

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月2日)

## JPY : パーフェクトストーム

## &lt;要約&gt;

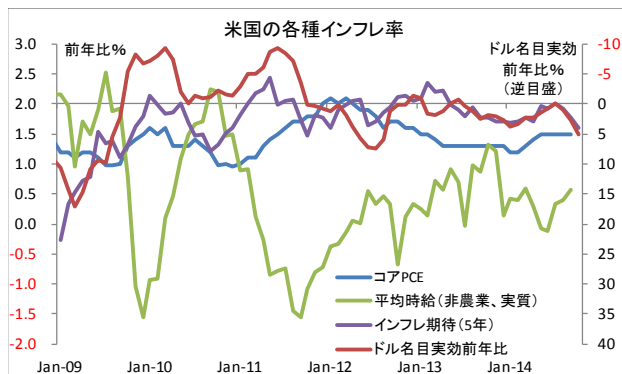
10月FOMCのタカ派化から程なくして、日銀が予想外の追加緩和を決定、更に同日に公的年金(GPIF)が運用改革案を発表し外国債券・株式比率が40%へ引上げられることになった。いずれも当社の想定外だが、日米金融政策のコントラストの強まりに需給要因が加わり、ドル/円相場にとってはまさに上昇のパーフェクトストームといえる。年内115円、来年120円が視野に入ってきた。

## FOMC、BoJ、GPIFが想定外の協調ドル/円押上げ

当社はつい先週まで、FOMCは低インフレ下で利上げを急ぐ必要性が全くないことからハト派的な姿勢を維持し、日銀は来るべき増税に備え追加緩和は当面温存、そしてGPIF運用改革は国内株比率引き上げが主眼で外国資産投資比率上昇は小幅に留まる、と想定し、足許のユーロ圏と中国を震源地とする世界景気減速懸念が燃る中で年内は不安定な経済金融情勢が続く、ドル/円は106-108円程度で上下に振れ易い展開を想定していた。

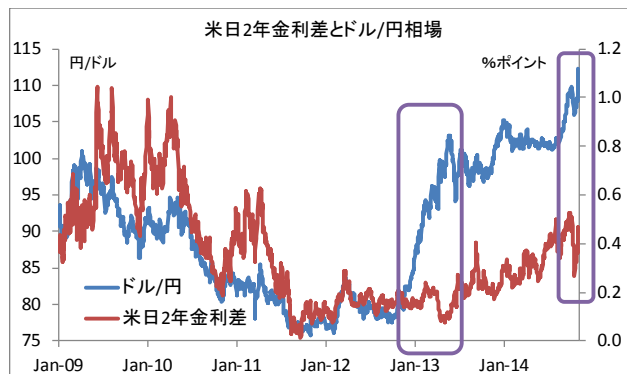
もっとも、10月30日の米FOMC声明文は予想外にタカ派的なトーンとなった。世界景気減速や低インフレを強調することはせず、むしろ労働市場の改善を認め、一段とハト派度を後退させた。これまでの動向を踏まえると、FOMCの二つの責務のうち、完全雇用に向けた動きは着々と進展していた一方、2%インフレ率についてはなかなか進展がなかったため(図表1)、相対的にインフレ指標への注目度が高まるとみていたが、これで雇用統計の重要性は一段と高まったとみられる。即ち、インフレ率(およびインフレ期待)が上昇せずとも、雇用市場さえ改善していれば利上げ開始の可能性が高まっていくことになりそうだ。

図表1: 米国の各種インフレ率



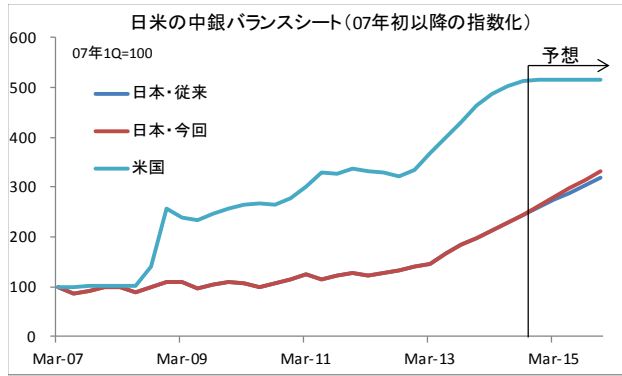
(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表2: 米日2年金利差とドル/円



