

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 7 日)

2014 年の円相場見通し、論点おさらい

新年明けましておめでとうございます。昨年は大変お世話になりました。本年も迅速且つ有用な情報提供に努めてまいりますので、何卒宜しくお願い致します。 唐鎌

2014 年の円相場も「放って置けば円安」の基本認識は継続である。為替相場の変動要因として短期的には①金利、中期的には②需給、長期的には③物価があるが、足許ではどれを取り上げても目先の円安を示唆している。①や②は新味の無い自明の論点だが、③の物価がダークホース(≡攪乱要因)になる可能性にも注視しておきたい。理論的に考えれば、円安・株高を同時に正当化する物価情勢はインフレ高進であり、海外勢からすれば「アベノミクスでインフレになるから」という思いの下でトレードを進めてきた部分もあろう。事実、海外勢の中には、元よりプロバガンダに過ぎない QQE の「2 年で 2%」を真に受けている節があるため、CPI のピークアウトが事件性を以て捉えられる可能性はゼロとは言えない。また、賃金情勢が物価をフォローしない現状が続けば、世論が QQE の行く手を阻むような事態も考えられる。あくまで QQE は政治の産物であることを忘れてはならない。

～3つの変動要因で整理する円相場～

昨年12月25日発行の

『中期為替相場見通し』

でも議論したように、各種ファンダメンタルズを踏まえる限り、2014年の円相場も「放って置けば円安」という基本認識で大きな問題はな

今後1年程度を見越した場合のファンダメンタルズ

要因	円安・ドル高	円高・ドル安	備考
金利	○		金利平価的には円高だが、短期的には円安
需給(貿易収支)	○		過去最大ペースの赤字蓄積続く
物価	? ←	○	「2年で2%」は無理だが、欧米もデフインフレ
投機	○		IMMの円ショートは約1年続いている。もちろん、円高余地の拡大とも...

(資料)筆者作成

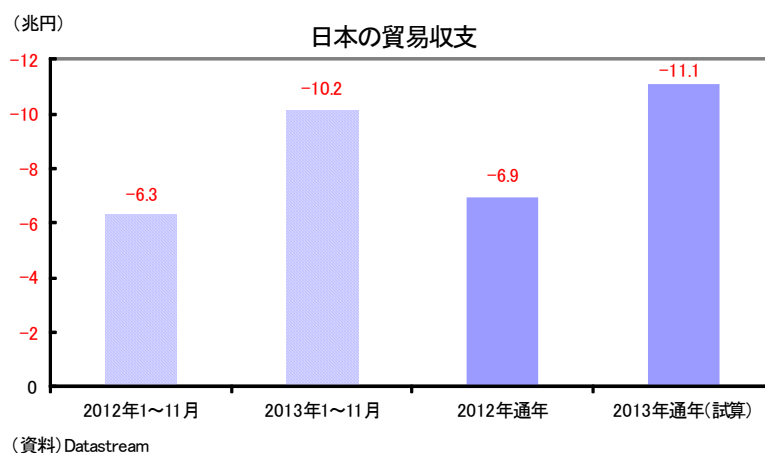
いだろう。為替相場の変動要因として短期的には①金利、中期的には②需給、長期的には③物価があるが、足許ではどれを取り上げても目先の円安を示唆している(表)。

まず、①に関し、米金利は、少なくとも現時点のFOMCメンバーの大勢が2015年の利上げを見越していることを踏まえれば、順当にいけば今年年末時点でFRBは第一回目の利上げ時期を議論している可能性がある。もちろん、金融政策運営に関し、年初の想定が年末まで生き残っていることは稀だが、昨春に持ち上がったtaperingは結果だけを見れば年内着手に落ち着いたわけで、少なくとも1会合100億ドルのtaperingを決め込みつつ、10～12月期に利上げ時期を巡って市場がざわついている可能性はある。一方、日銀の金融政策は追加緩和のタイミングを探る状況にあって、少なくとも日米中銀の目線は真逆を向いている。もちろん、イエレン新FRB議長の存在を踏まえれば、利上げ議論がさほど早くスタートするとは思えないが(筆者は本当に利上げできるのは2016年以降と考える)、「量的緩和の撤収に着手した通貨」と「量的緩和の追加が囁かれる通貨」という立ち位置が変わらない以上、日米金利差は遅かれ早かれ拡大することが運命づけられてい

