

みずほマーケット・トピック(2015年2月24日)

## 円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～

本欄や『中期為替相場見通し』では長らく「放って置けば円安」をメインシナリオとしてきたが、これにまつわるリスク要因として6つの論点を掲げてきた。これらの要因は昨年末時点では取るに足らないものであったが、今年に入ってから本邦絡みのリスクがクローズアップされるようになっており、とりわけ金融政策が通貨政策の意向を汲む形で両者の捻じれが修正されつつあることは重要。年内「130円」の見通しは日銀がハロウィン・ロジックとの整合性を重視した上で追加緩和を行うことが条件だが、追加緩和のハードルは確実に上がっているのが現状。4月の統一地方選挙が終わり、コアCPIのマイナス定着が視野に入る状況になっても、尚、政府が円安を忌避し、日銀が追加緩和を退けるような状況になれば、年内「130円」の予想は修正を検討せざるを得ない。

### ～存在感を強めるリスク要因～

本欄や『中期為替相場見通し』では長らく「放って置けば円安」との基本認識の下、紆余曲折はあれども方向感として円安が続くことに違和感がない旨をメインシナリオとしてきた。だが、見通しである以上、必ずリスクはある。この点、昨年の本欄12月9日号『今、敢えて考える円高リスク』でも議論した通り、例

円安・ドル高を阻むものは何か？

	リスク要因	備考
米国	① 歴史的なアノマリー	歴史的にFF利上げ直後にドル急落してきた
	② 米国による牽制	ドル高&原油安をFRBは懸念？
	③ 米経済の挫折	住宅市場への影響などから利上げがワンショットで終了等
日本	④ 日本の交易条件ないし経常収支改善	原油急落を背景として交易条件及び経常収支は改善継続か？
	⑤ 本邦政治による牽制	揺らぐ通貨政策としての円安。原油上がったらどうする？
それ以外	⑥ その他	各種地政学リスクを始め不測の事態は概ね円ショートポジションの巻き戻しに

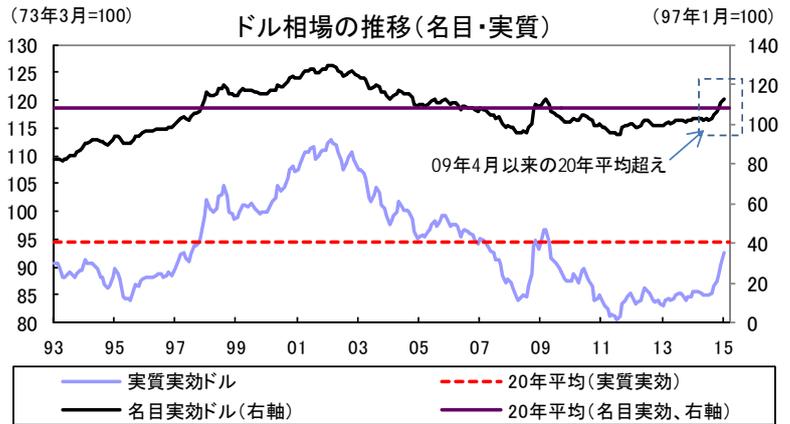
(資料)筆者作成

えば表の要因が円安シナリオの障害となり得ると述べてきた。率直に言って、これらの要因は昨年末時点では取るに足らないものであったが、今年に入ってから特に本邦絡みのリスク(④や⑤)がクローズアップされるようになっており、ここにきて米国絡みである②やギリシャ情勢に絡む⑥も無視できないようになっている。特に、繰り返し述べている点だが、年内「130円」の見通しは日銀がハロウィン・ロジックとの整合性を重視した上で追加緩和を行うことが条件である。この点、⑤のリスクが注目され始めていることは非常に気掛かりと言わざるを得ない。以下、『中期為替相場見通し』のリスクとなり得る各種リスクを点検してみたい。なお、①に関しては、利上げという結果を受けた上でのアノマリーという側面が強く、今は点検しようがない。また、⑥に関しては、現状ではギリシャ絡みの議論に終始することになるため、本日は割愛する<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 直近のギリシャ情勢に関しては昨日の本欄『ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～』をご参照下さい。

～明らかに高まっている米国のドル高懸念～

まず、米国によるドル高懸念である②や③は明らかに過去 2 か月間で高まっているように見受けられる。特に②のドル高懸念は 1 月に相次いで発表された米企業決算を境に指摘する向きが増えている。業種問わず米国外での売上比率が高い多国籍企業において 2015 年の業績見通しの下方修正が報じられており、実質的な引き締め効果を有するドル高の悪影響が顕在化しつつある。2 月 9～10 日にイ



