

《日米選挙後のドル円相場を展望する(上)》

2012年11月28日

No.2012-009

米政治サイクルとドル円相場

～当面は大幅な円安は期待薄も、米国景気の本格回復・日米の為替需給の構造変化で円安方向へ～

調査部 研究員 井上 肇

《要 点》

- ◆ ドル円相場には米大統領選挙サイクルが存在することが経験則として知られている。選挙翌年については、円安ドル高が進行するとともに、変動率が上昇する傾向がみられる。
- ◆ 「財政の崖」と呼ばれる米財政政策を巡る不透明感などが払拭されない来春頃までは、ドル円相場の上値の重い展開が続くことが予想される。一方、崖回避が期待される来春以降は、ドルが底堅さを増してくる可能性が高い。財政収支の改善がドル高要因になるとの見方もあるが、中長期的な財政再建の道筋を示しながらも、財政赤字削減額は景気に悪影響を与えない範囲にとどめるような崖回避策が合意されたほうが、ドル高に振れるシナリオの実現可能性が高まるだろう。
- ◆ F R B の積極的な金融緩和姿勢は変わらないとみられるものの、米国金利の低下余地が乏しくなるなか、米国の金融緩和を背景としたドル安圧力は限られてきている。一方で、F R B が雇用情勢に顕著な改善が認められるまで積極的な金融緩和を継続する意向を示している以上、本格的なドル高進行にはなお時間がかかるだろう。
- ◆ オバマ政権は輸出振興に向けてドル安容認姿勢を堅持するとみられるものの、米国の輸出振興の主要な手段は貿易自由化推進となっているほか、ドル安圧力をかけるとしても、対象は対人民元相場などに限られ、ドル円相場が対象になる可能性は低いだろう。
- ◆ 来年のドル円相場は、①円弱含みの地合いが続く可能性はあるものの、来春頃まではドルが下振れするリスクが残る、②来春以降はドルが底堅さを増してくる可能性が高いものの、本格的な円安ドル高にはなお時間がかかる、③「財政の崖」に対する期待変化をはじめとした国内外の要因により、オーバーシュートする可能性はあるものの、投機筋に主導される限り持続性は乏しい、という点を踏まえれば、総じてみれば80円台前半をコアレンジとする円弱含みの展開になると想定される。
- ◆ もっとも、日米の経常収支不均衡の縮小という為替需給構造の変化により、ドル円相場が従来の日米金利差に見合う水準から上振れする可能性がある。今後、米国景気が本格的な回復軌道に復帰し、F R B による金融引き締めが視野に入ってくれば、円安ドル高基調が明確化してくるとみられ、為替需給構造の変化もそれを後押しするだろう。

＜目次＞

1. はじめに	3
2. 米国の大統領・議会選挙後の経験則	3
3. 米国の財政政策	5
(1) 「財政の崖」問題でドル円相場はどう動くのか	
(2) 財政収支の改善はドル高を示唆するのか	
4. 米国の金融政策	7
(1) F R Bの積極的な金融緩和姿勢は続くのか	
(2) 金融緩和の継続によりドル安の流れは続くのか	
5. 米国の通商・為替政策	8
(1) 米政権はドル安容認のインセンティブを有するのか	
(2) 米政権は為替相場誘導政策を行うのか	
6. 日米選挙後のドル円相場をどうみるか	10
(1) 円安ドル高傾向となるのか	
(2) ドル円相場の変動率は上昇するのか	
7. 日米双方で生じつつある為替需給における構造変化	11

(会社概要)

株式会社日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称：株式会社日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2000名

代表取締役社長：藤井順輔

理事長：高橋進

東京本社：〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代表)

大阪本社：〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代表)

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上 肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920

Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

1. はじめに

11月のドル円相場は日米の選挙に絡んだ思惑によって振らされる展開となった。日本時間7日に投票が行われた米大統領・連邦議会選挙では、オバマ大統領優勢との見方が強まるにつれ、79円台まで円高ドル安が進行したものの、オバマ大統領再選が判明すると、リスク選好の動きが強まり、一旦80円台を回復した。もっとも、その後、議会上下院で多数派が異なる「ねじれ」議会の継続が確定し、「財政の崖」回避に向けた協議が難航するとの見方が強まったことから、9日には79円台前半まで円高ドル安が進行した。

ところが、14日に野田首相が衆議院解散を表明すると、ドル円相場の流れは一変した。衆議院選挙後の政権交代を意識し、安倍自民党総裁が次期首相に就任した場合の日銀に対する金融緩和圧力の強化や財政健全化の遅れなどが意識されたほか、10月のわが国貿易赤字が市場予想を上回り、為替需給面での円高圧力の減退が改めて意識されたことなどから、21日にかけて82円台まで円安ドル高が進行した。

市場では今後も円弱含みの地合いが継続するとの見方が強まっている。確かに、**安倍自民党政権が誕生した場合に日銀に対する金融緩和圧力が強まる可能性があることや、為替需給面における円高圧力が減退していることなどを踏まえれば、円が弱含みやすい地合いが続く可能性はあるだろう。**もっとも、近年のドル円相場の方向性に対して持続的かつ大きな影響を及ぼしてきたのは米国の景気や金融政策に対する期待であったことをなおざりにしてはならないように思われる。現在米国では、「財政の崖」と呼ばれる財政政策の先行き不透明感が払拭されないなか、景気下振れリスクを抱えた状態が続いている。金融政策については、FRBが年末のツイストオペ終了を見据え、追加金融緩和に踏み切る公算が大きいほか、「財政の崖」による米国景気の下振れリスクが高まった場合も追加金融緩和に踏み切る可能性が高いとみられている。**財政政策を巡る不透明感が強まるとともに、金融緩和への期待が強まる状況は日米ともに同じであるという点を考慮しても、日銀に対する追加金融緩和圧力の強化等を材料にした円安進行シナリオの実現性には不確実性があるように思われる。**

