

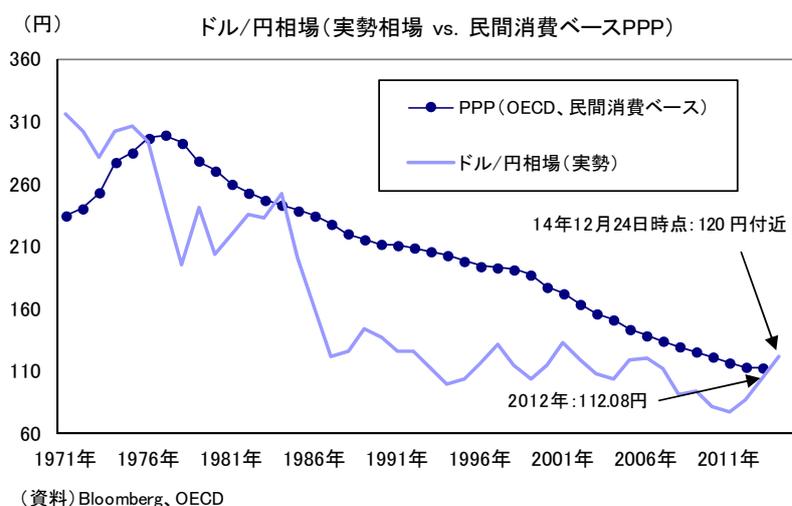
みずほマーケット・トピック(2014年12月25日)

## 2015年の円相場～見通しのポイント～

2015年のドル/円相場見通しに係るポイントを簡単に整理しておきたい。本欄では繰り返し述べてきたように、今次円安局面は、かつてのような貿易黒字もなければ、高めの実質金利もないという状況で迎える初めてのものであり、引き続きこれまでの経験則はあてにならない。こうした状況下、2015年も円安基調が続くとの基本的認識で問題は無いだろう。だが、実質実効円相場や交易条件の動きに照らして、「過度な円高」が解消しつつあるのも事実であり、これまでのように「ファンダメンタルズに則した円安は当然」とも言い切れなくなってくる状況も想定はしておきたいところ。本欄では執拗に述べているように、2015年を展望する上での最も重要な論点は金融政策(日銀)の追求する円安を通貨政策(政府)がどこまで看過できるかという大局的な視点。

### ～「プラザ合意以来の動き」に挑んだ2014年～

昨年(2014年)の本欄12月26日号では『2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～』と題したレポートを発行した。レポートの中では「プラザ合意以降、1度も破られたことの無いOECD算出の民間消費ベース購買力平価(113.33円、※現在は改訂されて112.08円)に挑戦する年」と述べた。これはプラザ合意以降、ドル/円の実勢相場がOECD算出の民間消費ベース購買力平価



を上抜けることはなかったという経験則を尊重したものだが、実際は112円どころか、122円目前まで上昇した(2014年の同購買力平価は未公表だが、昨年から10円近く修正されることは考えられないだろう)。水準に関しては幾度か修正を施すことになったが、「2014年がプラザ合意以降の値動きに挑戦する年」という見立て自体はそれほど外れたものではなかった。

本欄<sup>1</sup>では繰り返し述べてきたように、今次円安局面は、かつてのような貿易黒字もなければ、高めの実質金利もないという状況で迎える初めてのものであり、これまでの経験則は必ずしも役に立たないと考えた方がよい。これは2015年を展望する上でも重要な認識である。本日の本欄ではドル/円相場の2015年見通しを考える上でのポイントを簡単に示すが、ユーロ/ドルを含めた見通し

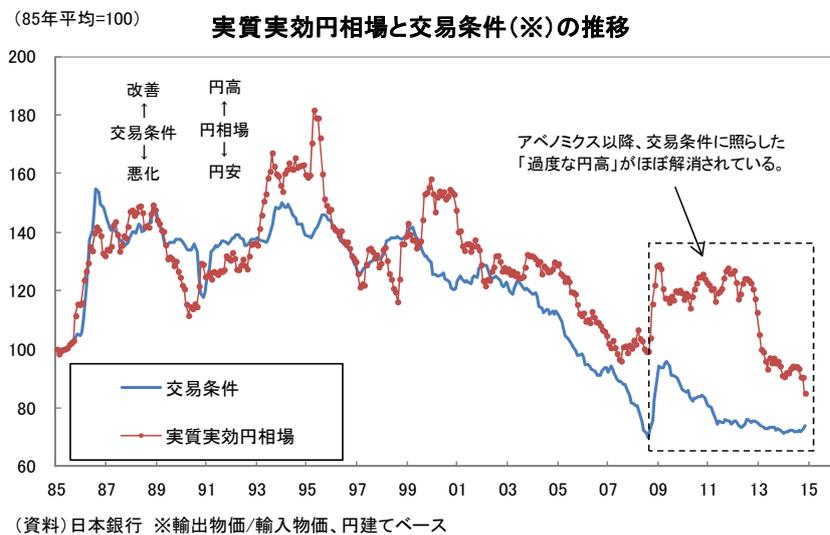
<sup>1</sup> 例えば本欄2014年11月18日号『過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～』などをご参照下さいませ。