(資料)FRB、Broadベース

スタンブルで行われた 20 か国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議においても、ルー米財務長官が「米国の労働者や企業が公正な競争環境を確保できるよう注力しており、いかなる国も輸出押し上げに向け為替レートを活用すべきではない」などと述べたことが報じられており、米国の通貨当局としてドル高への警戒度合いが高まっている兆候はある。昨年 10 月時点の為替政策報告書で「長期的視点に立てば、主要な貿易相手国に対し、ドルは過去 20 年平均を下回る状態」と余裕を持って評価されていた名目実効ドル相場は既に昨年 12 月時点で長期平均を超えており、これは 2009 年 4 月以来の動きとなる(図)。世界が通貨安戦争と言われる最中で粛々と正常化を進める以上、このような状況は予想されたことであり、順当に行けば、ドル全面高は一段と進むことになる。果たして、米財務省は従前の「強いドルは国益」とのスタンスを崩さずに居られるだろうか。

既に、FOMC 議事要旨(1 月 27～28 日開催分)では「ドル相場の上昇は米国の純輸出を抑制する根強い源泉」及び「2～3 人の参加者はドル相場がさらに上昇し得るリスクを指摘した」などと記述されており、露骨なドル高懸念が浮上している。この点、日欧で進行してきた「金融政策の通貨政策化」が FOMC にも伝播し始めているように見受けられる。このまま懸念が強まれば、結局、為替相場の動きを主因として金融政策の正常化が止まる可能性も否定できない。今のところ、ルー財務長官の直近の言動から判断する限り、米国の通貨政策がドル高容認の立場を取っていることを尊重するが、客観的に見てドル高へのノイズが強まっていることは間違いなさそうである。

なお、仮に利上げを行った場合、ドル相場に限らず、住宅ローン金利を筆頭に実体経済全体で負担するコストが引き上がることになるわけだが、この点、前頁表③で示したような「利上げワンショットで終了」というリスクも否定しかねるものである。

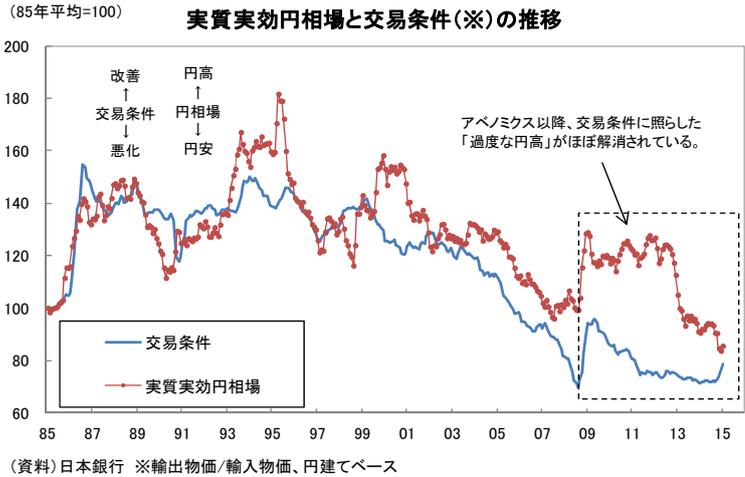
～需給の円売り傾斜に落ち着き～

だが、②や③の米国要因よりも鮮明になっているのが④や⑤の日本要因である。まず、昨秋以来の原油価格急落によって円相場の理論的な均衡水準を示唆してきた交易条件(輸出物価÷輸入物価)が下げ止まり、直近では上昇し始めている。アベノミクス以降の急激な円安は交易条件で示唆される円安水準への収斂だと本欄は考えてきたが、実質実効円相場と交易条件の乖離は相当解消し、ここにきて交易条件側から乖離を埋めるような動きが顕著である(次頁図)。もちろん、原油

価格が再び上昇に転じれば交易条件は横這いないし緩やかに低下する可能性もあるが、少なくとも原油価格が急落した現水準から横這いとなる限り、理論的には円安相場のストップが示唆されることになる。

また、原油価格の急落は周知の通り貿易赤字の縮小ひいては経常黒字の拡大にも直結しており、昨年下半年(7～12月合計)に限ってみれば、2010年下期以来、8期ぶりに前年比

で赤字額が縮小した。2012年以降、需給面での円売り安心感がドル/円相場の支えとなってきたことを踏まえれば、こうした収支改善の継続も円安シナリオにとってリスクである。但し、依然として「赤字は赤字」であり、円を売りたい主体の方が買いたい主体よりも多い状況に変わりはない。さらに資本収支面では機関投資家を筆頭に対外証券投資の流れが大きく変わることもなさそうであり<sup>2</sup>、需給は円売りの状況は継続と考えられる。



