

シニア・ストラテジスト  
山本 雅文

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

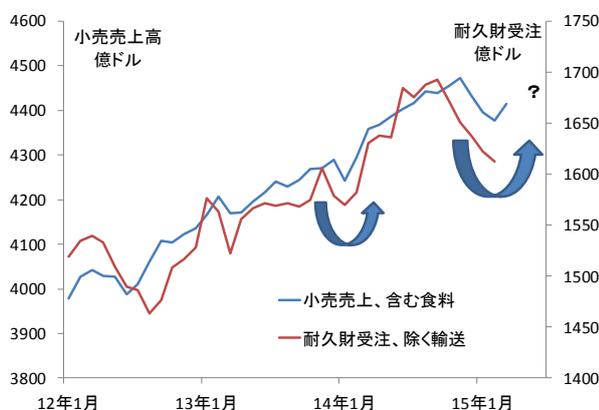
## ドル/円: (どこまで) 上がれるのか?

要約: 足許の米景気鈍化は一時的要因の影響が大きい一方、インフレ・賃金は回復の兆しがみられてきていることもあり、Fed が年内利上げ開始に踏み切る可能性は引き続き高い。本邦でも、デフレ回帰阻止のため統一地方選後には追加緩和の必要性が高まる。こうして年央以降は日米両サイドの要因がドル高・円安方向となり、ドル/円は 125 円を目指そう。但し、米景気回復の遅れや、本邦サイドの円安牽制や追加緩和見送りなど、下振れリスクも高まっている。

### 米景気は腰折れしたのか? 一時的ソフトパッチの可能性

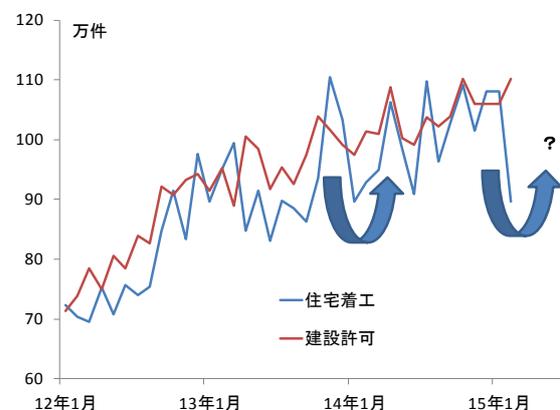
このところ住宅着工件数、小売売上高、耐久財受注、製造業景況感 (ISM、シカゴ、NY、フィラデルフィア) などの米経済指標で予想を下回るものが目立っており (図表 1、2)、アトランタ連銀のリアルタイム予測 (GDP ナウ) によれば 4 月 29 日発表の米 1Q GDP は前期比年率で +0.2% となっている (4 月 14 日現在。4Q 実績は +2.2%)。3 月分非農業部門雇用者数も僅か +12.6 万人増と、過去半年間の平均 (25 万人) と比べ大きく減速し、市場では FOMC の利上げ開始時期期待が 6 月から 9 月以降に後ずれしているようだ。もしこれが米経済の持続的な減速を示しているのであれば、年内利上げ開始などもってのほかで、ドルも下落基調に転じているはずだ。