また日銀も、増税判断・実施を待たずに追加緩和を決定した。年間マネタリーベース増加額を従来の年間60-70兆円増から80兆円増とするなど大規模という訳ではなく、日銀のバランスシート拡大ペースも小さいが(図表3)、タイミングがサプライズであったこと、FOMC後のドル上昇の余韻が残る中で決定されたこと、更にGPIF運用改革も同日の公表となったこと、などから相乗的な円押し下げ効果が作り出された。景気減速やインフレ目標未達を未然に防止するためのプリエンティブな決定で、あたかも、金融政策が増税の尻拭いをさせられるのではなく、むしろ日銀が追加緩和により消費増税を決定し易い環境を整備しているかのようだ。このような政府・日銀の緊密な協調姿勢は、政府と中銀に利益相反がない限りは海外でもむしろ普通のこと、内外の投資家に対して強いメッセージとなる。また、国債買入額の増加、ETF・J-REITの3倍増は、後述のGPIF運用改革における国内債比率の35%への想定以上の下げ(従来は40%程度へ引下げとの報道が多かった)による国債需要減少を補い、かつ25%程度と想定通りでサプライズを出せなかった国内株式比率引上げの援軍となるという点でも、政府(厚労省)・日銀の多面的な協調姿勢という印象を強めている。

図表 3：日米中銀バランスシート



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：GPIF 運用改革による外国証券投資増加

	14年度基本ポート		14年6月末		GPIF決定	
	比率%	乖離許容幅	比率%	兆円	比率%	6月末比
国内債券	60.0	±8%	53.4	67.9	35.0	-18.4
国内株式	12.0	±6%	17.3	22.0	25.0	+7.7
外国債券	11.0	±5%	11.1	14.1	15.0	+3.9
外国株式	12.0	±5%	16.0	20.3	25.0	+9.0
短期資産	5.0		2.3	3.0	0.0	-2.3
合計	100.0		100.0	127.3	100.0	
外国証券計	23.0		27.0	34.4	40.0	+13.0
			兆円	兆円	兆円	変化額
国内債券			67.9	44.3	44.3	-23.6
国内株式			22.0	31.6	31.6	+9.7
外国債券			14.1	19.0	19.0	+4.9
外国株式			20.3	31.6	31.6	+11.3
短期資産			3.0	0.0	0.0	-3.0
合計			127.3	126.6	126.6	-0.7
外国証券計			34.4	50.6	50.6	+16.2

更に、年金積立金管理運用独立行政法人（公的年金基金、GPIF）も運用改革案を同日 31 日に発表し、前日の観測記事通り、外国債券・株式比率を合計 40%へ引き上げる方針を決定した（図表 4）。これまでは国内債比率をどこまで下げ、国内株比率をどこまで上げるのが議論の中心で、外国証券比率についてはあまり明示的に案が示されることがなかったが、最近の報道では 30%程度とされていただけに、10%ポイントの予想比大幅引き上げとなった。対象となる資産はドルだけではないが、政府系機関による円売却と、FOMC のタカ派化、日銀の追加緩和の全てが同じ方向（ドル高円安）を向いている。

### ドル/円予想の引上げ：来年央に 120 円へオーバーシュート

これまでの当社の前提が大きく変化したことから、為替相場予想を変更する必要が出てきた。年末予想を従来の 108 円から 115 円へ、来年 6 月時点も 112 円から 120 円へ大幅に上方修正する。

前提として、米国サイドでは、前期比年率 3%程度の成長と労働市場の改善（失業率低下、非農業部門雇用者数の月間 20~25 万人程度の増加）が継続し、来年 6 月 FOMC で利上げ開始、その後の利上げペースは年 1%ポイント程度（年間 8 回の FOMC のうち 2 回に 1 回、25bps ずつの利上げを想定）を想定している。本邦サイドでは目先の追加緩和はないが、今回の未然の追加緩和決定で、景気やインフレの下振れの場合に追加緩和期待が以前よりも高まり易くなったとみられる。

日米いずれも目先の政策変更を予想している訳ではないが、上述のようにドル/円はファンダメンタルズ面、需給面共に明確で強い追い風が吹いていることから、ファンダメンタルズや需給の変化から通常想定されるよりも早くドル高円安が進む（オーバーシュート）とみられるため、早めの 120 円達成を想定する。アベノミクス初期の 2012 年 10 月以降のドル/円上昇局面と同様、市場金利の押下げを介さない本邦金融政策主導の円安であるため、今回も米日 2 年債金利から大きく乖離して上昇する可能性が高いだろう（図表 2）。