そこで本稿においては、既に判明している米国の大統領・議会選挙結果が米国の財政・金融政策等に及ぼしうる影響を中心に考察したうえで、ドル円相場の先行きを展望する。12月16日に投票が行われるわが国衆議院選挙の結果と新政権の体制が判明した時点で、次稿において衆議院選挙結果がわが国の財政政策・金融政策等に及ぼしうる影響を中心に考察を追加し、本稿で提示する当方のドル円相場のシナリオを修正すべきかどうかを再検討したいと考えている。

2. 米国の大統領・議会選挙後の経験則

最初に、米国の大統領・議会選挙後の経験則を紹介する。ドル円相場には4年周期の米大統領選挙サイクルが存在することが経験則として知られている。以下は、1985年のプラザ合意以降における大統領選挙翌年のドル円相場の経験則についてみたものである。

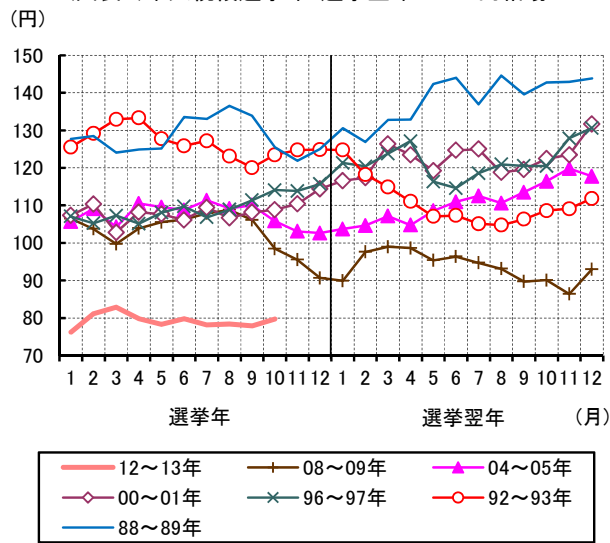
第1に、**選挙翌年は円安ドル高が進む傾向がみられる**(図表1、2)。1993年のクリントン政権第1期開始年を除くすべての年で当てはまっている。この背景には、大統領選挙前には政策面での停滞感が強まりやすいのに対し、選挙後は新政権による経済政策への期待が高まりやすいたことが指摘できる。

第2に、**選挙翌年は選挙年と比べて相場の変動率が上昇する傾向がみられる**(図表2)。リーマン・ショック直後である2009年のオバマ政権の第1期開始年を除くすべての年で当てはまってい

る。この背景には、選挙年には選挙結果を見極めたいという思惑が強まりやすいのに対し、選挙翌年は新政権の政策の方向性が明確になり、ポジションを傾けやすいということが指摘できる。

なお、従来から指摘されることが多かった大統領選挙で共和党候補が勝つと円安ドル高に、民主党候補が勝つと円高ドル安になる傾向は実際にはみられない(図表2)。ちなみに、民主党大統領が選挙で勝利し、選挙翌年に円高ドル安傾向となったのは、1993年のクリントン政権第1期開始年のみであり、議会も民主党が主導権を握っていた場合に限定されている(図表2、3)。

(図表1)米大統領選挙年・選挙翌年のドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.