る。こうした状況下、円が対ドルで上昇するのは難しいだろう。

～需給の円売りはもはや自明の前提～

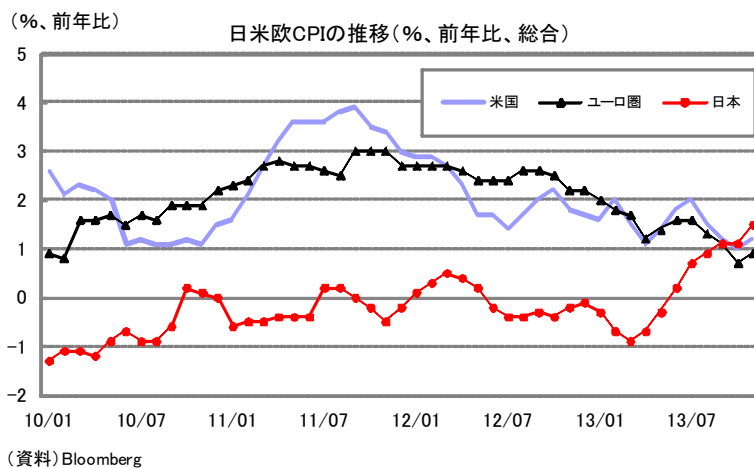
次に②の需給に関しては、既に1～11月累積の貿易赤字額が▲10.2兆円と、今月27日の12月貿易収支を待つまでもなく2013年の通年赤字が過去最大になることが確定している(図)。円安から輸出数量増加に至る経路が期待外れに終わる中で(しかも安倍首相の靖国参拝を受けて対中向け輸出の落ち込みが心配されるというリスクも重なって)、年内



に原発の順次再稼働が始まったとしても、輸入増を少々抑え込むに止まり、赤字が若干減るくらいの効果しかないだろう。企業の為替予約の存在等も踏まえ、貿易収支が為替にもたらす影響が数か月のラグを伴うことを踏まえれば、2013年に記録した過去最大の赤字は、むしろ2014年の円安要因として顕現化しそうである。本欄では2011年10月31日の史上最大の為替介入以降、「需給面では円安に傾斜した」と述べてきたが、その論点は時間と共に重要になり、今や円相場を語る上での自明の前提にまで昇華されたと考える。まずは、今月公表の2013年通年貿易収支がどの程度材料視されるか注視したい。

～ダークホースは物価～

以上のような金利や需給に係る論点はドル/円相場を語る上では誰もが挙げるものであり、はっきりいって新味がない。筆者が2014年の相場見通しを立てる上でダークホースに成り得ると考えているのは③の物価である。物価が為替相場に与える影響は5～10年程度の長期(ないし超長期)の時間軸を以て語られることが多い。だが、昨年4月4日の量的・質的緩和(QQE)導入を契機として、本邦の消費者物価指数(CPI)が総合ベース・コアベース共に注目される傾向にあり、12月は11月CPIが同1.5%上昇となったことを捉えて、円安加速の一因と指摘する声まで見られた。昨年一年を振り返れば、期待インフレ率の上下動を取り上げて値動きの材料と結び付けようとする向きもあったくらいである(それはさすがに無理があると思うが)。こうした物価周りの計数が為替相場



