

みずほマーケット・トピック(2014 年 11 月 10 日)

【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂

10 月 31 日に弊行ハウスビュー『中期為替相場見通し』を発行したばかりではあるが、その直後に決定された日銀金融緩和(QQE2)により、周知の通り、円相場は急落している。こうした状況を受けて、甚だ異例ではあるが、ハウスビューに臨時改訂を行うこととした。従前のハウスビューでは予測期間に亘って追加緩和の可能性は低いと見込んでおり、むしろ実質所得改善という観点から、緩和ペースを和らげるのではないかとすら予想していた。この点、本欄の想定とは真逆の展開となっており、完全に誤算であった。もちろん、日米金融政策格差や需給環境を背景に「放って置けば円安」、「心配しなくても円安は進む」と主張してきた本欄の基本シナリオは不変だが、想定外の追加緩和によって水準感に修正が必要になっている。購買力平価からの乖離や歴史的に見た需給面との兼ね合いをも踏まえ、120 円を通過点とする見立ても検討の余地が出てきている。

～改訂版『中期為替相場見通し』～

10 月 31 日(金)には弊行ハウスビューとして『中期為替相場見通し』を発行したが、その直後に決定された日銀金融緩和(以下 QQE2)により、周知の通り、円相場は急落している。こうした状況を受けて、甚だ異例ではあるが、ハウスビューに臨時改訂を行うこととした。従前のハウスビューでは予測期間に亘って追加緩和の可能性は非常に低いと見込んでおり、むしろ実質所得悪化を促す円安・物価高を抑制するという観点から、緩和ペースを和らげるのではないかとすら考えていた。具体的には、「2年で2%」の「2年」を削除し、より緩やかな期間設定を施す修正などを想定していた。先週の本欄 2014 年 11 月 6 日号『当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス』でも述べたように、それが政府の意向にも沿っているように思われたし、市場から見てもそれが自然な修正であるように思われた。だが、現実に行われたのは「2年で2%」を確実なものとするための更なる緩和拡大であり、本欄の想定とは真逆の展開である。この点、見通し作成上の完全な誤算であった。

もちろん、日米金融政策格差や需給環境を背景に「放って置けば円安」、「心配しなくても円安は進む」と主張してきた本欄の基本シナリオは不変である。だが、想定外の追加緩和によって水準感に修正が必要になったことは事実であり、予想レンジは以下のように修正した(表)。後述するよう

	2014年 1～10月(実績)	11～12月期	2015年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	100.76 ～ 115.49 (114.49)	110 ～ 118 (114)	112 ～ 120 (116)	114 ～ 123 (119)	115 ～ 124 (119)	116 ～ 125 (120)
ユーロ/ドル	1.2500 ～ 1.3995 (1.2461)	1.21 ～ 1.27 (1.23)	1.20 ～ 1.26 (1.22)	1.20 ～ 1.26 (1.21)	1.23 ～ 1.30 (1.25)	1.24 ～ 1.32 (1.26)
ユーロ/円	135.73 ～ 145.08 (142.66)	139 ～ 146 (140)	138 ～ 146 (142)	139 ～ 147 (144)	142 ～ 150 (149)	145 ～ 154 (151)

(注) 1. 実績の欄は11月10日までで、カッコ内は11月10日の午前8時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

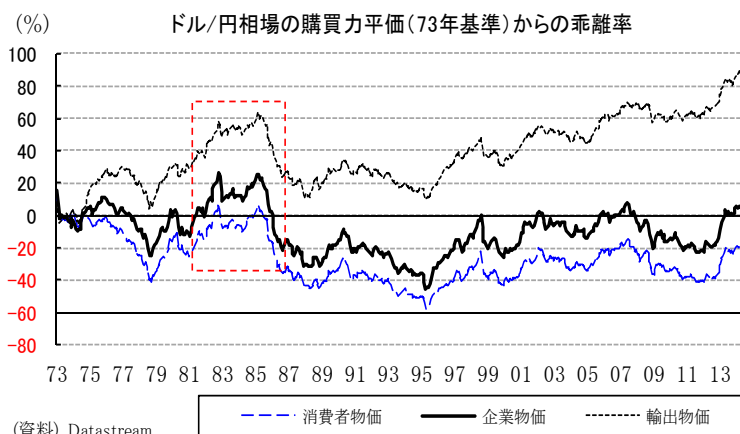
に、引き続き購買力平価やそこからの乖離を軸に考えるものの、足許の水準がここまで押し上げられ、今後 1 年間の数字を考えると、後述する歴史的に見た需給面との兼ね合いをも踏まえて水準を設定する必要があるように思われる。結論から言えば、120 円を通過点とする見立ても検討の余地が出てきていると修正したい。なお、ユーロ/ドルに関しては 10 月 31 日発行分から想定外の事態が生じているわけではないが、対円でのドル急騰が少なからず影響を与えており、若干の下方修正を行うこととした(それでも購買力平価である 1.20 を割り込むことは想定していない)。