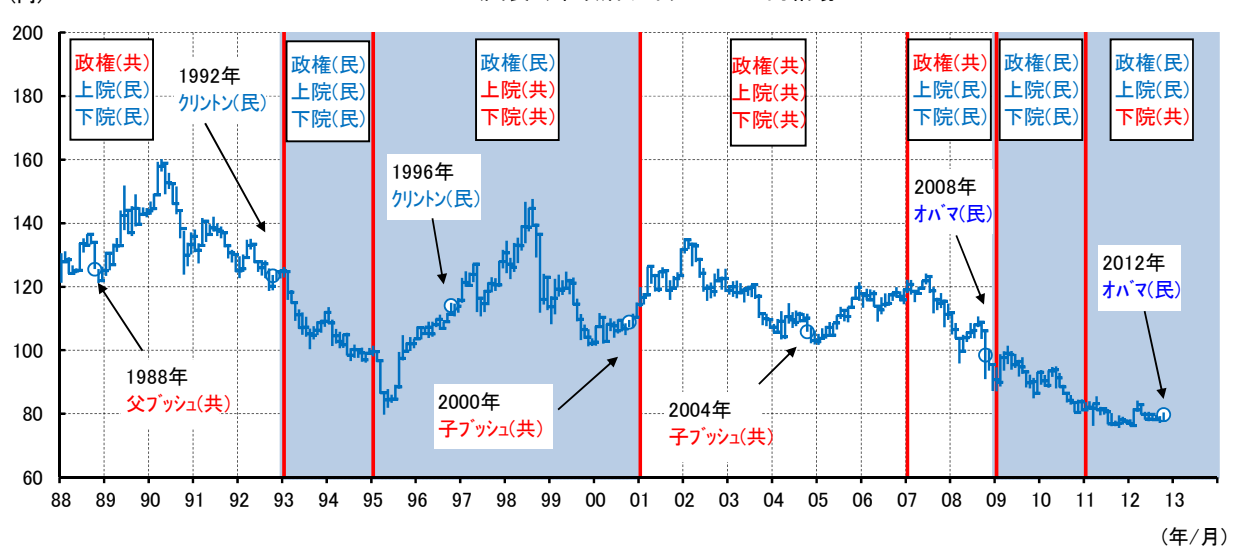
(図表2)米大統領選挙年・翌年の円安・円高傾向、変動率

	政権 (大統領)	円安・円高傾向		変動率(%)	
		選挙年	選挙翌年	選挙年	選挙翌年
88→89年	共→共	円安	円安	11.97	20.68
92→93年	共→民	円高	円高	12.93	22.87
96→97年	民→民	円安	円安	12.08	17.29
00→01年	民→共	円高	円安	12.62	15.09
04→05年	共→共	円高	円安	12.03	17.67
08→09年	共→民	円高	円安	25.00	17.84
12→13年	民→民	円安	-	10.20	-

(資料)Bloomberg L.P.

(注)円安・円高傾向は、前年末から当該年末までの変化率で判定。変動率は年間変動幅を高値、安値の平均で除して算出。ただし、2012年の騰落率、変動率は11月27日時点。

(図表3)米政治サイクルとドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.

(注)(共)は共和党、(民)は民主党。ダーク部は大統領が民主党の時代。縦線は政権、上下院の多数党のいずれかが交代した年。

3. 米国の財政政策

(1) 「財政の崖」問題でドル円相場はどう動くのか

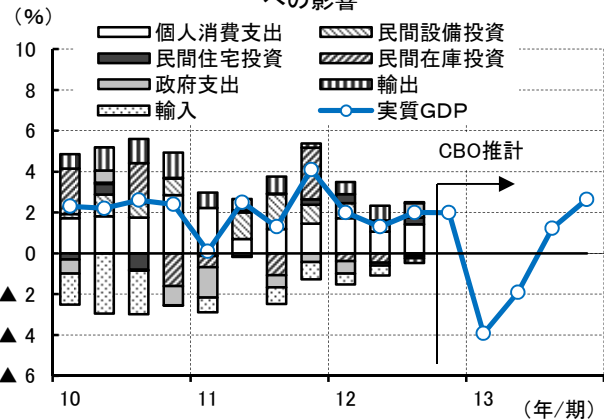
選挙後のドル円相場をみる上で、最も重要なカギを握るのは、いわゆる「財政の崖」問題と呼ばれる米国の財政政策を巡る動向である。「財政の崖」とは、現行の税制や予算管理法を放置すれば年末年始に大規模な減税失効と強制的な歳出削減が始まることを指している。今回の選挙で議会の「ねじれ」が継続したことにより、「財政の崖」回避を巡る議会交渉の難航が予想されている。米議会予算局(CBO)は、崖を放置した場合、2013年度に前年度比で4,870億ドル(名目GDP比3%強)の緊縮財政が発生し、2013年の実質GDP成長率は前年比▲0.3%に失速するとともに、2013年第4四半期の失業率は9.1%に上昇すると試算している(図表4)。なかでも、「財政の崖」の影響が最大となる2013年第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.9%に失速するとされている。

崖を放置すれば米国景気に深刻な悪影響を与えかねないことから、民主・共和両党ともに財政の崖を回避する必要性では一致しており、崖がそのまま実現する可能性は小さい。もっとも、ブッシュ減税については、民主党が富裕層向けでは廃止し、それ以外では延長することを主張しているのに対し、共和党は全面延長を主張するなど、崖を回避する具体策では両党の主張が異なっており、議会の「ねじれ」がある状況では交渉・合意に時間を要することが濃厚となっている。

崖が最終的に回避されるとしても、先行き不透明感が長く続くこと自体が米国景気を下振れさせるリスクとなっている。実際、先行き不透明感が企業マインドを悪化させ、設備投資等の先送りに繋がっている兆候がみられる(図表5)。年内のレームダック議会で具体的な合意が得られない場合、主要な減税の暫定的な延長措置がとられた上で、年明けの新議会で妥協策が協議される公算が大きいものの、崖回避を先送りし続ければ、米国景気に大きな悪影響を与えることが避けられない。そのため、来春頃までに民主・共和両党が歩み寄る形で、マイルドな財政削減にとどめる妥協策が合意されることが期待される。

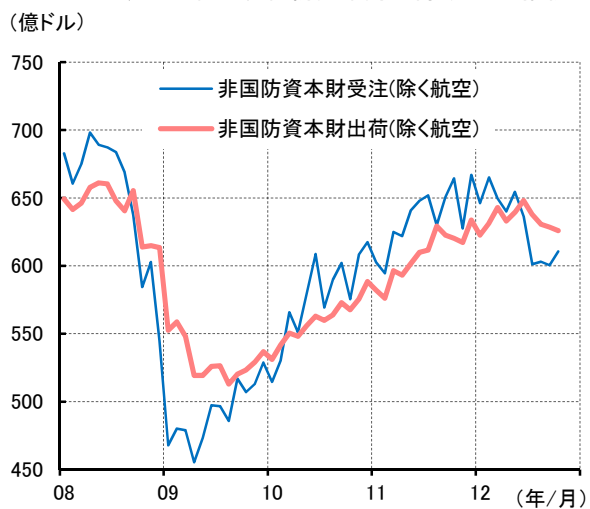
「財政の崖」問題と同時に、債務上限引き上げ問題も議会で合意されなければならない主要な議題として浮上している。連邦政府の債務残高は年末ないしは年始には法定上限に達すると予想されている。特別な措置を講じ

