

みずほマーケット・トピック(2015年4月15日)

通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～

一連の浜田宏一・内閣官房参与による発言を受けてドル/円相場は上値の重い展開が続いている。浜田参与の指摘する105円の根拠は定かではないが、「100～105円」というのは各種購買力平価(PPP)が集中するゾーンであり、「妥当」という指摘に違和感はない。PPPに限らず、交易条件指数などに照らしたイメージ感を用いても円安方向へのオーバーシュートは限界という印象で、普通ならば反転円高を予想すべき状況であるのは確か。それでも筆者が年内「130円」予想している理由は、「理由はどうあれ物価下落には追加緩和で応戦する」という昨年10月31日の追加緩和時に展開された日銀のロジックを尊重しているから。政府から「投げ込まれたタオル」に応じて、このロジックが放棄されるのであれば、ドル/円見通しの下方修正は検討せざるを得ない。

～日銀に投げ込まれたタオル～

一昨日に報じられた浜田宏一・内閣官房参与の「購買力平価(PPP)からすると120円はかなり円安」、「105円ぐらいが妥当」、「為替誘導は日本以外みんなやっていた(14日、ブルームバーグ)」などといったかなり踏み込んだ発言が引き続き重石となっており、ドル/円相場は直近安値圏での推移が続いている。昨日は一転して「120円は許容範囲」、「今緩和してもすぐにはインフレになるわけではなく、4月30日の追加緩和に特に強く反対することもない(15日、ロイター)」と火消しと思われるような発言が報じられ、一時120.17円まで値を戻したものの、結局は直ぐに売り戻されている。

昨年来、本欄では物価上昇を追求する日本銀行の金融政策とこれと整合的な円安を追求する(はずの)政府の通貨政策の間に「捻じれ」が生じ、これが円安シナリオのリスクになると考えてきたが¹、足許ではそのような展開が実現しつつある印象が強い。年初から断続的

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準	
59.5	購買力平価(輸出物価、73年基準、2015年2月)	
76.8	購買力平価(輸出物価、80年基準、2015年2月)	
77.2	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2015年1月)	
80.3	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2015年2月)	
83.1	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2012年度調査)	
94.8	購買力平価(企業物価、80年基準、2015年2月)	
99.0	15年3月時点の採算レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)	
PPP の コア ゾーン	101.1	購買力平価(企業物価、73年基準、2015年2月)
	103.4	世界銀行算出購買力平価(2013年)
	104.1	購買力平価(OECD、2014年、GDPベース、※2.)
	106.0	購買力平価(消費者物価、80年基準、2015年2月)
111.8	想定為替レート(日銀短観、2015年3月調査、通年)	
112.1	購買力平価(OECD、2013年、民間最終消費ベース)	
119.4	2015年4月15日	
119.5	15年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)	
128.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2012年度調査)	
130.0	購買力平価(消費者物価、73年基準、2015年2月)	
142.5	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2012年度調査)	
209.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2012年度調査)	

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。
※2. OECD購買力平価は13年12月公表時点(毎年6月・12月に週及改定あり)

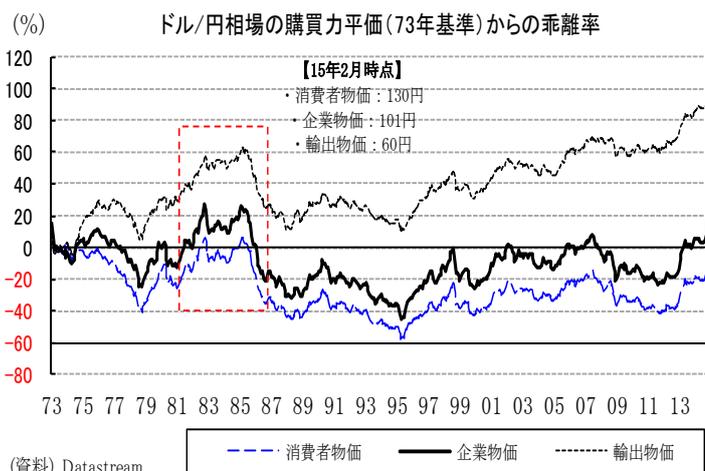
¹ 例えば本欄2015年1月28日号『改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置』などをご参照下さい。

に材料視されてきた政府高官の円安牽制(と思しき)発言²は、普通に考えれば「2年で2%」を志向する日銀に対して「投げ込まれたタオル」なのだろう。実質賃金指数が過去最低水準で停滞する状況を踏まえれば、政治的には極めて自然な判断である。

本欄や『中期為替相場見通し』では追加緩和を前提に年内130円までの円安を想定しているが、浜田参与の口から直接「125、130円になるだろうと思っている人は、ある程度本当かなと注意して見なくては行けない」と述べられている以上、今後の見通し作成に関しては政治的要因を一段と考慮しなければならないのは確かだろう。