(図表1) 米国の小売売上高と耐久財受注



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

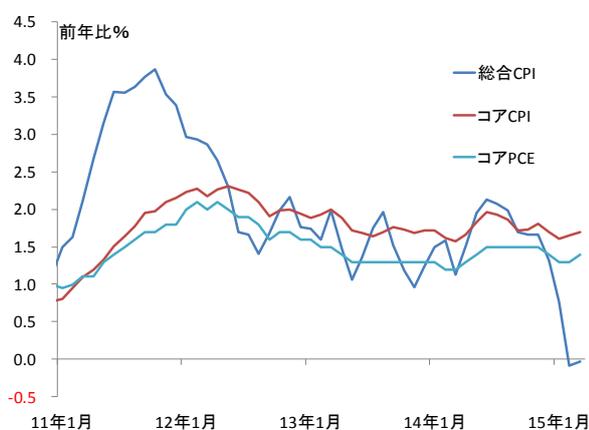
(図表2) 米国の住宅着工と建設許可件数



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

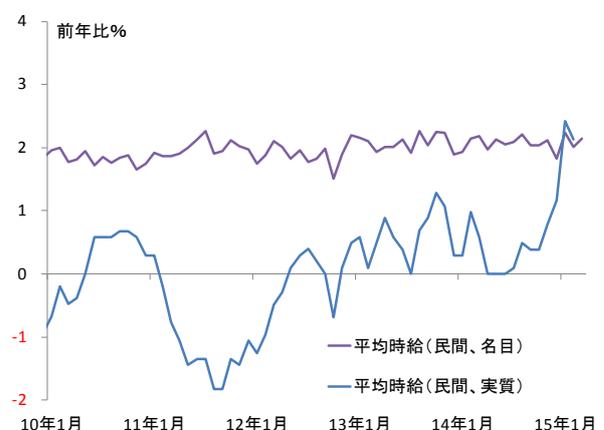
もっとも、悪い指標ばかりではない。失業率が低下基調を続ける中で平均時給などの賃金は上昇の兆しがみられており(図表 4)、コアインフレも低下していない(図表 3)。住宅関連でも天候に左右されにくい建設許可件数は増加基調を維持しているほか(図表 2)、消費関連でも消費者信頼感は歴史的な高水準となっている。ちょうど昨年年初にみられたように、足許の減速の主因が悪天候で、3、4 月分のデータで十分な反発がみられれば、早期利上げ期待がよみがえる可能性は十分に残っている。14 日発表の 3 月分小売売上高も、市場予想を下振れはしたが前月から回復しているのも事実で(図表 1)、今後 4 月分にかけてこれまで減少を取り返す可能性は残っている。

(図表3) 米国のインフレ率



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

(図表4) 米国の賃金 (平均時給)



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

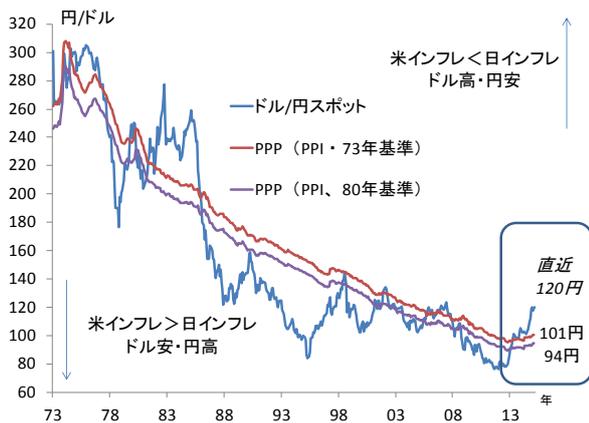
### 日銀は(いつ)追加緩和に踏み切るか？統一地方選通過後

ドル/円が低迷しているもう一つの要因として、政府・日銀の追加緩和消極姿勢がある。昨年末の急激な円安化に対して中小企業を中心に悲鳴が上がったこと、また輸入物価高主導のインフレ率上昇に賃金上昇が追いつかなかった事実を踏まえ、統一地方選を控えて支持率低下につながりかねない追加緩和と円安を避けてきたとみられる。確かに、伝統的な適正水準指標である購買力平価を試算してみると、基準年や実質化する物価指標の取り方によって水準が異なってくるものの、概ね 94~101 円程度と算出され、120 円前後の現水準は 20%程度ドルが割高、円が割安ということになる(図表 5)。これは、アベノミクス下で目標インフレ率を主要国と同水準の 2%とし、実際に米国よりも高いインフレ率となってきたことから、インフレ率格差を反映する購買力平価の方向性自体がドル高・円安方向を示唆し始めていることも大きい(図表 6)。

とは言え、コア CPI(消費増税の影響を除く)は足許再び前年比ゼロ%へ低下しており、放置すれば再び消費者のデフレマインドが高まりかねないほか、個人消費、鉱工業生産や企業景況感(短観)など、

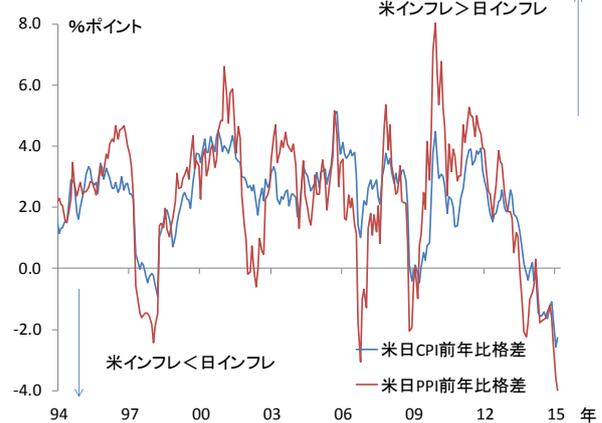
本邦景気も芳しくない状況だ。日経平均の上昇一服なども、追加緩和機運の高まりに繋がろう。タイミングとしては、早ければ統一地方選(4月12日、26日)を通過した後の4月第2回目の決定会合、遅くとも7月の経済見通しの中間評価と同時に行う可能性が残っており、その場合は本邦サイドからも円売り圧力が高まることになる。