(図表4)「財政の崖」による米実質GDP(前期比年率)への影響



(資料)米商務省、CBO
(注)2012年7~9月期までは実績。10~12月期以降はCBOのベースラインシナリオ(現行法が変更されず、緊縮財政が発動されるシナリオ)。

(図表5)米国の非国防資本財出荷・受注の推移



(資料)米商務省

れば数ヶ月の引き延ばしができるとみられているものの、来春頃には再び上限の引き上げが必要になるとの見方が大勢になっている。

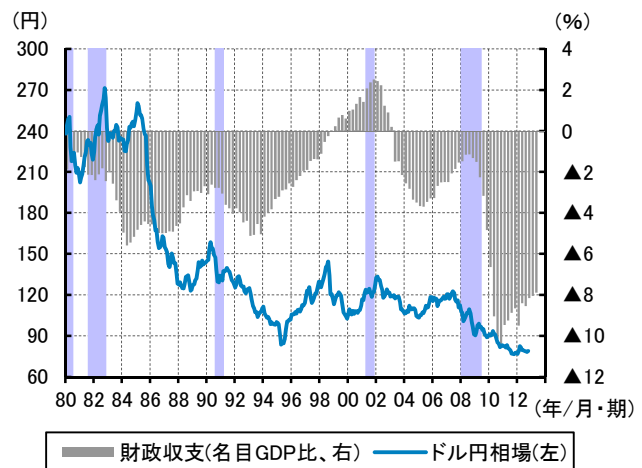
「財政の崖」を巡る先行き不透明感や、米国景気の下振れリスクが払拭されない間は、米国金利の上昇は期待し難く、ドル円相場は上値の重い展開が続くことが予想される。2011年に債務上限引き上げ交渉が難航した際は、8月にS&Pが米国債を格下げし、格下げ後にドル円相場が急落した。今回も、議会交渉が難航、ないしは議会が「財政の崖」や債務上限引き上げ問題の対応を誤った場合、想定外の円高ドル安が再現するリスクがあるだろう。一方で、「財政の崖」回避が期待される来春以降は、先行き不透明感が払拭されるのに伴い、設備投資の減速にも歯止めがかかり、米国景気の回復基調がより明確化してくることが期待される。これが米国金利の押し上げ要因となり、ドルが底堅さを増してくる可能性が高い。

(2) 財政収支の改善はドル高を示唆するのか

「財政の崖」は回避されるにしても、大幅な財政赤字を抱えるなか、一定の財政赤字削減を伴うことは確実である。これにより財政収支が改善すれば、ドルの信認を高め、ドル高要因になるという見方もある。確かに中長期的な観点から米国の財政収支(対名目GDP)とドル円相場の関係を見ると、レーガン政権下で「強いドル」政策がとられ、景気悪化により財政赤字が拡大した1980年代前半の時期等を除けば、概ね1年程度のラグを伴いながらも、「財政収支悪化→ドル安」「財政収支改善→ドル高」の関係がみてとれる(図表6)。この観点に立てば、大幅な財政赤字削減を実現したほうがドル高要因になるということになる。

もともと、金融危機後に注目すると、米国の財政赤字は一旦歴史的な高水準まで拡大した後には、改善傾向にあるにもかかわらず、ドル安が進行してきた。金融危機後は、「米国景気の減速懸念→FRBの追加金融緩和観測→米国金利の低下」が折に触れドル安要因となってきたように見受けられる(図表7)。そもそも過去の財政収支改善は、人為的な削減策により改善したというよりは、景気後退を経験した米国景気が本格的な回復基調に復帰し、自然税収増に繋がったことが主因である。「財政収支の改善→ドル高」はみかけの関係にすぎず、より本質的には、米国景気の本格的な回復基調への復帰、それに伴うFRBの金融引き締めへの転換がドル高に作用していると

(図表6)ドル円相場と米財政収支名目GDP比率



(資料)米S&P、Bloomberg L.P.

(注)シャド一部は米景気後退期。財政収支は1年先行。

(図表7)ドル円相場と米2年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

いえるだろう。

以上のことを踏まえれば、「財政の崖」発動により強制的に財政赤字が削減されても、景気悪化を招き、最終的には財政赤字が拡大し、ドル安に振れてしまう可能性が高い。むしろ、中長期的な財政再建の道筋を示しながらも、財政赤字削減額は景気に悪影響を与えない範囲にとどめるような崖回避策が合意されたほうが、「米国景気の回復期待の強まり→FRBの金融緩和の打ち止め感→米国金利上昇」を通じてドル高に振れるシナリオの実現可能性が高まるといえよう。

