

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 26 日)

ドル/円上昇をもたらした 2 つの要因～従前の想定は変わらず～

昨日のドル/円相場は一時 121.78 円まで上昇し、年初来高値である 122.04 円に肉薄。上昇は主に国内・国外 2 つの面からもたらされたもの。1 つは一部で囁かれ始めていた年内利上げ見送り説が 22 日のイエレン FRB 議長講演で一蹴されたこと、もう 1 つは貿易収支が再び赤字に転じたこと。FRB の利上げについては「早くて 9 月、順当で 12 月」、貿易収支については「暦年赤字変わらず(ゆえに需給は円安示唆)」という円相場見通しを作成する上で本欄が置いている重要な想定は従前から不変である。122 円近傍への上昇は然るべき動きであり、引き続きリスクは上方にあるものと考えた上で、2016 年以降は潮目の変化に注意すべきというスタンスを維持したい。

～ドル/円、年初来高値に肉薄～

昨日のドル/円相場は一時 121.78 円まで上昇した。本日東京時間午前も 121 円台後半で推移しており、年初来高値である 122.04 円に肉薄する時間帯が続いている。現状の上昇は国内・国外 2 つの面からもたらされたものである。1 つは、一部で囁かれ始めていた年内利上げ見送り説が 22 日のイエレン FRB 議長講演で一蹴されたことが効いているのは間違いない。この結果としてドルが買い戻されるのはむしろ必然だが、後述するように、その後のパスに関し、イエレン議長は自信なさげでもある。本欄では引き続き年初来の想定「早くて 9 月、順当で 12 月」を継続したい。

もう一点は昨年来の貿易収支改善、特に 3 月貿易収支の黒字転化を捉えて円安相場の限界を主張していた向きが調整を迫られたという面もありそうである。過去の本欄でも述べたように、輸入減少による収支改善は 1～3 月期がピークであった可能性が高く、通年で見れば貿易赤字という大勢が変わる兆しはない。にもかかわらず、収支改善を円高理由に用いる向きが散見されるようになっていた。『中期為替相場見通し』でも述べているように、確かに貿易収支改善は円安見通しへのリスクではあるが、それでも円相場の基礎的需給環境は「円買い圧力の増大」というよりも「円売り圧力の減退」であって、「円を売りたい主体の方が多い」という状況は不変と考えられる。対外証券投資の買い越し基調が続く以上、「需給は円売り」との基本的認識は容易に変わらず、これが 2015 年の円相場見通しの骨子になると筆者は考えている。

～そろそろ考えたい「1 回利上げした後の世界」～

確かに、22 日の講演でイエレン議長は「年内のいずれかの時点の利上げは適切」と述べており、この点でドル買いが進むことは致し方ない。FRB の利上げに関し「いつやるか」の観測が前後することでドル相場も上下動を迫られる時間帯は当面続くのだろう。しかし、本欄では執拗に述べているように、「いつやるか」から「何回できるか」への論点変更は確実に迫っている。依然市場の最大の注目点は「いつやるか」に張り付いたままであり、素直にドル買いを惹起する格好になっているが、22

日のイエレン議長はその後の正常化ペースに関し「漸進的なものになると想定」とも述べている。目先の利上げ観測の強まりに飛びつくのは相場の「あや」を取る上でも仕方がないが、そろそろ「1 回利上げた後の世界」を想像しておくことも必要だろう。

表は 3 月 FOMC で公表されたスタッフ見通し (SEP: the Summary of Economic Projections) におけるメンバーの金利見通しを集計したものである。これを前提とすると 2015 年末が 0.625%、2016 年末が 1.875% となっており、「年内 1 回利上げた後で、1 年間で 1.25 ポイントの利上げ」がイメージ

各年末の政策金利見通し

FOMC Date	2015	2016	2017	Longer run
Sep-13	1.00%	2.00%	n.a.	4.00%
Dec-13	0.75%	1.75%	n.a.	4.00%
Mar-14	1.00%	2.25%	n.a.	4.00%
Jun-14	1.125%	2.50%	n.a.	3.75%
Sep-14	1.375%	2.875%	3.75%	3.75%
Dec-14	1.125%	2.50%	3.625%	3.75%
Mar-15	0.625%	1.875%	3.125%	3.75%

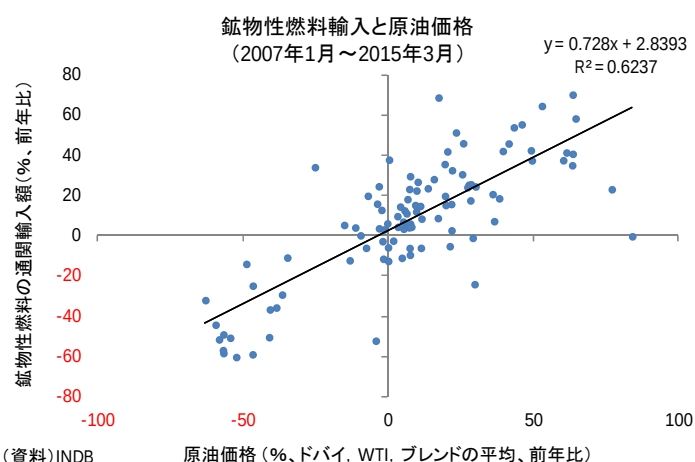
(資料)FRB

される。1 回につき 0.25 ポイントの利上げだとすれば、年 5 回、言い換えれば最低でも四半期 (3 か月) で 0.25 ポイントの利上げはある、という想定になる。より具体的には、2015 年末予想に関する最大勢力は「0.50%~0.75%」で 7 名、2016 年末に関する最大勢力は「1.50%~1.75%」で 6 名となっており、ちょうど 1 ポイントの引き上げが想定されていることになる。これは年 4 回、ちょうど四半期で 0.25 ポイントずつという想定である。やはり「3 か月毎の会見開催時に 0.25 ポイントずつ利上げ」と見通すメンバーが多く、これは市場予想からも大きな違和感はない。