のさらなる詳細は明日発行予定の『中期為替相場見通し』をご参照頂きたい。

### ～2015 年は「過度な円高」の解消が完了する年か～

2014 年 11 月時点で、実質実効円相場は 1973 年 1 月以来、約 40 年ぶりの低水準まで下落している。今年に入ってから繰り返し述べてきたように、本欄では 2000 年以降に見られてきた交易条件指数の悪化(下落)は均衡為替水準の下落を示唆しており、アベノミクス以降の実質実効円相場の下落もこれと整合的であると考えてきた。より具体的には、交易条件指数の悪化は国際競争に晒された結果として輸出物価が上げられない一方、2000 年以降の商品価格が急騰したことで輸入物価が上がってきたことの結果であると考えてきた。特に過去 2 年に関して言えば、アベノミクスを受けた急激な円安によって円建てで見た輸入物価が急激に悪化したことも忘れてはならない<sup>2</sup>。

図示されるように、金融危機後の超円高は交易条件指数の悪化に対してやや行き過ぎた印象があったが、アベノミクスによりその乖離はほぼ解消されつつある。筆者は 2015 年のドル/円相場の方向感も基本的には円安で問題ないと考えているが、その一方で既に理論的に指摘し得る「過度な円高」が解消されつつある中で、どこかで円安のペースが鈍る可能性もあると



考えている。端的に言えば、2015 年は「過度な円高」の解消が完了する年になり、これまでのように「ファンダメンタルズに則した円安は当然」とも言い切れなくなってくる状況も想定したい。例えば、原油価格の急落を受けてごく直近に関しては交易条件の改善も見られており、均衡為替水準の下落も漸く終点が見え始めている。今直ぐではないにしても、原油価格がこれ以上下がってくれば、交易条件の改善が明確に円高方向を示唆する展開も有り得る。

円安ペースが小康を得るとして、そのタイミングを特定するのは難しいが、FRB の利上げスタート直後などは歴史的にドル相場が急落することが多かった。「噂で買って、事実で売る」という展開に陥りがちな為替市場の特質も踏まえれば、相場の潮目が変わるタイミングとして FRB の利上げスタートは要警戒したい(円安・ドル高シナリオに対するリスク要因については、明日発行の『中期為替相場見通し』をご参照下さい)。

### ～「過度な円高」もあれば「過度な円安」も有り得る～

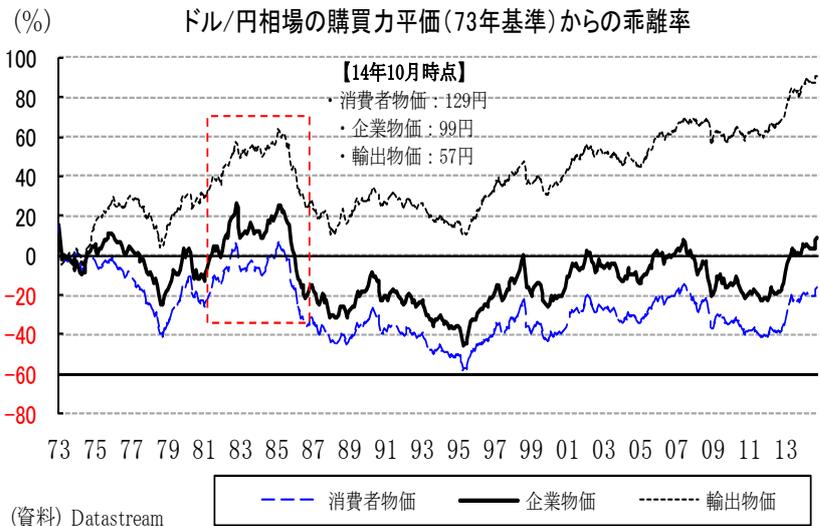
但し、「過度な円高」の解消が完了したからといって、必ずしもそこで止まるとは限らない。「過度な

<sup>2</sup> 誤解の無いように付言するが、輸入物価の上昇はあくまで商品価格の騰勢によって惹起されたものである。そのため、仮に契約通貨建てで見ても輸入物価は上昇しており、結果として交易条件が悪化してきた経緯がある。あくまで円安は副次的要因である。

円高」があったのだから当然「過度な円安」があっても不思議ではない。毎月▲1兆円近くの貿易赤字を出し、国内投資家においては投資妙味の観点から外貨建て資産を視野に入れざるを得ない（円建て資産は大幅なマイナス実質金利なのだから）という状況に加えて、新発債の90%超がコンスタントに中銀に吸収されているという構図は、あまりにも分かりやすく円安を示唆している。自己相関の度を強めやすいという為替という資産の特質を踏まえても、一時的に「過度な円安」が発生する可能性は完全には否定できない。なお、米金融政策の行方に関しては本欄では詳述しないが<sup>3</sup>、現状のところ、利上げスタートは「最速4月、遅くても9月」がコンセンサスと見受けられ、日米金融政策格差は改めて指摘するほどの論点ではないと考える。