4. 米国の金融政策

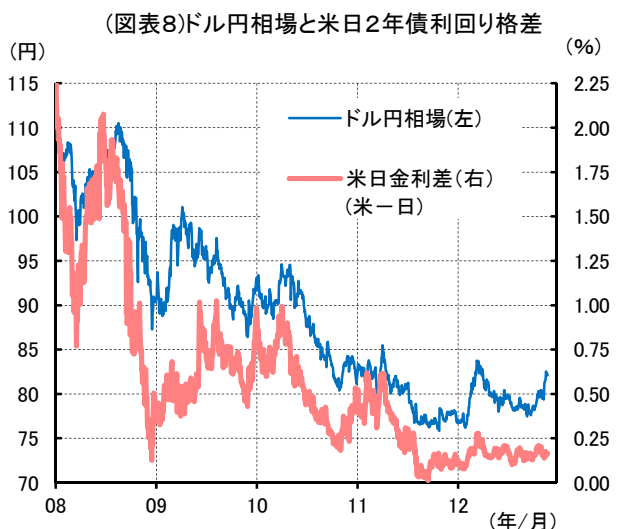
(1) FRBの積極的な金融緩和姿勢は続くのか

今回の選挙結果を受け、FRBの積極的な金融緩和姿勢は変わらないとみられる。今後も議会の「ねじれ」が続く状況下では、積極的な財政政策が期待薄であり、オバマ政権が引き続き景気の下支え役としてFRBの金融緩和に期待せざるを得ない状況が続くだろう。

選挙前には、共和党のロムニー候補が大統領選挙に勝利し、上院で共和党が過半数を占めた場合、同党保守派の間で追加金融緩和(とりわけ量的緩和)反対論が根強いことから、積極的な金融緩和を推進してきたバーナンキFRB議長が任期切れとなる2014年1月末で再任されないとの観測が強まっていた。今回の選挙で民主党のオバマ大統領が再選され、上院も民主党が過半数を維持したことにより、金融危機後に積極的な金融緩和策を推進し、米国景気の回復を下支えしてきたバーナンキFRB議長が再任される可能性が高まったといえる¹。バーナンキFRB議長が再任を望まない場合でも、オバマ大統領は現在のFRBの積極的な金融政策の運営方針を継続する人物を議長に任命する公算が大きい。

(2) 金融緩和の継続によりドル安の流れは続くのか

FRBの積極的な金融緩和姿勢が変わらないことにより、米国の金融緩和を背景としたドル安の流れが続くとの見方が多い。もっとも、米国の金融緩和を背景としたドル安圧力は限られてきているように見える。ドル円相場と日米金利差、とりわけ日米両国の景気及び金融政策への期待を反映して変化する日米の2年債利回り格差とは高い相関関係を維持している(図表8)。日米金利差の変動の大半は米国金利の変動で決まっていることから、米国金利の低下余地が乏しくなっていることは米国の金融緩和を背景としたドル安圧力が減衰してきていることを示唆している。一方、日米ともに金利の低下余地が乏しくなるなか、金融緩和度合いをはかる指標として日米中央銀行の総資産規模に注目する向きが多くなっているものの、ドル円相場と日米中央銀行の総資産規模比率

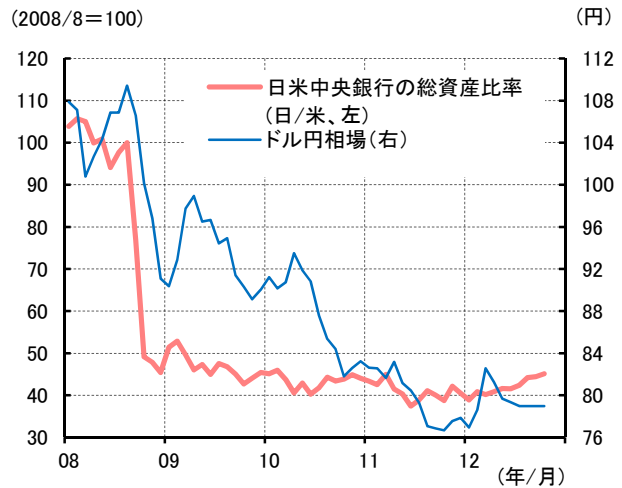


¹ FRB議長は、大統領が指名し、上院が同意すれば任命できる。

の相関関係は実際にはほとんどみられない(図表9)。

こうした見方に立てば、今後FRBが年末のツイストオペ終了を見据え、12月のFOMCで追加金融緩和に踏み切る公算が大きいほか、「財政の崖」による米国景気の下振れ懸念が強まった場合に追加金融緩和に踏み切る可能性が高いものの、米国金利の低下余地が乏しいなか、円高ドル安進行余地は限られるだろう。一方で、FRBが雇用情勢に顕著な改善が認められるまで積極的な金融緩和を継続する意向を示している以上、「財政の崖」回避が期待される来春以降、底堅い米国景気を背景に米国金利が上昇しても、金利上昇余地は限られるとみられ、本格的な円安ドル高進行にはなお時間がかかるとみておく必要があるだろう。

