

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 11 日)

円高を巡る Q&A～よくある照会の論点整理～

ドル/円相場の急落が耳目を集めている。先週 7 日(木)、筆者はロイターコラム『米国が導く円高、ドル 100 円割れはあるか』を寄稿したが、相場変動のタイミングと相まって、これに絡めて多くの照会を頂戴している。類似の照会を受けることが多いため、Q&A 方式で以下論点を提示しておきたい。いずれも、基本的には昨年来の本欄で強調してきている論点である。「何故円高が進んでいるのか」、「どこまで円高が進むと思うか」、「どうしたら止まると思うか」、「4 月 27～28 日の日銀金融政策決定会合での追加緩和やその効果」、「円急伸で日本経済は大丈夫なのか」などの観点から論点を整理。2013 年以降、ドル/円相場が 50% 以上も上昇しても輸出数量は大して増えず、むしろ徐々にそのコストを議論する声の方が大きくなった。「円高即不況」という条件反射的な議論をするのではなく、冷静にその影響を見極める姿勢を持ちたいところ。

～円高を巡る Q&A～

先週末の為替市場では麻生財務相を含む本邦当局者の発言を受けてドル/円相場が持ち直しており、107 円台から 108 円台へ値を戻している。しかし、マイナス金利導入を挟んだ年初 3 か月間で 12 円程度も円高・ドル安へ振れている。一国の経済・金融政策で流れを変えられる状況とは考えにくいと言わざるを得ず、やはり基軸通貨を司る FRB の立ち位置変化を汲みとった動きと考えられよう。こうした通貨高ムードは日本に限ったことではなくユーロ圏でも同様だが、先週来の日本においてはとにかくドル/円相場の急落が耳目を集めている。先週 7 日(木)、筆者はロイターコラム『米国が導く円高、ドル 100 円割れはあるか』¹を寄稿したが、相場変動のタイミングと相まって、極めて多くの照会を頂戴している。類似の照会を受けることが多いため、Q&A 方式で以下論点を提示しておきたい。いずれも、基本的には昨年来の本欄で強調してきている論点である：

Q: 何故円高が進んでいるのか？

A: 基軸通貨の意向である。

→これまでありがちだった「リスクオフムードが高まる中での円高」とはやや趣が異なるため、市場参加者の中でも上手く説明できていない向きが多いように見受けられる。事実、VIX 指数は上昇しているわけでもなく、原油価格は反転傾向すらある。世界的に株価も大崩れしているわけではない。この点、「リスク回避的に円が買われている」との解説は明確に誤りと言って良いだろう。

では、何故円高が進んでいるのか。昨年来の本欄で繰り返し述べてきた通り、FRB の標榜する政策正常化プロセスが疑わしいものになっているからに他ならない。極端な話、仮に、市場参加者のコンセンサスが「年 4 回利上げ(とそれに耐えられる米経済)」というものならばこのような相場になる

¹ 2016 年 4 月 7 日配信『コラム：米国が導く円高、ドル 100 円割れあるか』
<http://jp.reuters.com/article/column-forexforum-daisuke-karakama-idJPKCN0X400Z>

はずがない。現に、昨年来、偏執的に円安を主張してきた向きにおいても、3月15～16日のFOMCを境として水準の下方修正を余儀なくされている。結局、円安見通しとは「FRBの正常化プロセスひいては米経済の地力をどれだけ信じられるか」に全てかかっている。本欄では未曾有のペースで急騰したドル相場を前に米経済は失速し、FRBは正常化プロセスを諦めることになるかと常に述べてきた。今起きているこ



とは、こうしたシナリオが少しずつ織り込まれているのだと筆者は考えている。現に、一段と円高が進み始めたのは先週6日に3月15～16日開催分のFOMC議事要旨が公表されてからである。ドルインデックスを見ても、FOMCのハト派色が強まった3月以降、大きく崩れ始めている(図)。既に米10年金利は2013年5月下旬のバーナンキショック当時よりも低くなっており、FRBの正常化に対する市場の思惑は大幅に後退していると考えられる。