### ～始まった「捻じれ」の解消～

但し、上述してきたリスク要因と比べても圧倒的に重要なのが⑤である。昨年来、本欄では「2015年最大のリスクは通貨政策と金融政策の捻じれの解消」と述べてきた。具体的には円安追求を図る金融政策について、通貨政策を司る政府がどこまで寛容であることができるか、という視点である。通常、通貨政策と金融政策は必ず同じ方向を向いていなければならない(金融引き締めの下での通貨安や金融緩和の下での通貨高は理論的に不可能である)。この点、日銀が量的・質的金融緩和(QQE)を進めながらも政府が円安・物価高を背景とする実質所得悪化に警戒感を示し始めていることは、通貨・金融政策の「捻じれ」ではないかと筆者は述べてきた。

事実、今年に入ってから甘利経済再生相が「いつまで達成するかという厳格な期限を政府も日銀もコミットしているわけではない(1月27日)」、「過度の円安が進めば、経済ファンダメンタルズから離れる(2月17日)」などと述べたことが話題になった。その他にも、4月の統一地方選挙を前に政府として円安を許容しにくいとの論点はそこかしこで聞かれ、例えば、自民党の柴山昌彦財務金融部会長は「リフレは悪いことではないが、統一地方選を控えたなかでの金融緩和は地方に厳しいメッセージを与えるため、敬遠されかねない(19日、ブルームバーグ)」とかなり率直な懸念を示している。現状、円安を許容するには政治的な勇気が必要な情勢と見受けられる。

さらに、2月は、ブルームバーグが報じた「現時点で一段の追加緩和を行うことは日本経済にとってむしろ逆効果になる」といった日銀関係者による発言も話題となった(2月12日)。円安牽制と思しき情報発信に関し、これまで政府発のケースは幾度かあったものの、日銀発のケースは初めてだったこともあり、市場は大きく円買いで反応した。もちろん、2月19日の日銀政策決定会合後の会見において黒田総裁は同報道に絡めた質問に対し「逆効果とは全く思っていない。原油安でも物

<sup>2</sup> 本欄 2015年2月9日号『本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～』などをご参照下さい。

値上昇期待は保たれている。今後とも金融政策を続けることは、累積的に経済・物価に対してプラスの効果を持つ」と反論しているものの、報道の真偽はともあれ、市場心理に残した爪痕は大きい。

いずれにせよ、こうした動きは、通貨・金融政策の捻じれ解消を懸念してきた本欄の想定そのものであり、年内130円到達に必要となる追加緩和の可能性が俄かに低下していると言わざるを得ない。要するに、金融政策が通貨政策の意向を汲む形での捻じれ修正である。2月には経済財政諮問会議で黒田総裁が発言した財政再建関連の発言が議事録から削除されたことも話題になったが、政府と日銀の溝が注目される状況になればなるほど追加緩和の難易度は上がることになる。

但し、依然として黒田総裁の口からは「仮に基調的な動きに変化が生じて物価安定目標の早期実現のために必要になれば、ちゅうちょなく調整を行う方針には変わらない」といった従前の方針が確認されているため、追加緩和の可能性低下を理由にドル/円相場見通しの下方修正を行って良いものか非常に悩ましい局面に差し掛かっている。ここに至るまでの黒田日銀の挙動はその「予測不可能性」が本分であったことも踏まえれば、年内追加緩和なしとの決め打ちも危険と考える。

### ～修正判断は4月以降か～

以上見てきたように、これまで本欄や『中期為替相場見通し』で注視してきたメインシナリオに対するリスク要因のうち、②・③・④・⑤は明らかに今年に入ってからその確度を強めている。

特に、最も気掛かりなリスクは⑤である。もはや通貨政策(政府)としては追加緩和を望まない方向に舵が切られているように見え、金融政策がこれ以上逆方向にアクセルを踏むことが可能なのかという疑問は大きい。だが、昨年10月31日の追加緩和は「これほど実質所得が悪化している中で緩和などできるはずがない」という思い込みの中でサプライズ的に決定されたこと、政治方面からの円安警戒発言も4月の統一地方選挙が終われば小康を得る可能性があること、4月以降はコアCPIのマイナス転化が予想されることなどを踏まえると、2月末の現時点で追加緩和の可能性を完全に排除し、メインシナリオを修正することは尚早と考える。裏を返せば、4月の選挙が終わり、コアCPIのマイナス定着が視野に入る状況にあっても、尚、政府が円安を忌避し、日銀が追加緩和を退けるような状況になれば、年内「130円」の予想は修正を検討せざるを得ない。

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](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。

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-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
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～)