～オーバーシュートも限界～

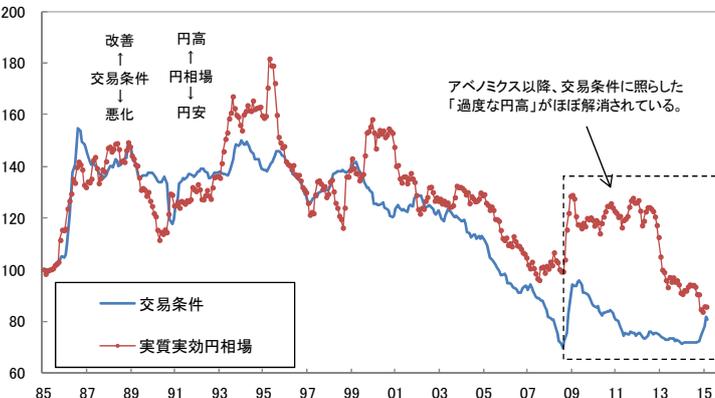
なお、浜田参与の指摘する105円の根拠は定かではないが、前頁表に示すように、「100～105円」というのは各種PPPが集中するゾーンであり、「妥当」という指摘に違和感はない。ドル/円相場の歴史においては企業物価PPP(73年基準)が逐次上値として機能しており、これに応じた上値予想が定石だった(図)。だが、今次円安局面では企業物価PPPへの収斂は束の間であり、2013年以降はそこからの上方乖離が常態化している。現状の120円近傍は「企業物価PPP+20%」に相当する。この「企業物価PPP+20%」はプラザ合意直前の1980年代前半に推移していた水準であり、歴史的に見ても稀有なドル高局面であった。アベノミクスを受けた円安は、その歴史的な局面に挑戦する格好になっており、ここ(120円近傍)を明示的に上抜ける動きは前人未到、未曾有、異例といった形容が相応しい。簡単に言えば、もはや円安方向へのオーバーシュートも限界であり、普通ならば反転円高を予想すべき状況と言える。



(資料) Datastream

(85年平均=100)

実質実効円相場と交易条件(*)の推移



(資料) 日本銀行 ※輸出物価/輸入物価、円建てベース

それでも筆者が年内「130円」予想としている理由は、「理由はどうか物価下落には追加緩和で応戦する」という昨年10月31日の追加緩和時に展開された日銀のロジックを尊重しているからである。しかし、浜田参与の発言に代表されるように、もはや政府・与党はそのようなロジックを支持せず、「2年で2%」を取り下げるべく動き始めているように見え、これに日銀が呼応するのであれば、予想の前提が変わってくることになる。そもそも上述のPPPの議論だけでなく、実質実効為替相場

² 例えば今年に入ってから、1月27日に甘利・経済再生相が「2%達成厳格な期限、政府・日銀もコミットしているわけでない(ブルームバーグ)」と述べたことが報じられたほか、3月3日には本田・内閣官房参与がWSJとのインタビューに対し「日銀追加緩和なら経済は「オーバーヒート」と述べている。

(REER)と交易条件指数の関係からしても、両者のギャップはほぼ解消しており(前頁図)、ファンダメンタルズに係る円安要因は明らかに剥落しつつある。日銀がハロウィン緩和時のロジックから降りるならば、筆者も「130円」予想を降ろすことになる。

～円安シナリオにとって最悪の展開も～

また、本欄では円安シナリオを阻むリスクとして右表に挙げるような要因を想定してきた³。今、足許で起きていることはリスク②とリスク⑤の顕在化であり、この2つが強まっていくことは円安シナリオにとって最悪の組み合わせと言える。というのも、米国がドル高を嫌がり、日本が円安を嫌がれば、歴史的

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	通貨政策としてはドル高容認。しかし金融政策は・・・
	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。完全に転換したのか？
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

には極めて稀ながらも、日米の通貨政策の利害が円高・ドル安で一致することになる。現状では米為替政策報告書においてどちらかと言えばドル高が容認されており、FRBの正常化路線も進行中という状況でリスク②はまだ小さなものだが、少なくとも日本政府・与党にまつわるムードは円安を忌避する方向に変わり始めており、リスク⑤はもはや現実化していると言える。

～試される独立性～

だが、問題は政府・与党の司る通貨政策の変節がどの程度、日銀の司る金融政策の変節に結びつくのか、である。換言すれば、法的に独立した機関である日銀が外野の声を押し切って当初の信念を貫けるかどうか、という問題でもある。実際の舞台裏は知る由もないが、少なくとも議事要旨を見る限り、昨年10月31日の追加緩和は政府・与党に事前通告されたものではなかったことが分かっている⁴。今後、同様の文脈で追加緩和が行われる可能性は決して否定できないだろう。

一連の浜田参与の発言によって海外投資家が円売りに動き難くなったことは否めないが、現段階で日銀まで同様だと決めつけて良いものかは疑義が残る。年内追加緩和の有無やこれに応じたドル/円相場の予想レンジ修正に関しては4月30日の「展望レポート」並びに総裁会見を踏まえた上で総合的に検討し、『中期為替相場見通し』に反映させていきたい。

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。

³ 例えば2014年12月9日号『今、敢えて考える円高リスク』などをご参照下さい。

⁴ 2014年10月31日会合の議事要旨によれば「金融市場調節方針の変更等に関する議論を踏まえ、政府からの出席者から、財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した」との記述があり、政府出席者が追加緩和決定に関して大臣に確認を取るべく11分間の中断があった。

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
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～"prudent optimism(節度ある楽観)"の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議長証言を終えて～年央利上げに言質とえず～
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～
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)未満の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