なお、従来の円高局面であればIMM通貨先物取引に見られる投機筋の円買いが積み上がる中でその動きが加速することが多かった。今回も、4月5日時点の円ロングポジションはグロスで見た場合、統計開始以来最高となっており、ショートポジションとネットアウトして見ても2008年3月以来、約8年ぶりの水準まで膨れ上がっている。しかし、こうした投機の買い持ち水準は2月下旬以降、概ね横ばいというイメージであり、積極的に新しい投機の動きが110円割れを主導してきたという印象もない。後述するように、むしろ積み上がり過ぎた投機ポジションの解消から円相場の急落を予感するのが妥当な状況と言え、この点、日銀追加緩和などが急変動をもたらす可能性がある。

Q:どこまで円高が進むと思うか？

A:まずは100円。その後、割り込むリスクも否定せず。

→最新のハウスビューである『中期為替相場見通し』(2016年3月29日発行)では今後1年の下限を100円としている。これは歴史的にドル/円相場の上限であった企業物価ベース購買力平価(PPP、1973年基準)が現在、ちょうど100円付近であることに着目したものである。アベノミクスが取り沙汰されて以降、この水準をことごとく上抜けてきたことに対し、どのように理解すべきなのかという点に関しても本欄では繰り返し述べてきた。「インフレ率2%が当たり前の世界」を前提とするのであれば、当然にしてPPPは円安・ドル高に調整される。実勢の消費者物価指数(CPI)が動意づく前に、為替市場がその期待を先取りしたと考えるのが最も論理的に筋が通る説明である。だが、今や「2年で2%」は「4年で2%」を目指す状態にあり、当初否定されていた「戦力の逐次投入」も憚らない状態にある。この上、切り札として導入したマイナス金利政策は世間から歓迎されておらず、円高抑止効果は全く出していない。所詮は常に「相手がある話」である為替市場において、国内金利を非負領域まで押し下げても、相手方(ドル)の金利も絶対値として大きく下がれば金利差はさほど拡大しない。上述したように、FRBの正常化プロセスに挫折の疑いがある以上、積極的に円売り・ドル

買いを仕掛けるには相応の勇気が必要である。

なお、本欄 2016 年 4 月 6 日号『ドル/円相場、110 円割れの読み方』でも述べたが、実質実効為替相場 (REER) の長期平均への回帰を想定した場合、100 円割れも十分視野に入る。

Q: どうしたら止まると思うか？

A: FRB のタカ派化によりドル高に戻るが、その可能性は低い。

→FOMC メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が再び現状以上にタカ派化してくれば、日本国内の悲惨な金利環境も相俟って、円売り・ドル買いが進むだろう。しかし、ドットチャートがハト派化した理由はひとえに FRB による「孤高の正常化」が世界の運用資金を惹き付け、ドルの独歩高を招いたからである。過去の FRB の利上げ局面では、そのタイミングで他通貨も利上げ局面にあることが多かった。だから利上げしても足許のようなドル独歩高にはならず、むしろ「米利上げ→他通貨はもっと利上げ→この時点でドルキャリー取引がピーク」といった展開の中で、「利上げ後はドル安」といった相場つきが多く見られたのである。しかし、年内を見通した時、6 月であろうと 9 月であろうと、利上げに着手しようとしている主要中銀が FRB だけという状況は変わっていないだろう。よって利上げすればするほどドル高が進むという状況は当面変わりそうにない。その「ドル高の重み」に耐えられるほど米経済が強いと思うのであれば円安予想、そう思わないのであれば円高予想ということになる。しつこいようだが、筆者は後者である。「どうしたら止まると思うか？」という問いに対する直観的な回答は「止まるとは思わない」ということになる。

Q: 4 月 27～28 日の日銀金融政策決定会合で追加緩和はあるか？その効果は？

A: 動かざるを得ない。効果は限定的。

→効果や正否の議論は脇に置いたとして、4 月 27～28 日の金融政策決定会合における追加緩和の可能性は俄かに上昇している。2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和以降、一度も割り込んだことがない 110 円をあっさり割り込み、その水準が定着しつつある。当時の緩和がデフレマインドに舞い戻ることを防ぐ予防的緩和という位置づけだったことを思い返せば、尚のこと、傍観は難しい情勢と見受けられる。折しも通貨政策を司る政府・与党のメッセージとして現状以上の円高進行については何らかの対応策が取られる可能性が示唆されており、追加緩和に伴う円安進行とこれを受けた実質所得環境の悪化に関して、日銀が気に病む情勢でもなくなっている。むしろ、現状維持を決定し、さらなる円高・株安を招くことが政治的に難しくなっているようにさえ思う。