(図表5) ドル/円の購買力平価



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

(図表6) 日米インフレ率格差



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

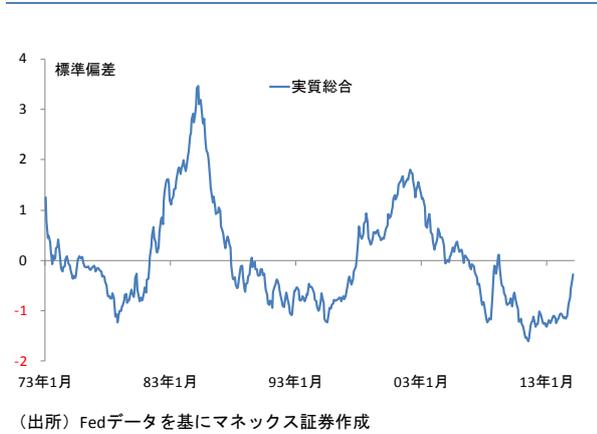
### ドルは高いのか？長期平均程度

購買力平価でみてドル/円が割高領域にあると述べたが、では米国から見てドルは割高な水準なのだろうか。確かに、昨年後半以降のドル上昇は急で、海外売上比率が高い米企業では業績下方修正が相次ぎ、当局や民間エコノミストからもドル高の景気下押し効果を指摘する発言が増えている。とは言え、米国の製造業者も含めドルの水準について議論する際に一般的に用いられる、Fed 算出のドル貿易加重平均相場(実効相場)をみると(インフレ調整後の実質実効相場)、最近の上昇でようやく適正水準を示す長期平均に回帰した程度で、国際的・客観的にみてドルが割高と議論するのは困難だ(図表 7)。この水準で米当局がドル高を懸念するとしたら、それは余程米景気の足腰が弱い状況ということを意味するが、現在はそういう状況ではない。

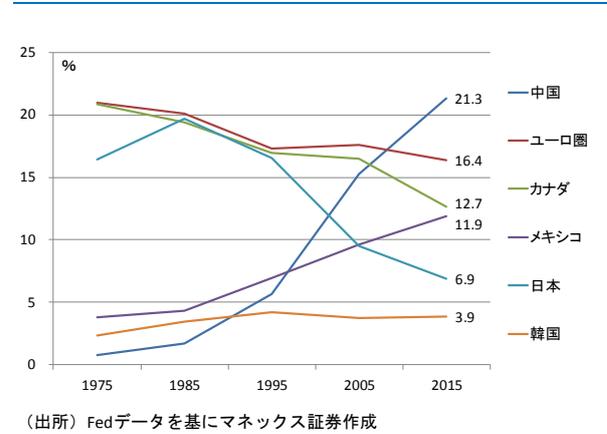
長期的に見て米ドルが案外低い水準にある一因として、米国の最大の貿易相手国である中国の人民元に対してドルがどちらかというと下落方向にあることなどが挙げられる。他方、日本は米国にとっては約7%しか占めていない5番目の小国であり、米国が日本にとって重要なほどには、日本は米国にとって重要ではないのが実情だ(図表 8)。米国の輸出・貿易収支の内訳をみても、足許弱さが際立っているのは品目別には燃料油・石油製品で、国別にはカナダと、結局原油安の悪影響が出易い品目や国に集中している(図表 9、10)。ドル高による競争力低下を受けて幅広く輸出が悪影響を受け貿易赤字

が拡大している状況では全くない。このため、原油安が一服し、今後持ち直していく場合には、こうした悪影響も次第に後退していくとみられる。

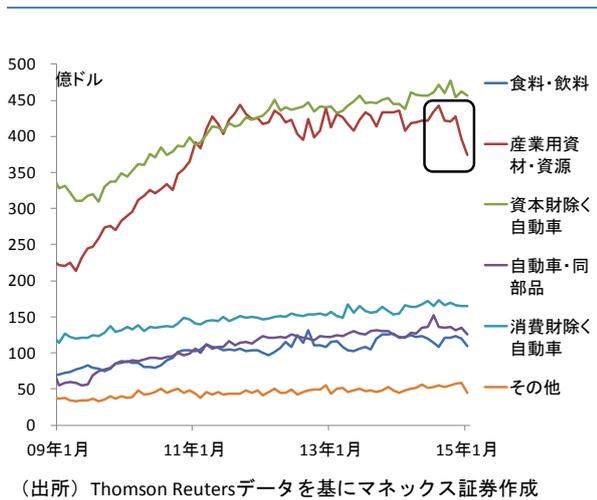
(図表7) ドル実質実効相場 (標準化)