来年 7～9 月期以降に FRB による利上げスタートが到来すると仮定した場合、利上げスタート直後にドル相場が急落してきたという経験則を尊重し、その前期である 4～6 月期までをドル高相場のピークと想定している。とはいえ、ドル/円相場に関しては下期以降に「上昇ペースが鈍る」程度の話であり、反落を想定することまではしていない。また、『中期為替相場見通し』では毎月述べていることだが、「事故的なイベント」に乗じて円高に振れることはあるだろうし、FRB の利上げが順当に進むとは限らない。しかし、後述するように、根底にある需給動向が完璧なまでに円安を示唆している状況下、やはり見通しは円安方向に設定せざるを得ない。以下、物価と需給の議論を中心に、ドル/円相場の上方修正を検討した理由を簡単に示したい。なお、こうした見方を土台に 11 月 28 日(金)には正式な『中期為替相場見通し』を発行する予定である。

～物価面から:80 年代前半同様、特殊なドル高環境になる可能性も～

上値目途の設定に関しては、引き続き、本欄や 10 月 31 日発行の『中期為替相場見通し』で述べたように、企業物価のベース購買力平価(以下、企業物価 PPP)を軸にしたいという思いは変わらない。ドル/円相場が繰り返し企業物価 PPP に収斂してきた歴史を踏まえ、これを均衡点と仮定し、「そこからの乖離がどの程度許されるべきか」を元に、上値目途を設定している。

図示されるように、1990 年以降、ドル/円相場が企業物価 PPP から上方乖離することは稀だが、点線で囲った 1980 年代前半においては最大 25% まで上方乖離するということがあった(正確には 1985 年 2～3 月頃である)。これはカーター前米大統領によるドル防衛の時代(1978～1985 年)であり、また、ボルカー前 FRB 議長がインフレ抑制のために連続利上げを敢行していた時代(1979～1981 年)と重なる。



この点、当時はドル高が進みやすい非常に特殊な局面だったと言えるが、現在もドルだけが「金利のある世界」に復帰しようとしている中、円やユーロは緩和路線を強化しており、1980 年代前半に負けず劣らずドルが好まれやすい特殊な環境と考えられる。当時と同程度の上方乖離を許容するのであれば、今年 9 月時点の企業物価 PPP が 99 円ゆえ、例えば+20%で 120 円弱、+25%で 125 円弱というイメージになり、120 円には手が掛かる。少なくとも、今年度という区切りにおいては、ここでイメージされる 120 円手前までは想定しておきたいところである。

仮に物価面からそれ以上の上値を検討するのであれば、日米物価格差が顕著に縮小し（日本の物価が相対的に上昇し）、PPP 自体が円安・ドル高方向へ持ち上げられるような展開を想定する必要がある。こうした考え方は、日本経済に関して供給制約が指摘される現状を踏まえれば、あながち否定するものではない。今回の予測期間中に日米物価格差がPPPを反転させるほど縮小するという想定は現実的ではないが、現行の金融緩和が円安を惹起し続ける限りにおいて物価は（コストプッシュで）堅調を維持する可能性はある。斯かる状況下、PPP 自体が「円高の歴史」を卒業しつつある程度の認識は予想作成上、考慮しても良いだろう。