しかし、動こうと動かまいと、効果は限定的である。過去の本欄や上述のロイター寄稿でも述べたように、基軸通貨であるドルの上昇が米実体経済に照らして難しくなっているのだとすれば、日本側から通貨の低め誘導に関する措置を講じたとしても対症療法に過ぎない。これは本邦政府や日銀の能力が低いと言っているのではない。同様の状況は「第二の基軸通貨」であるユーロでも生じている。3 月 10 日、フルパッケージでの追加緩和に踏み込んだにも拘わらず、ユーロ/ドル相場は続伸している。結局、為替相場において基軸通貨(ドル)の意向は絶対なのであり、そうした大所高所に立った場合、日銀や ECB の「次の一手」も効果を持ち得ないということが重要である。とはいえ、上述したように、投機筋の円買い持ち高は歴史的な高水準に達している。日銀の追加緩和によって短期間に劇的な円安が起きる可能性はある。しかし、その動きに持続性はないだろう。

Q:円急伸で日本経済は大丈夫なのか？

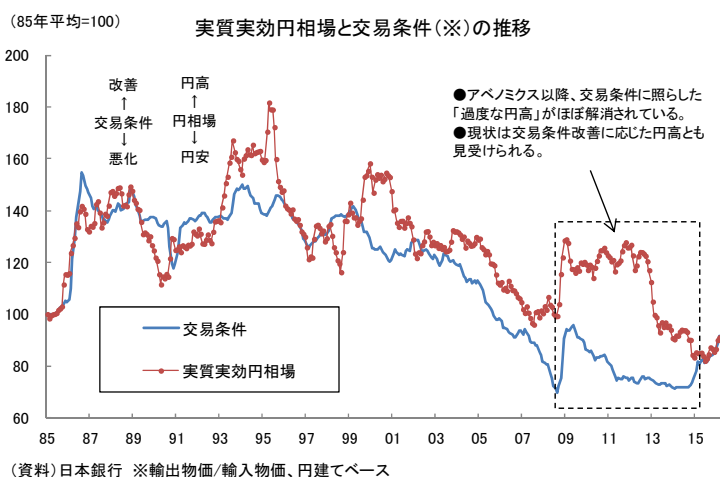
A:水準に問題があるとは思えない。

→確かに円安で嵩上げされていた分、製造業部門における収益は大きく押し下げられる。これに応じて株価も落ちるだろう。この点は確かに由々しき問題ではある。昨年の年間値幅を超える動きが、僅か3か月間で、しかも全て円高方向の動きとして生じている。輸出部門に与えるダメージが大きいことは間違いなく、民間部門の消費・投資意欲を削ぐ不安はある。

しかし、そうした方向感の議論と、水準の議論は分けて考えることが必要である。120 円を超えた辺りから政治家を含めて円安のコストを不安視する声があがり、実際に実質賃金の伸び悩みが国会答弁でも注目されるようになった。産業界からも過度な円安やそれをもたらす金融緩和に対し、否定的な見方が散見されるようになったことは記憶に新しい。何より、現時点でも円の実質実効相場は 1970 年代並みの水準にあり、これで「日本経済が大丈夫ではない」というのであれば、為替以外の部分に何か問題があるとも考えることも必要である。事実、2013 年 5 月に実施したロイター企業調査では約 8 割の企業が 95～100 円程度が望ましいと回答している。本欄の予想通り 100 円近辺まで調整するとしても、その水準をもって日本経済が壊滅的なダメージを被るとは思えない。

しかも、原油価格は 2013 年当時と比較して半分以下になっている。円相場の上昇と原油価格の急落によってもたらされるのは交易条件の劇的な改善であり、通常、企業の収益環境にとって追い風を意味する。実際、今年に入ってから円の REER は円高方向に動いているが、これは交易条件指数の改善と合わせ見れば理論的な動きと言える(図)。変動為替相場制を敷いている以上、貿易環境の有利・不利を均すよう

に為替相場は調整することが想定される。非常に粗っぽく言えば、「原油安でコストが浮いた分、円高でコストが増した」とも考えられるかもしれない。2013 年以降、ドル/円相場が 50%以上も上昇しても輸出数量は大して増えず、むしろ徐々にそのコストを議論する声の方が大きくなった。「円高即不況」という条件反射的な議論をするのではなく、冷静にその影響を見極める姿勢を持ちたい。



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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補充措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer! になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は軽ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？