このように考えてみると、1 回利上げた後の論点である「何回できるか」は具体的には「四半期に 1 回できるのか」という問題意識で評価されることになりそうである。利上げの進捗は「利上げがドル高を促すかどうか」に依存しそうだが、歴史的なアノマリーに従えば利上げ直後のドル相場は決して強くなかった。今回は FRB が唯一、正常化運営を行う状況にあるため事情は異なるかもしれないが、ドル高が進めば進むほど、それが正常化の自由度を縛る展開になる可能性はやはり高そうに思われる。利上げする前からドル高へのノイズが目立つ現状を踏まえれば、「何回できるか」の論点は先行きが思いやられる。

～原油下落だけで黒字転化は無理筋～

一方、昨日公表された本邦 4 月貿易収支は▲534 億円と 2 か月ぶりの赤字となり、収支の継続的な改善から円高を警戒する向きにとってはアテが外れる結果となった。もちろん、昨年来の原油価格下落の影響は小さくない。2014 年の通関輸入総額約 86 兆円のうち、鉱物性燃料は約 28 兆円と 3 割超を占める。周知の通り、近年の輸入動向を決するのは鉱物性燃料であり、言うまでもなくこれは原油価格動向に



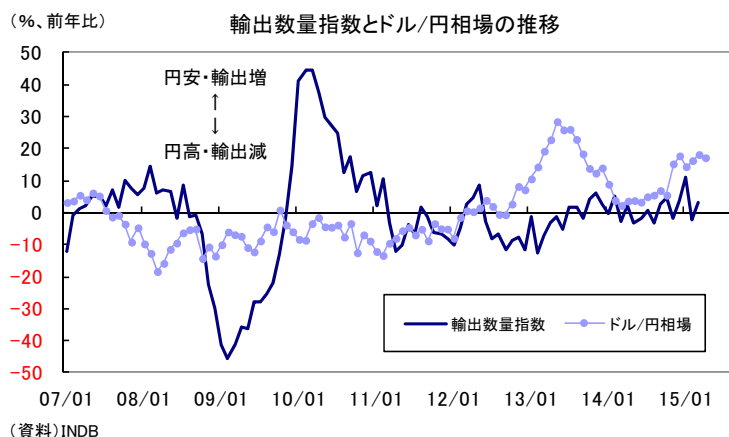
左右されてきた。図は原油価格 (1 バレル、ドバイ・WTI・ブレンドを平均したもの) と鉱物性燃料の前

年比に関し、金融危機直前からの関係をプロットしたものである。直感的な試算をしてみると、原油価格 1% の変化に対して鉱物性燃料の通関輸入額が持つ弾性値は 0.73 である。図中の原油価格の 2014 年平均が 1 バレル 96 ドル、2015 年 1～4 月平均が 1 バレル 53 ドルであり、約 ▲44% の下落である。仮に、年内の原油価格が「53 ドル」から横這いとした場合、「 $44\% \times 0.73 \times 28 \text{ 兆円} \div 9 \text{ 兆円}$ 」、貿易赤字が縮小することになる。しかし、2014 年通年の貿易収支は ▲12.8 兆円の赤字であり、原油価格の下落だけで黒字転化を想定するのは無理筋だろう(しかも、足許の原油価格は 53 ドルから上振れている)。

しかも、日本経済の先行きに関し、2015 年は 2014 年よりも改善するという予想が支配的である。原油価格下落は鉱物性燃料の輸入金額下落を通じて、実質所得環境の改善に繋がり、消費・投資意欲を刺激する。既に 1～3 月期 GDP で確認された通りである。こうした状況変化に応じて輸入数量が増えてくるという経路も加味すれば、尚

のこと、収支改善は遅れることになるだろう。もちろん、円安を背景として輸出数量が伸びてくれば黒字転化の芽も出てくるが、円安相場が維持されている割には輸出数量指数の動向は一進一退であり、今一つパツとしないというのが実情である(図)。

結局、FRB の利上げについては「早くて 9 月、順当で 12 月」、貿易収支については「暦年赤字変わらず(ゆえに需給は円安示唆)」という円相場見通しを作成する上で本欄が置いている重要な想定は従前から大きな変化が見られず、122 円近傍への上昇は然るべき動きと考えられる。引き続きリスクは上方にあるものと考え、2016 年以降は潮目の変化に注意すべきというスタンスで相場を見ていきたい。



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。

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
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP 及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
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～
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	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
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～デュアルマンデートの狭間で～)
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～ハロウィーン・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、輪審制の解説
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～