

みずほマーケット・トピック(2015年1月5日)

2015年、日米欧の3大コンセンサス

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

2015年、注目される市場コンセンサスを日米欧について各々指摘するとすれば、①米国はFRBの利上げ(とそれに伴うドル高)、②日本はドル/円相場の130円接近(もしくは到達)、そして③ユーロ圏はECBの国債購入(ソブリンQE)スタート。①に関し、どれほどのペースと幅をもって利上げが進捗するのかという疑問は残るが、2015年見通しの礎がFRB利上げにあることは間違いない。また、②に関し、過去のレンジを踏まえれば、130円は決して踏み込んだ予想とは言えず、引き続き通貨政策と金融政策の捻じれに着目していきたい。最後に③についてはもはや既定路線となっているが、本当の問題は矢継ぎ早の緩和にも拘わらず、物価が上がるどころか下がっているという事実だろう。今年のECBも日銀化の傾向を更に強めるはず。なお、欧州については総選挙に絡めて「Brexit(ブリグジット、英国のEU脱退)」が話題になる展開も注視したい。

～①米利上げ、②130円接近、③ECBのQEスタート～

2015年、注目される市場コンセンサスを日米欧について各々指摘するとすれば、①米国はFRBの利上げ(とそれに伴うドル高)、②日本はドル/円相場の130円接近(もしくは到達)、そして③ユーロ圏はECBの国債購入(ソブリンQE)スタートなどが挙げられるだろう。②は①の結果という側面が大きいと思われるため、厳密に言えば①と②はセットとも考えられるが、本欄では常々述べているように、金融政策格差がなくとも、需給面から円安が支持される環境は根強い。②は①がなくとも実現し得るシナリオと筆者は考える。この点、昨年下半年以降に見られる経常収支の回復基調を丁寧にウォッチすることが、今年の円相場を展望する上での隠れた重要ポイントになってくるように思う。

～15年見通しの礎となる米利上げ～

得てして市場がコンセンサスと決め打ちするストーリーはそうならないことも多いが、少なくとも今年最大のコンセンサスは①であり、これを前提として前半のストーリーを作ることに異論は少ないだろう¹。その後、どれほどのペースと幅をもって利上げが進捗するのかという疑問は残るし、米株の高値警戒感からも目が離せないが、それでも従前のFOMCを踏まえる限り、「年内に利上げ着手」の確度自体は高い。そしてこうした利上げ期待に乗じてドル高が続くと見るのが最もオーソドックスな為替相場見通しである。FRB利上げは2015年見通しの礎と言える。

だが、実際に利上げ着手された後は、実質的には引き締め効果をもたらすドル高が、ディスインフレ傾向の強い米経済においてどこまで甘受されるのかという論点がクローズアップされる可能性はある。例えば、利上げを受けて住宅関連指標に動揺が見られ始めた場合、現下の株高は維持が

¹ こうした状況下、敢えてドル高・円安にならない可能性については本欄2014年12月9日号『今、敢えて考える円高リスク』をご参照ください。

難しくなるだろう。そうした懸念は当然 FRB でも共有されていると推測されるため、利上げはせいぜい四半期に1回程度のペースで行われ、最終的には4%弱までにしか至らないのではないかと筆者は考えている。現状、FRB スタッフの抱く長期経済成長率(≒潜在成長率)見通しが「2.0~2.3%」であり、理想とするインフレ率が「2%」とすれば4%強が米国の中立金利ということになるが、米国の潜在成長率が果たして2%台にあるのか、またはインフレ率の2%回帰は有り得るのかといった論点について疑義が生じる中で中立金利が4%強ではなく4%弱という可能性も十分考え得る。

なお、米利上げと為替相場の関係に因んでは、2015年を2つの局面に分けて考えたい。まずは2014年以降のストーリーをそのまま継承できるだろう「利上げ前」のドル高局面(筆者の現時点の想定では1~9月)、そして「利上げ後」のドル高ペース減速(ないしドル安)局面(10月以降)である。但し、後者において注意が必要なことは、円相場は引き続きペースは落ちても円安・ドル高が続く一方、ユーロ相場は元来のファンダメンタルズの強さが再評価されユーロ高・ドル安になる可能性があるということである。この想定が正しければ、2015年後半に最も上昇しているG3通貨ペアはユーロ/円になっているかもしれない²。