～具体的な注目水準はやはり「130円」～

具体的な水準としてはやはり「130円」に注目である。目先注目される節目は2007年6月22日につけた「124.14円」であり、ここを超えてくれば2007年夏から続いてきた円高局面が名実共に完全に終焉したと見る市場参加者は多そうである。しかし、本欄や『中期為替相場見通し』では1980年代前半にドル/円の実勢相場が企業物価ベース購買力平価(以下企業物価 PPP)から約



20% (最大で26%程度)まで上方乖離していた事実を踏まえ、ドルだけが金融政策正常化を図る2015年にも同程度のオーバーシュートがあっても不思議ではないと考えている。具体的には、「企業物価 PPP(99円) × 1.26 ≒ 126円」までは、経験則を逸脱した動きとは言えない。また、同時期の実勢相場は消費者物価ベース購買力平価(消費者物価 PPP)に収斂していたと見ることも可能であり、これが現状では129円程度となっている。経験則で言える範囲内の水準に限ったとしても、やはり130円程度までのドル/円上昇は予想し得るのではないかと考えている。

～通貨政策(政府)と金融政策(日銀)の足並みを揃えられるかが最大の見どころ～

但し、本欄2014年12月15日号『衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性』や本欄2014年12月17日号『2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～』でも述べたように、2015年の円相場見通しがこれまでのそれと決定的に異なる点は「通貨政策(政府)がどこまで円安を看過できるか」という政治的配慮も勘案しなければならないことだろう。本当のところは政策当局者しか分かり得ないゆえ、あくまで政府・日銀はハロウィン緩和時のロジックを貫くことを予想のメインシナリオにするのが自然だろう。それは要するに、消費者物価指数(CPI)やインフレ期待が下がってくれば再度「次の一手」を打ち込むというスタンスであり、この路線を走っている限り円高に戻ることは有

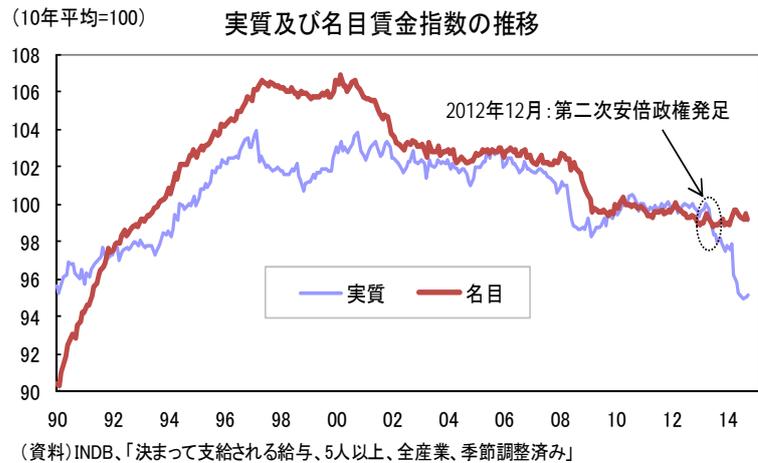
<sup>3</sup> 本欄2014年12月18日号『FOMC(12月17～18日開催分)を終えて』などをご参照下さい。

り得ない(端的に言えば「円高にしない」という政策なのだから当然である)。

だが、既に見られている実質所得の悪化に対し政治的な懸念が及び始めた場合<sup>4</sup>、この路線は変更を余儀なくされ、2012年11月から続くゲームのルールが変わることになる。その際は、水準だけでなくパスについても修正が必要になるだろう。そうした展開はあくまでリスクシナリオだが、2月の10～12月期GDP(1次速報値)や4月の統一地方選挙などは現行路線の正当性を問う契機として

要注目したいイベントである。現状では通貨政策(政府)が金融政策(日銀)に足並みを合わせる構図が続いているが、片や政府は円安対策との名目で円安の副作用を押さえ込みにいつている。こうした歪(いびつ)な状態がどこまで継続し得るのかという大局的な視点が2015年の円相場を考える上で最も重要になってくるのではないと思われる。

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](mailto: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。

<sup>4</sup> 図示されるように直近の実質賃金指数は漸く下げ止まりの兆しが見受けられる。ここもとの原油価格下落を受けたものだが、原油価格が更に続落し、名目賃金が上昇を続けた場合、実質賃金が前年比で増勢を取り戻す可能性はある。その際、原油価格下落の寄与が大きいながらも、日銀が政策効果の発現を全面的に喧伝する展開が想像される。

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12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件として円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミックスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミックス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
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～本場の勝負はこれから～
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～経路別に照らせば利上げ？～
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～伸び悩み実質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投収益などについて
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」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレン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～曇り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関して
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TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について