(図表9)日米中央銀行の総資産比率とドル円相場



(資料)日銀、米FRB

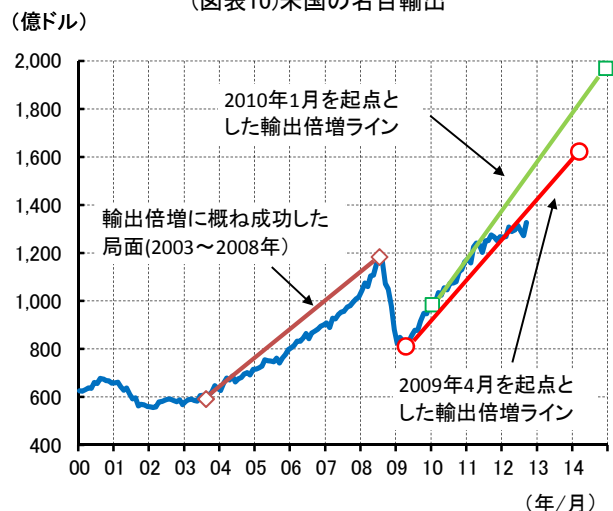
5. 米国の通商・為替政策

(1) 米政権はドル安容認のインセンティブを有するのか

米国の通商・為替政策の面では、オバマ大統領が再選されたことにより、輸出振興に向けて米政権によるドル安容認姿勢が続くという見方がある。オバマ大統領は、2012年9月6日の民主党大統領候補指名受託演説で、「雇用創出と経済再生のための計画」を発表し、①工場拡大や新規雇用する企業を支援し、輸出を倍増する、②今後4年間で、製造業で100万人新規雇用を実現する、ことを表明している。さらに遡れば、第1期任期途中の2010年の一般教書演説で「今後5年(当時)で輸出を倍増させ、雇用を200万人創出する」という「輸出倍増計画」を表明している。オバマ大統領が今回の選挙前に改めて輸出振興を公約したことや、一期目の任期途中に二期目を見越して「5年間」での「輸出倍増計画」を表明していた点を合わせて考えれば、「輸出倍増計画」や「雇用創出と経済再生のための計画」に多少の変更はあっても、オバマ政権第2期では輸出振興が改めて主要政策の一つに据えられる可能性が高いだろう。

もっとも、「輸出倍増計画」の進捗状況を見ると、足許では2010年1月のオバマ大統領の一般教書演説時を起点とする輸出倍増ラインから大きく下振れしているほか、リーマン・ショック後の輸出のボトムだった2009年4月を起点としても輸出倍増ラインの達成は危うい情勢となっている(図表10)。過去に

(図表10)米国の名目輸出

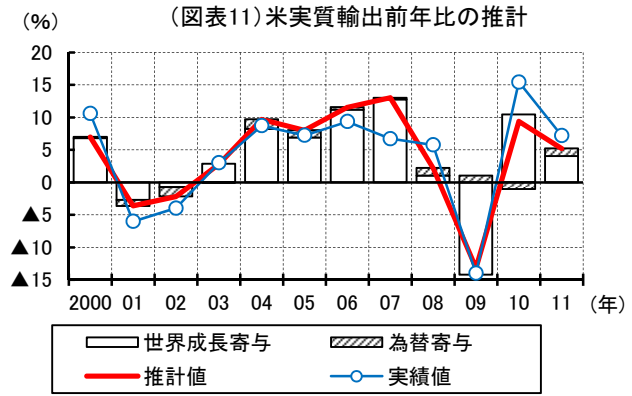


(資料)米商務省

米国が輸出倍増に成功した 2003 年から 2008 年にかけての局面では、輸出増加に世界経済の拡大が寄与していたほか、為替相場がドル安傾向にあったことも寄与している（図 11）。足許、世界経済がかつてのような力強い成長を取り戻すことが期待薄となるなか、米国の輸出増加にはドル安が不可欠であり、オバマ政権はドル安を容認する姿勢を堅持するだろう。

（2）米政権は為替相場誘導政策を行うのか
もともと、オバマ政権における輸出振興の主要な手段は基本的には為替相場誘導政策ではなく、貿易自由化であるとみられる。オバマ大統領は、第 1 期の大統領選挙前には、N A F T A の見直しをはじめ、F T A には消極的な姿勢を示していたものの、2010 年 1 月に「輸出倍増計画」を打ち出して以降は、貿易自由化を重視する姿勢に転換しており、韓国との F T A を締結したほか、T P P 交渉も推進している。第 2 期オバマ政権においても、輸出振興の主要な手段は基本的にはドル安政策ではなく、貿易自由化推進がとられるだろう。新興国を中心に、F R B による金融緩和がドル安を進行させ、通貨安競争を招いているという批判が強まっていることも露骨なドル安政策を取りにくくしていると考えられる。

仮に、オバマ政権がドル安圧力をかけるとしても、対象は対人民元相場などに限られ、ドル円相場が対象となる可能性は低いと言えるだろう。第 1 に、ドルの実質実効為替レートをみると、2002 年以降のドル安は主に対主要国通貨が先導しており、諸通貨（新興国通貨）でのドル安は主要通貨対比で緩やかにとどまっている（図表 12）。背景の一つとして、人民元を筆頭に介入等により対ドルでの増価が抑制されてきたことを指摘できる。実際、今回の大統領選挙の過程でオバマ大統領