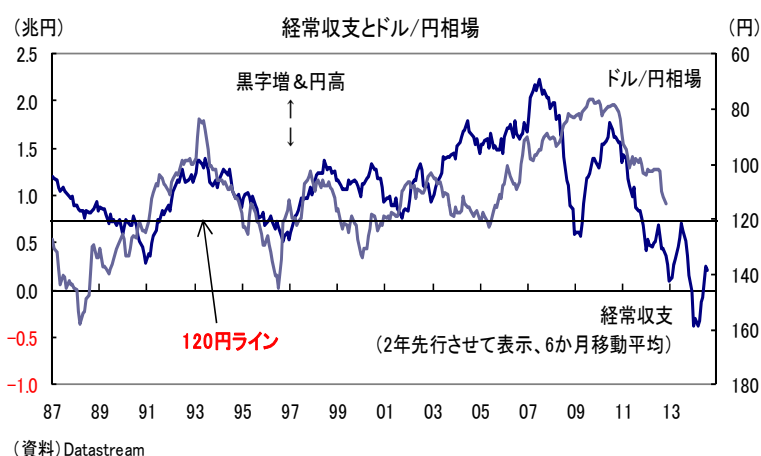
～需給面から:「120～130 円」を示唆?～

本欄の見通し作成においては長期的な視点を重視したい意向から物価測度を重視し、上述のような考え方を主軸としているが、120 円超の円安を見越すのであれば、別の測度も参考にせざるを得ない（各種 PPP から上値目途を探ることは可能だが、あくまで企業物価 PPP を重視している）。

この際、最も直感的にドル/円相場の更なる上値を示すのが需給を測度とする考え方である。下図は経常収支の変化が2年後に為替相場に影響をすることの前提に立ち、互いの動きを重ねたものである。時期により乖離はあるものの、円相場の歴史が「円高の歴史」であり、その背景に「経常黒字の歴史」があったことは想像に難くない。足許、趨勢的に見た経常収支が均衡付近まで悪化する中であって、ドル/円相場も着実にその後を追っており、歴史的な推移を踏まえれば、120 円は通過点に過ぎないように見える。

図から得られるイメージを元にすれば、少なくとも 120 円付近でドル/円相場が天井を迎えるためには毎月の経常黒字がコンスタントに 5000 億円～1 兆円程度を記録するような状況が必要でありそうである。過去 3 年（2011 年 9 月～2014 年 8 月）の経常黒字の月次平均が 2900 億円程度であることを踏まえれば、そのような水準に回復することの難易度は決して低いものではないだろう。多くの原子力発電所の再稼働に

目途が立たず、鉱物性燃料を中心として輸入金額が高止まりしそうなこと、円安が輸出数量を顕著に押し上げる見込みが薄そうなことなどを踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。図から得られるラフなイメージを判断材料とする限り、為替の中期的な変動を説明されると言われる需給環境は明らかに 120 円超の円安を肯定し、その先の 120～130 円のレンジを示唆しているようにすら見受けられる。追加緩和を受けて水準感が切り上がった今、こうした歴史的な視点も踏まえ、予想レンジに定性的に加味する必要があると感じている。



～QQE2 に絡むリスクシナリオ:「Sell Japan」～

なお、今回のハウスビューではそこまで勘案するつもりはなく、あくまでリスクシナリオとしての論点

だが、今回の円安に日本売りの要素を指摘する声もなくはない。QQE2 のフレームワークにおいては年間 80 兆円の長期国債購入が行われるわけだが、現在日銀が保有する国債のうち、約 30 兆円が 2015 年に償還を迎えることになっている(表)。つまり、マネタリーベースをネットで 80 兆円増やすためには 110 兆円を購入しなけ

QQE2における長期国債購入イメージ

	日銀保有国債残高 (2014年10月31日時点)	1,840,612
	うち2015年中に償還の国債①	299,921
	QQE2における年間の長期国債買い入れ②	800,000
	平成26年度カレンダーベース市中発行額	1,551,000
A	うち短期国債を除く分③	1,276,000
B	QQE2で購入予定の長期国債(①+②)	1,099,921

(資料) 日本銀行、財務省、Bloomberg

ればならないということだが、これは例えば今年度の長期国債市中発行額の 9 割弱(表中、 $B \div A$)に相当する。軽々に財政ファイナンスという言葉を使うべきではないし、国債の消化構造が盤石であることは国内市場参加者にとっては周知の事実だが、このような数字関係に着目して、円売りを仕掛ける海外投資家が一定数存在しても不思議ではない。

今回のハウスビュー改訂においてはそのような極端な論点まで踏まえるつもりはないが、例えば年度内に 130 円を狙うような動きが出てくるような場合は、こうした点に着目した上で『「Sell Japan」の色合いを帯びる円売り』も一考に値するかもしれない。なお、こうして国債市場へ極端な負荷が掛かっている状況に鑑みれば、追加金融緩和の余地は極めて小さいものになりつつあるように思われる。だが、そのような「普通の発想」を黒田日銀に期待することは危険であり、消費者物価指数(CPI)の 1%割れが迫れば、「10・31」の記憶を根拠に、市場としては再び何らかの追加緩和を期待せざるを得ないだろう。

以上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」に驚きずめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO (TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを込めかつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～