して、本邦の消費者物価指数(CPI)が総合ベース・コアベース共に注目される傾向にあり、12月は11月CPIが同1.5%上昇となったことを捉えて、円安加速の一因と指摘する声まで見られた。昨年一年を振り返れば、期待インフレ率の上下動を取り上げて値動きの材料と結び付けようとする向きもあったくらいである(それはさすがに無理があると思うが)。こうした物価周りの計数が為替相場

において材料視される傾向は明らかにこれまでに見られなかったことである。折しも、米国やユーロ圏のCPIが落ち込んでいる中で、日本のCPIが相対的に高い位置にある状況が続いており(図)、購買力平価上は円下落が支持されるような状況が続いている。

問題は、QQEを背景とする「円安→輸入価格上昇」のコストプッシュインフレ効果が一巡するであろう4～6月期ないし7～9月期にCPIのピークアウトが顕著になってきた場合、市場がこれをどう捉えるかである。CPIのピークアウトはQQEの頓挫、アベノミクスの頓挫として海外勢に連想されるかもしれない。その時、これまでのような円安・株高はまかり通るのだろうか。理論的に考えれば、円安・株高を同時に正当化する物価情勢はインフレ高進であり、海外勢からすれば「アベノミクスでインフレになるから」という思いの下でトレードを進めてきた部分もあろう。事実、海外勢の中には、元よりプロバガンダに過ぎないQQEにより「2年で2%」を真に受けている節があるため、CPIのピークアウトが事件性を以て捉えられる可能性はゼロとは言えない。

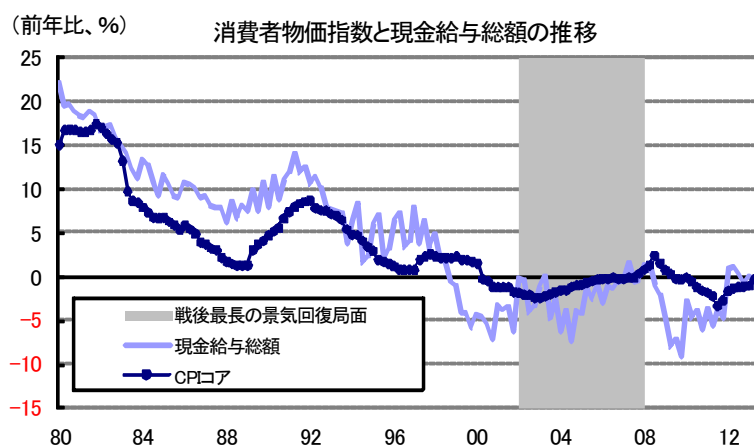
～世論がQQEを挫く日～

また、上記の想定とは異なり、4～6月期ないし7～9月期を通して、想定外に円安が進行し(例えば110円程度まで)、これによりコストプッシュ経由のCPI上昇が続いたとしても、今度は世論がそれを許すのか、という問題もある。確かにQQE導入以来、CPIは上昇しているが、賃金の上昇がそれに追隨する兆しはない。12月27日に発表された『毎月勤労統計調査』

では、11月の現金給与総額(事業所規模5人以上)が前年比0.5%増となり5か月ぶりに増加したが、問題はCPI対比での伸びである。例えば、11月分だけを取り上げれば、CPI(同1.5%)は賃金(同0.5%増)の3倍のペースで伸びており、個人消費の説明変数たる実質賃金は減少している(ちなみに、11月の実質賃金指数は同▲1.4%と、5か月連続で低下した)。歴史を振り返れば現金給与総額とコアCPIの関係は安定的な関係にあったが、2000年代に入ってから、戦後最長の景気回復と呼ばれた時代を含めても、コアCPIの伸びを上回って賃金が伸びるような状況は極めて稀であった(図)。安倍政権はこうした状況を打開しようとしているのである。

2014年の円相場に関し、国内要因で最も注目されるのは、こうして実質賃金が圧迫される状況をいつまで政治(安倍政権)が放置できるかだろう。昨日、安倍首相は恒例の伊勢神宮参拝後の年頭記者会見で「この春こそ景気回復の実感を収入アップという形で国民に届けたい。そのことが消費の拡大を通じて、さらなる景気回復につながる」と賃金上昇の重要性を説いたが、アベノミクスの心臓部が賃金動向にあることを認識しているがゆえの言葉だろう。