（資料）IMF“World Economic Outlook, October 2012”、米商務省、FRBをもとに日本総研作成。

（注1）米国除く成長率は、購買力平価ベースのシェアから算出。

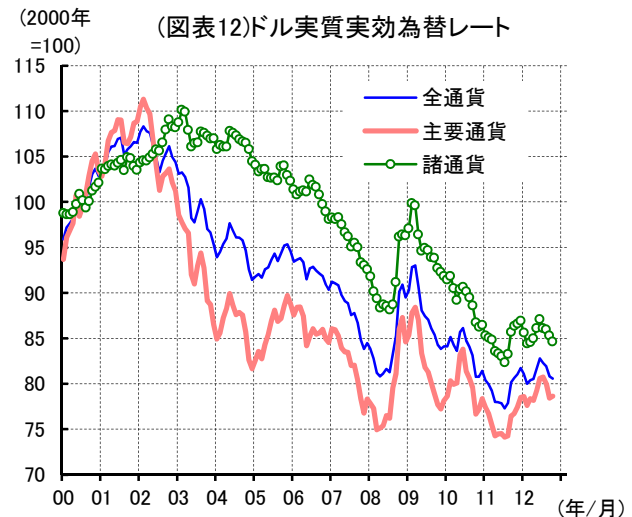
（注2）世界経済寄与度は、定数項と合算。

【推計式】

米実質輸出前年比 = $-14.39 + 4.28 * \text{世界経済成長率 (除く米国)}$

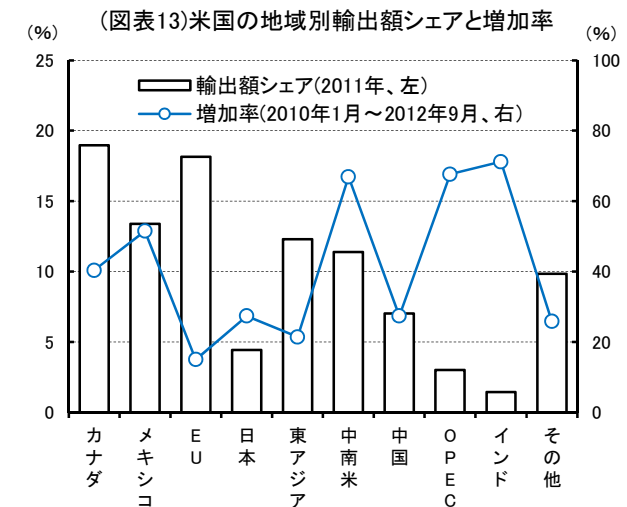
$- 0.25 * \text{ドル実質実効為替レート (全通貨) 前年比 (1年ラゲ)}$

$R^2 = 0.84$ 、推計期間：2000～2011年



（資料）Bloomberg L.P.

（注）主要通貨は、ユーロ、円、ポンド、スイスフラン、カナダドル、豪ドル、スウェーデンクローネ。



（資料）米商務省

（注）東アジアはNIEs+ASEAN。OPECはインドネシア、ベネズエラを除く。

がドル安を求めることを標榜したのは対人民元相場のみである。第2に、輸出拡大余地という観点でも、成長余力の乏しい対先進国では大幅な輸出拡大は期待し難く、成長余力の大きい新興国での輸出拡大が重要となっている。オバマ大統領が一般教書演説で「輸出倍増計画」を打ち出した2010年1月を起点とすると、日本、EUなどの先進国向け輸出は、新興国と比べて総じて増加率が見劣りする一方、メキシコ・中南米などの新興国向けは相対的に高い増加率となっている(図表13)。

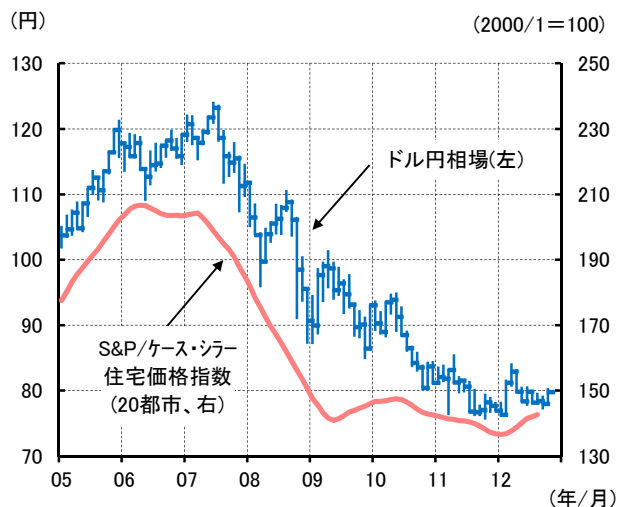
6. 日米選挙後のドル円相場をどうみるか

以下では、これまでの考察を踏まえた上で、大統領選挙翌年の経験則である①円安ドル高傾向、②変動率の上昇、が実現する可能性があるのかという点を検証しながら、日米の選挙結果が出揃う来年のドル円相場を展望したい。

(1) 円安ドル高傾向となるのか

まず、円安ドル高傾向となるのかという点についてみてみると、安倍自民党政権が誕生した場合に日銀に対する金融緩和圧力が強まる可能性があることや、為替需給面において円高圧力が減退していることなどを踏まえれば、円弱含みの地合いが続く可能性はある。もっとも、米国の財政政策に対する不透明感が払拭されない間は、ドルが下振れするリスクが残るだろう。一方、「財政の崖」回避が期待される来春以降は、米国景気が底堅さを増してくる可能性が高く、円安ドル高傾向が実現する可能性は十分にあるといえよう。米国では、金融危機以降低迷してきた住宅市場が足許では持ち直しつつあるなど、米国景気の成長の足かせとなってきた要因が徐々にではあるが取り除かれつつあることも、今後の米国景気の回復を下支えする可能性が高い。米国の住宅価格が上昇に転じつつあることは、ドル円相場の歴史的な円高局面が峠を越えつつあることを示唆しているようにもみえる(図表14)。もっとも、金融政策の観点からは、FRBが雇用情勢に顕著な改善が認められるまで積極的な金融緩和を続ける意向を示している以上、本格的な円安ドル高にはなお時間がかかるとみておく必要があるだろう。

(図表14)ドル円相場と米住宅価格



(資料)米S&P、Bloomberg L.P.