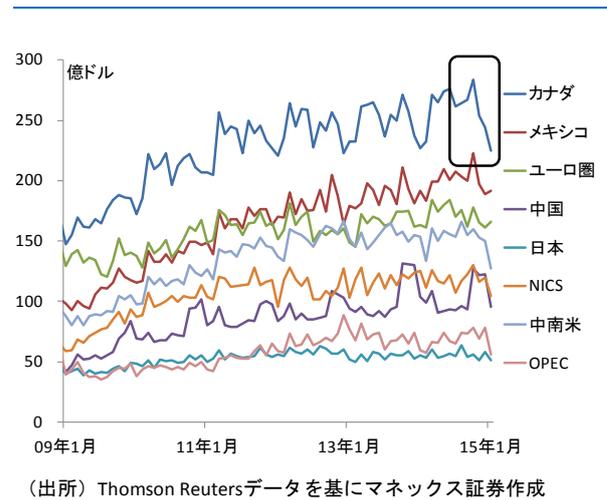
(図表8) ドル実効相場の国別ウェイト



(図表9) 米国の品目別輸出



(図表10) 米国の国・地域別輸出



円は安いのか？極端ではない

では日本にとって円は本当に安過ぎるのだろうか。確かに、貿易加重平均の観点からみても、日本にとって最大の貿易相手国は中国だが人民元の対ドル相場の変動が非常に小さいことから、人民元の対円相場はドルの対円相場とほぼ同じとみることができ、両者を合わせると46%に達する。但し、最近のユーロの大幅下落を受けて対ユーロでの円高が進行していることもあって、実質実効相場では長期平均から1標準偏差しか乖離しておらず、通常の変動の範囲内であり、極端な円安とは判断できない(図表11)。

更に、個人投資家の高金利通貨へのエクスポージャーを考慮すると、違った景色が見えてくる。高金利通貨の代名詞であるブラジルリアル、トルコリラなどの下落が続いており、豪ドル/円も特に昨年末以

降は下落している。これらを考慮して、円相場を対ドル、ユーロだけでなく高金利通貨（リアル、リラ、豪ドル、NZドル、南アランド）も等しく含めて平均すると、実に 2013 年後半以降殆ど円安化していない（図表 12）。

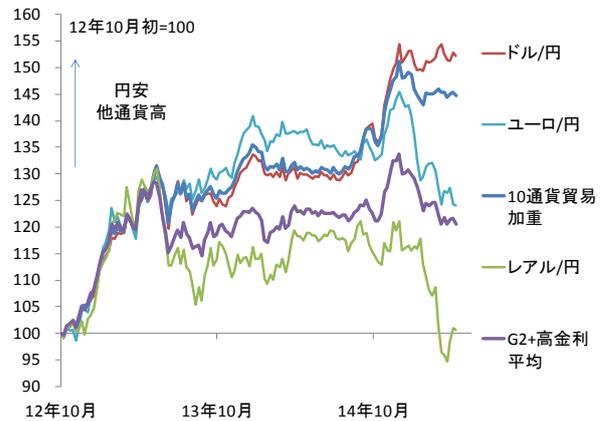
高金利通貨を個人投資家が多く保有していること、日本の貯蓄額の大半は 60 歳以上の年齢層が保有していること、そして人口高齢化の中で日本では有権者（約 53 歳）、投票者（約 57 歳）の平均年齢が上昇していることを考慮すると、個人投資家の太宗を占めるとみられる高齢層の資産価値の変動は政治的にも重要度が高まっている。こうした高齢個人投資家からみて、アベノミクス下で殆ど円安化しておらず、むしろ円高で困っているという認識が広がっているとすると、ドル/円とその影響を受け易い中小企業ばかりを念頭に置いた円安牽制政策は、実は政治家自身の首を絞めている恐れすらある訳だ。