さらに重要なことは、賃金が伸びない中では追加金融緩和で円安・株高をさらに煽ることも難し



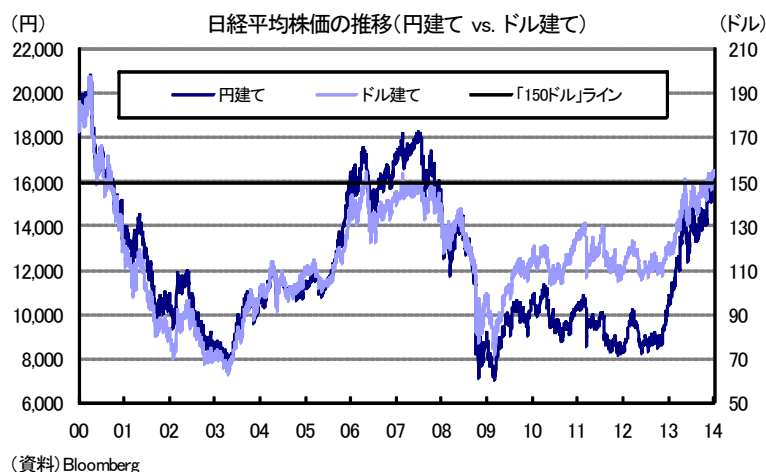
(資料) INDB、現金給与総額は「30人以上」の企業を対象。データは四半期。

くなるということであり、これまでは援軍だった世論がQQEの行く手を阻む可能性もある。QQEはアベノミクスそのものであり、政治の産物であることを踏まえれば、政治からの支持が得られなくなった日銀の金融政策運営は想定外に早く信認を喪失する恐れもある。その際、一旦は、円安・株高の基調は調整を迎えざるを得ない。

～株価:「辰巳天井、午尻下がり」を持ち出すまでもなく・・・～

また、以上のような金利・需給・物価

といったファンダメンタルズは脇に置いたとしても、円相場には株価という強力なドライバーがある。正し、昨年来、本欄では執拗に指摘しているように、「辰巳天井、午尻下がり」の相場格言を持ち出すまでもなく、日経平均株価はドル建てで見れば高値圏にある(図)。仮に、これまでの「ドル建て日経平均株価150ドル」を1つの節目と見なすのであれば、



16500円や17000円といった円建てでの高値をトライするためには110円や115円といった円安が前提になる。現状、2014年予想のコンセンサスは110円付近ゆえ、16500円付近までの上昇はあっても不思議ではないが、17000円となると市場の想定を上回る円安が必要になるか、「150ドル」を意に介さない動きが求められる。そこまでの株高が本当に可能なのだろうか。株の上値余地はさほど高くないように筆者は感じており、株の調整と共に円高方向へ調整する可能性を否定できない。

2014年1月5日号の日経ヴェリタスに掲載された市場関係者アンケートに拠れば、ドル/円予想の上値で最も多かったのが「109～111円」、日経平均株価で最も多かったのが「18000～18500円」となっているが、これはドル建て日経平均が優に160ドルを突破するとの想定に等しい。欧州や新興国の魅力が減じられる一方で、経験の無いリフレ政策に強い魅力を感じる投資家が増え、世界中のポートフォリオにおいて日本株のシェアが拡大しているというのであればこうした考え方も一理ある。だが、それもリフレ政策が奏功する、別の言い方をすればCPIや賃金が継続的に上昇することを以て正当化されることは忘れてはならない。株の上値余地を前提にして円安相場を期待することは、あくまでアベノミクスによるリフレ効果を当て込んだ上の予想になることを忘れてはならない。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内債性リスク資産、減少した外債性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応：3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)