市場機能低下の是正を図るとともに、景気への影響が大きい短・中期金利の抑制を続けることで緩和効果の持続を狙うと見ている。植田総裁はこれまでの会見でYCCを前向きに評価しているうえ、市場や景気への配慮もあり、いきなり長期金利操作目標の撤廃に踏み切ることは避けるのではないかと見ている。

なお、マイナス金利政策の解除や長期金利操作目標の撤廃には時間がかかると見ている。①どちらも金融引き締め感が強く、短・中期の金利上昇を押し上げかねないこと、②今年終盤からは米利下げ開始が現実味を帯びてきて円高リスクが高まり、日銀が金融引き締め方向での政策変更を行うハードルが高まるためだ。

展望レポート(23年4月)

政策委員の大勢見通し(中央値)

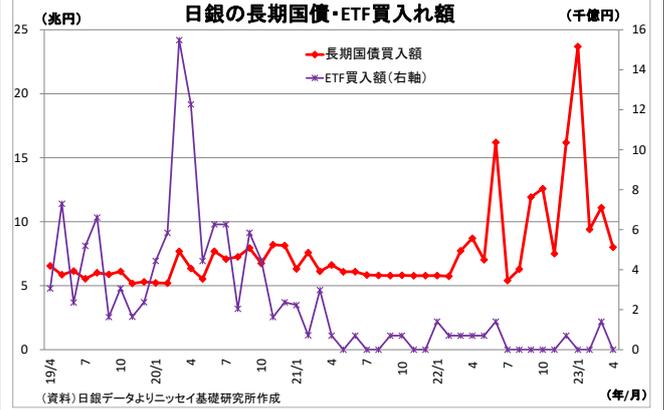
(前年比)

		実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
22年度	今回	1.2% ↓	3.0%	2.2% ↑
	前回	1.9% ↓	3.0% ↑	2.1% ↑
23年度	今回	1.4% ↓	1.8% ↑	2.5% ↑
	前回	1.7% ↓	1.6%	1.8% ↑
24年度	今回	1.2% ↑	2.0% ↑	1.7% ↑
	前回	1.1% ↓	1.8% ↑	1.6%
25年度	今回	1.0%	1.6%	1.8%

(注) 前回は1月、今回は4月分(矢印は修正状況)