~130円到達はサプライズではない~

次に、ドル/円相場見通しについては「130円」が1つのキーワードになる。現状、130円への到達はコンセンサスとまでは言い切れないが、その水準に接近するとの見通しは多い。例えば、日経ヴェリタス1月4日号『2015年市場関係者アンケート』では市場関係者の予想するドル/円相場見通しに関し、高値平均が128.08円、安値平均が112.14円となっており、130円に手を掛ける展開は決してサプライズとは言えない。具体的には回答者の3割が130円台到達を予想し、124~126円の値幅で言えば4割が予想しており、今年のドル/円相場の注目点が130円に到達するか否かという点に凝縮されていそうなことは想像に難くない。

過去の本欄³でも述べたように、130円到達は決して踏み込んだ予想ではない。ドル/円相場の過去5年ないし10年の平均年間レンジは概ね14~16円といったイメージであり、本日の水準(120円台半ば)から仮に5円ほど円高に振れたとしても、130円程度までの円安は過去のレンジイメージに照らしてそれほど無理な話ではない。裏を返せば、例えば「年内の上値目途125円」ということは今年の円安余地はあと5円弱しかなく、歴史的な平均レンジの残余分である10円弱は円高方向に分配され得るといったイメージになる。もちろん、円安方向に5円、円高方向にも5円程度という解釈も可能だが、それは「変動相場制移行後の最小レンジ(10.18円)を目指す」ということになり、そちらの方が踏み込んだ予想に思われる。

もちろん、企業物価ベース購買力平価(PPP)への収斂を再び目指すのであれば足許から110円程度までの円高も完全否定するものではないが、当面の内外金利動向や需給環境がそれを許すのかは疑問である。FRBの正常化路線頓挫や地政学リスクの本格化、原油価格の更なる急落等が円の大きな買い戻しを促す可能性はあるが、それはメインではなくリスクシナリオである。

結局、130円が踏み込んだ予想のように聞こえるのは既に120円の段階で実質所得の悪化が表面化してきており、「130円になったら日本経済はどうなってしまうのか」という円安コストに係る懸念

² 2014年12月26日発行『中期為替相場見通し』をご参照ください。

³ 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~』をご参照ください。

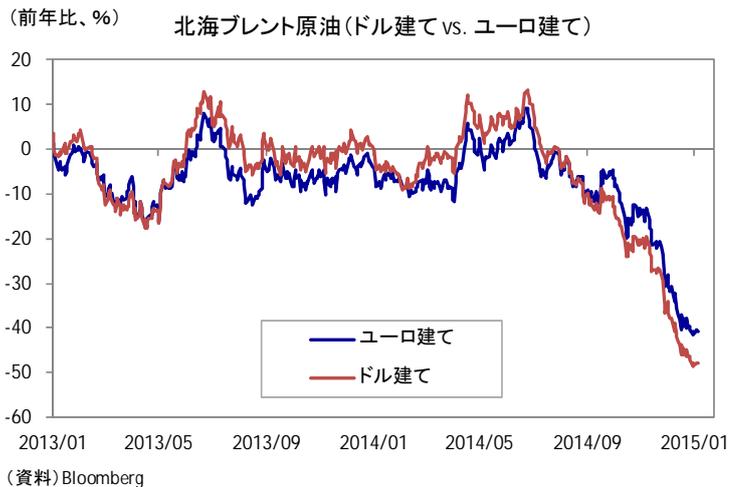
が暗に気にされているからではないか。それは転じて「130 円超の円安を政府は見過ごさない」というシナリオを暗に気にしているとも言えるが、これは本欄⁴で執拗に議論してきた「通貨政策と金融政策の捻じれ」ないし「実現不可能なポリシーミックス」という論点であり、2015 年に最も注意すべきリスクシナリオだと筆者は考えている。