（図表11）円の実質実効相場（標準化）



（出所） Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

（図表12）各種クロス円相場と円加重平均相場



（出所） Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

**ドル/円：米利上げと日銀緩和を前提に年内 125 円へ**

米国景気の足許の減速は一時的要因によるもので、年央以降は再び 2%超の成長率に回帰し、Fed が年内に 2 回程度利上げを行う可能性が高いこと、一方で日本でも 2%のインフレ目標達成のために追加緩和が行われる可能性が高いこと、を前提とすると、ドル/円相場は年後半にかけて 125 円へ上昇していく可能性が高いだろう。米国で年内に 2 回利上げ(+0.5%ポイント)が行われるとすると、ドル/円と連動性が高い米 2 年債利回りも FF 金利上昇と同程度上昇する可能性が高く、これまでの関係からするとドル/円は 125~130 円へ上昇することが示唆される（図表 13、14）。

そもそもドルは長期的に見て高い訳ではないことからこの程度の更なるドル高で米国景気が腰折れる可能性は低く、金融引き締めをあからさまに遅らせたり、為替政策を決定している米財務省からあか

さまざまなドル高牽制が行われる状況にはないとみられる。本邦サイドでも、円は実質実効で極端な円安水準ではないほか、高金利通貨を保有する個人投資家から見てむしろ更なる円安は歓迎される面があること、などを踏まえると、量的緩和停止・縮小や円買い介入などといった強力な円安阻止政策が採られる可能性は非常に低く、円安牽制は次第に影を潜めていこう。

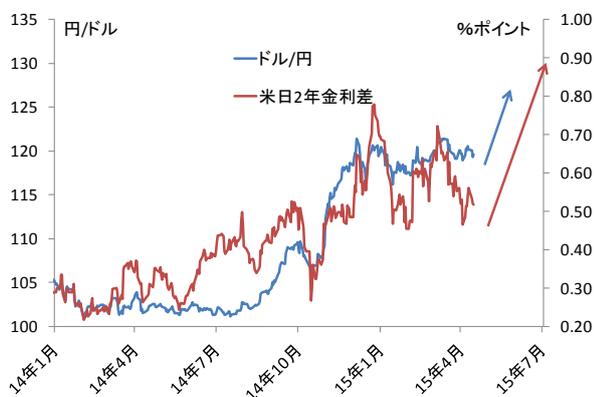
その後もドル/円が 125 円を超えて 130 円方向へ続伸できるかは、米景気・インフレの回復程度とドル高の悪影響度合い、そして本邦では円安のデメリットがどの程度経済指標に顕現化してくるかに依存する。

**但し、ドル高円安シナリオに対するリスクも高まっている**

米国サイドでは、やはり米国景気が冬場の弱さを引きずって再加速しない場合、米国経済のドル高への耐久力が弱まることから、利上げ期待が後退しドルが反落するリスクもある。また、本邦サイドでは 13 日の浜田内閣官房参与発言のように政府が対ドルでの円安けん制を続けたり、日銀の追加緩和が見送られ続けたり、またこれまでの円安化を受けて本邦貿易収支が想定よりも早く黒字化・黒字拡大するような場合も、ドル高円安シナリオに対するリスク要因となる。

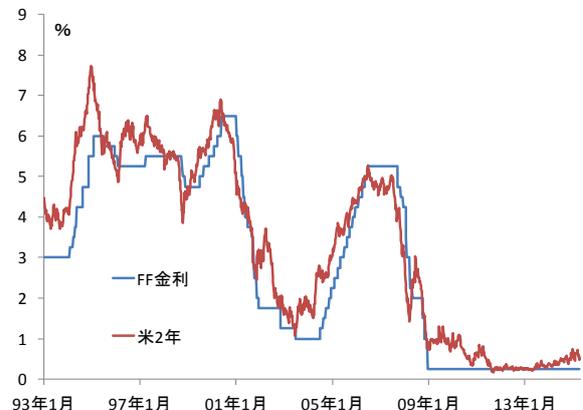
特に、政府・日銀の追加緩和消極姿勢や円安を歓迎しない姿勢が明確になると、ドル高材料が出てきた際取引する通貨としてドル/円が選好されず、ユーロなど当局が通貨安を歓迎している通貨が対ドルで売られ易くなって投機筋の取引が集中し、結果としてユーロ/円などのクロス円で円高化するリスクが高まることになる。これは結果的に、本邦の景気やインフレ率に対する重石となり、追加緩和の必要性を高めることになる。こうした帰結を考えれば、政府・日銀は追加緩和の必要性を示唆し続け、大幅な円高化を回避することが必要だろう。

(図表13) 米日2年金利差とドル/円



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

(図表14) 米国のFF金利と2年債利回り



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

**利益相反に関する開示事項**

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会