コアコアCPIは生鮮食品・エネルギーを除く

(資料) 日本銀行

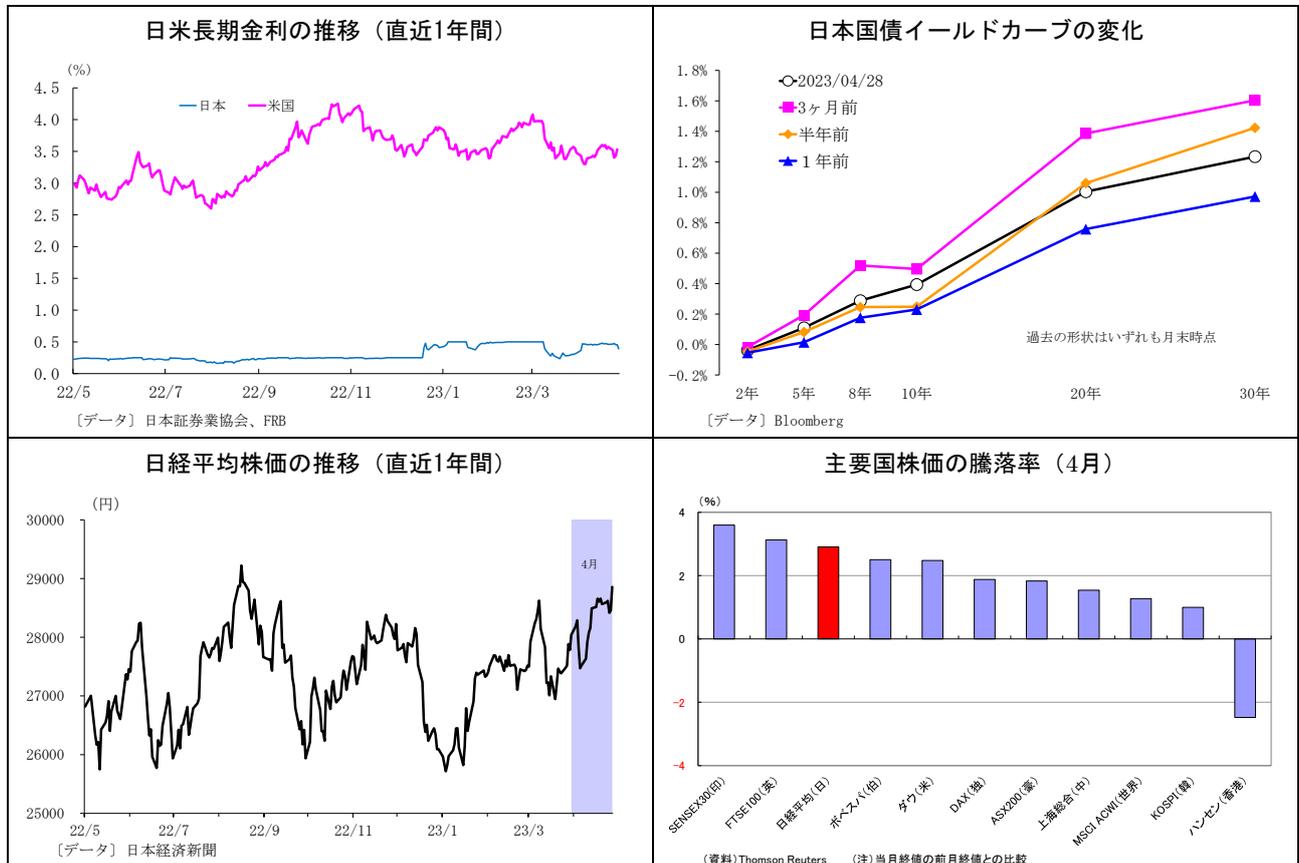


3. 金融市場(4月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

4月の動き(→) 月初0.3%台後半でスタートし、月末も0.3%台後半に。

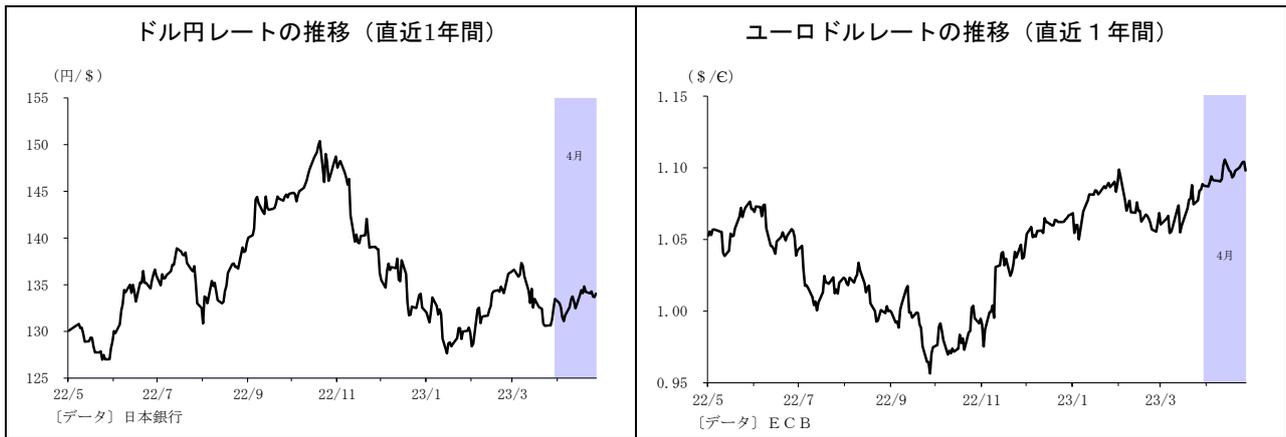
月初、日銀による緩和修正観測が蒸し返される形で上昇し、4日に0.4%台後半へ水準を切り上げる。その後は米金利の動向や国債入札の結果などを受けて多少上下しつつも、日銀の許容レンジ上限に近い0.4%台半ばから後半での推移が長期にわたって続いた。月末には日銀金融政策決定で金融緩和が現状維持となったうえ、1年~1年半の時間をかけたレビューの実施がアナウンスされたことで早期の緩和修正観測が後退し、0.3%台後半へと低下して終了した。



(ドル円レート)

4月の動き (ア) 月初 133 円付近でスタートし、月末は 134 円台前半に。

月初、冴えない経済指標が続いたことで米景気減速懸念が高まり、6 日に 131 円台前半に下落。その後は雇用統計を受けて米景気減速懸念が後退したうえ、10 日の植田日銀総裁就任会見で緩和継続方針が示されたことで 11 日には 133 円台を回復。その後も米インフレ関連指標の上昇や FRB 高官によるタカ派的な発言を受けてドルがやや上昇し、18 日には 134 円台に上昇した。月終盤は一進一退の推移となったが、月末 28 日の日銀金融政策決定会合で政策が現状維持となったうえ、1 年～1 年半の時間をかけたレビューの実施がアナウンスされたことで早期の緩和修正観測が後退し、月末 17 時時点では 135 円台後半まで円安が進行した（同日の中心レートは 134 円台前半）。



(ユーロドルレート)

4月の動き (ア) 月初 1.08 ドル台後半でスタートし、月末は 1.09 ドル台後半に。

月初、米経済指標の悪化を受けてドルが売られ、5 日には 1.09 ドル台半ばへ上昇。ECB の利上げ長期化観測も背景にしばらく 1.09 ドル台で底堅く推移した後、米 CPI の予想比下振れを受けて 13 日には約 2 カ月ぶりに 1.10 ドル台に乗せた。その後はドルの持ち直しを受けて一旦 1.09 ドル台へと下落したが、ECB 高官によるタカ派的な発言を受けて、24 日には再び 1.10 ドル台を回復。さらに独仏の経済指標改善を受けた 26 日には 1.10 ドル台半ばへと水準を切り上げた。月末は米物価指標の予想比上振れを受けてややドルが買われ、1.09 ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2023年5月9日現在)

		2023年				2024年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
アメリカ	FFレート (期末)	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50
	10年金利 (平均)	3.6	3.5	3.4	3.4	3.2	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2
ドル円	(平均)	132	135	132	129	127	125
ユーロドル	(平均)	1.07	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	142	149	147	143	142	140

(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。