～既定路線となった ECB の QE～

最後にユーロ圏については、③の ECB によるソブリン QE 導入がもはや既定路線と理解されており、これに準じる格好でユーロ相場は値を下げている。ドラギ ECB 総裁による断続的な QE 示唆の結果、今朝方の時点でユーロ/ドルは 1.20 を割り込み、一時 1.18 台と 6 年ぶりの安値まで下落している。こうした直近の相場や 1 月 22 日の ECB 理事会プレビューについては明日以降の本欄で改めて議論したいが、少なくとも QE 導入に関し「早ければ 1 月、遅くとも 3 月（※2 月は理事会なし）」という市場コンセンサスが形成されていることは重要な事実である。既に 12 月理事会で「次の一手」が全会一致であることに拘らない姿勢を明確化させている以上、ドラギ総裁はその時が来れば多数決で突破するに違いない。煎じ詰めれば、今後、バイトマン独連銀総裁が何を言おうとも、ECB の政策ウォッチをする上では何ら意味を持たない可能性も出てきているのが現状である。

問題は QE を含む矢継ぎ早の金融

緩和をもってしても消費者物価指数 (HICP) が全く上がってこないどころか、下がっているという事実である。最近の原油価格急落も背景に、今後、HICP は断続的にマイナス圏へ突入する事態もリスクシナリオとして想定される。2012 年 11 月のサプライズ利下げ以降、ECB は明らかに為替相場の低め誘導を念頭に政策を運営してきたが、図示されるようにユーロ相場下落以上に原油価格の下落が大きいため、原油価格はユーロ建てで見てもやはり急落している。結果、原油価格が HICP を押し下げる経路は厳然と残っており、現在のゼロ近傍からマイナス圏へ転落する可能性は十分考えられる。



1 月にしても、3 月にしても、ソブリン QE を導入した後にこのような事態が慢性化した場合、ECB は戦力の逐次投入を迫られる可能性がある。ドイツ 5 年債金利までもがマイナス圏に突入している状況下、果たして市場の欲求を満たす程のペースと量をもって QE の修正を行うことができるのだろうか。ECB は徐々に、しかし確実に日銀化の傾向を強めていると考えられるが、その舵取りは日銀が経験したものよりも難しいということが今年、露呈してくるのではないかと筆者は予想している。

⁴ 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』や同年 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』などをご参照ください。

～欧州は Brexit にも注目～

なお、ユーロ圏に限らず、EU 全体に焦点を当ててみると、よりトピックは多い。まず、昨春以来続いている対ロ関係悪化の行方である。既に解説するまでもなく、欧州がロシアに対して行った経済制裁はロシアの経済・金融情勢の悪化を通じて国際金融市場に動揺をもたらしている。ユーロ圏に目をやれば、ドイツの景況感指数は昨春以降、長らく大きな悪化を迫られてきた(直近 2 か月でようやく改善の兆しがみられ始めている)。足許の域内経済環境が芳しくないことを踏まえれば、対ロ関係の悪化をどこまで放置すべきなのかという論点について、域内でも意見対立が見られてくる可能性もあろう(例えば実体経済の停滞が著しいフランスでは制裁緩和を求める論調も出始めている)。

また、英国と EU の関係も見逃せない論点である。既に総選挙モードに突入したギリシャだが、5 月には英国でも総選挙が行われる。反 EU 色を前面に押し出す英国独立党(UKIP)がどこまで議席を伸ばすかなどが注目されるが、総選挙で政権を維持できた場合、2017 年までに EU 離脱の是非を問う国民投票を実施するというキャメロン英首相(保守党)の方針もクローズアップされてくるだろう。左傾化しなければ支持を得難い状況を背景に、昨年 11 月、キャメロン首相は EU からの移民を規制しなければ離脱を辞さない方針を改めて吐露しており、こうした瀬戸際交渉に対し、メルケル独首相が「移民制限が条件なら(英国の)離脱止む無し」と述べたことが報じられ話題となった。5 月総選挙の行方次第では「Brexit(ブリグジット、英国の EU 脱退)」が相場で脚光を浴びる可能性はあり、ユーロ相場にとっては確実に重石になる材料と考えられる。英国総選挙と Brexit については改めて本欄で取り扱う機会を設けたい。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
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そして円安の関係
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)未滿の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】『中期為替相場見直し』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～量み掛けるような円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～)