図表 5：当社の主要為替相場予想

通貨ペア	直近	14年12月末	15年3月末	15年6月末	15年9月末
ドル/円	112.3	115	118	120	121
ユーロ/ドル	1.252	1.26	1.24	1.22	1.20
ポンド/ドル	1.600	1.63	1.66	1.66	1.66
ユーロ/ポンド	0.783	0.77	0.75	0.73	0.72
豪ドル/米ドル	0.879	0.86	0.86	0.86	0.86
NZドル/米ドル	0.778	0.76	0.75	0.75	0.75
豪ドル/NZドル	1.13	1.13	1.15	1.15	1.15
米ドル/カナダドル	1.127	1.13	1.14	1.15	1.15
ドル/ランド	11.03	10.8	11.0	11.2	11.4
ドル/トルコリラ	2.22	2.24	2.25	2.30	2.35

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成。

図表 6：当社の為替相場予想（クロス円）

通貨ペア	直近	14年12月末	15年3月末	15年6月末	15年9月末
ドル/円	112.3	115	118	120	121
ユーロ/円	140.6	145	146	146	145
ポンド/円	179.6	187	196	199	201
豪ドル/円	98.8	99	101	103	104
NZドル/円	87.4	87	89	90	91
カナダドル/円	99.7	102	104	104	105
ランド/円	10.18	10.65	10.73	10.71	10.61
リラ/円	50.6	51.3	52.4	52.2	51.5

## リスク

ドル/円の大幅上昇シナリオに対するリスク、あるいは当社が想定するほどのスピードでドル/円が上昇しないリスクとしては、①米景気鈍化あるいは米 FOMC のハト派化（ドル高の景気・インフレへの悪影響を強調、低インフレ懸念の表明）、②国際社会（IMF や韓国）からの円安批判の強まり、③円安の好影響よりも悪影響が大きくなり日本売りを誘発する「悪い円安」化、④リスクオフイベントの発生（地政学リスクの悪化、世界株価の再調整）、などが考えられる（8月31日付当社週次レポート「[「リスクオフ」の解体新書](#)」も参照）。

- ① については、ドル高の貿易収支悪化を通じた景気下押し効果、および輸入インフレ低下を通じた一般物価押下げ効果が予想外に大きくなることが考えられるが、米国の場合、輸出入決済通貨がドルである比率が高く、為替変動の貿易やインフレへの効果がすぐには出にくいとみられ、目先のリスクとはならなそうだ。
- ② 国際社会からの批判としては、円安から直接貿易競争力などの面で悪影響を受ける韓国からの批判が更に高まったり、IMF が円相場が過小評価であることを指摘する可能性はある。また、ソブリンウェルスファンドの一つとして分類可能な GPIF が国策として円売りを行うことに対して、諸外国から批判されるリスクはある。IMF は今年7月末の対日年次審査報告で円は中期的な経済ファンダメンタルズや望ましい政策と概ね一致している、としていたが、その後円は対ドルで10円、10%近く下落している。

但し、円安による新興国通貨の対円での上昇は、これらの通貨の対ドルでの下落を一部相殺するものだ。また、日銀の追加緩和決定は世界景気減速懸念を後退させる一因となり、米国など世界的な株価押し上げ効果に繋がったことも、国際社会からむしろ歓迎されるものである面も大きい。

- ③ 更なる円安化により、好影響（輸出企業の業績押し上げ、国内生産回帰を受けた貿易収支改善、インフレを目標水準へ押し上げ）よりも悪影響（円安によるインフレ押し上げ効果が賃金押し上げ効果を上回り実質賃金が低下、結果として安倍政権の支持率が低下、対日投資のリターンが円の急落により悪化し対日投資が減少・流出し「日本売り」を誘発）が大きくなると、本邦当局も円安をもたらす金融緩和を再考せざるを得なくなる。なお、前回の「円買い介入」は97年12月～98年6月に実施されたが、125円を上回っており名目水準としてはまだ距離がある。また、金融緩和をやりながら円買い介入はマクロ経済政策面で非整合的で、効果が限られることになってしまう。

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年分)
円	<p>「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日)</p> <p>「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日)</p> <p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&amp;Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p>
ドル	<p>「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)</p> <p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日)</p> <p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p>
豪ドル	<p>「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)</p> <p>「豪ドル：熊(ベア)はいても子守熊(コアラ)？」(14年5月17日)</p>
NZドル	<p>「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)</p> <p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS(ドルのスランプ)」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p>
新興国通貨	<p>「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)</p> <p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利(landslide)よりランド安(Rand-slide)」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER(もっと努力しろ)」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないうで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日)</p> <p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価(S&amp;P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)</p> <p>「伝統(的金融政策)に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) &amp; Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p>

#### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社  
 金融商品取引業者(投資助言・代理業) 関東財務局長(金商)第2733号  
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641