(2) ドル円相場の変動率は上昇するのか

次に、大統領選挙翌年に前年と比べて変動率が上昇するのかという点についてみてみると、今年の年末までのドル円相場が既につけた年初来高値(84.18円)と同安値(76.03円)内での推移を続けることを前提とすれば、来年は今年の年初来高値と同安値(84.18円-76.03円=8.15円)よりも広いレンジで推移するということを意味する²。仮に来年のレンジ幅が今年より大きくなるとすれば、

² 本稿では、年間値幅を高値と安値の平均で除したものを変動率として定義しており、年間値幅が同じでも高値と安値の平均が異なれば、変動率は同じとはならない。

(a)年初来安値 76.03 円は更新せず、年初来高値 84.18 円を上抜ける、(b)年初来高値 84.18 円は更新せず、年初来安 76.03 円を下抜ける、(c)年初来高値 84.18 円、年初来安値 76.03 円いずれとも更新する、のいずれかの展開が想定される(図表 15-1)。

(図表 15-1)来年の変動率が今年より上昇するシナリオ
(数値例)

2013年	最高値	最安値	値幅	変動率
ケース(a)	85.00	76.50	8.50	10.53
ケース(b)	84.00	75.00	9.00	11.32
ケース(c)	85.00	75.00	10.00	12.50

金融危機以降、ドル円相場との相関が高い日米金利差の縮小余地が乏しくなるにつれて、ドル円相場の変動レンジ及び変動率は低下してきた(図表 15-2)。来年も日米ともに金利の低位安定が見込まれるなか、ドル円相場の変動率が大きく上昇する展開は想像し難いのが実情である。もっとも、今年2月から3月にかけて、

(図表 15-2)近年の年間高値・安値・値幅・変動率

	最高値	最安値	値幅	変動率
2008年	112.21	87.14	25.07	25.15
2009年	101.11	84.83	16.28	17.51
2010年	94.99	80.22	14.77	16.86
2011年	85.53	75.34	10.19	12.67
2012年	84.18	76.03	8.15	10.17

①米国景気の回復期待の強まり、②欧州債務問題への懸念後退、③日銀によるインフレ目標の

(資料)資料)Bloomberg L.P.

(注)変動率は年間値幅を高値、安値の平均で除して算出。

2012年の高値・安値・変動率は11月27日時点。

設定とサプライズ的な追加金融緩和、④投機筋の膨大な円買いポジションの巻き戻しと円売り姿勢への転換、などの円安ドル高材料が重なり、急速に円安ドル高が進行したことにみられるように、ドル円相場が日米金利差により正当化される水準から乖離してオーバーシュートする可能性はあるだろう。来年でいえば、「財政の崖」に対する市場の期待の変化が、為替相場のオーバーシュート(変動率の上昇)を引き起こす可能性がある。米国で「財政の崖」が回避できないという懸念が強まる場合には、米国景気の失速懸念が強まり、円高ドル安方向への振れが大きくなる可能性がある一方、「財政の崖」が回避されるとの期待が強まる局面では、米国景気の回復期待も強まり、円安ドル高に大きく振れてもおかしくはないだろう。その他にドル円相場がオーバーシュートを引き起こす要因を挙げれば、①安倍自民党政権が誕生した場合の日銀への金融緩和圧力の強化や財政悪化懸念などを背景とした円の急落、②わが国貿易赤字の拡大・経常黒字の大幅縮小に伴う円の急落、③欧州債務問題に対する懸念の強まりを背景としたリスク回避の円高ドル安加速、などを指摘できるだろう。もっとも、そうしたオーバーシュートが今春のように投機筋に主導される限り、一時的なものにとどまる可能性が高いと思われる。

以上のように、①円弱含みの地合いが続く可能性はあるものの、来春頃まではドルが下振れするリスクが残る、②来春以降はドルが底堅さを増してくる可能性が高いものの、本格的な円安ドル高にはなお時間がかかる、③「財政の崖」に対する期待変化をはじめとした国内外の要因により、オーバーシュートする可能性はあるものの、投機筋に主導される限り持続性は乏しい、という点を踏まえれば、来年のドル円相場は、総じてみれば 80 円台前半をコアレンジとする円弱含みの展開になると想定される。

7. 日米双方で生じつつある為替需給における構造変化

従来、経常黒字国通貨である円の需給構造は、経常黒字に伴う恒常的な円買い需要があるため、それを上回る証券投資などを通じた資本流出、つまり円売り需要がなければ円高傾向になる一方、

経常赤字国通貨であるドルの需給構造は、経常赤字に伴う恒常的なドル売り需要があるため、それを上回る証券投資などを通じた資本流入、つまりドル買い需要がなければ、ドル安傾向になると言われてきた。この結果、円とドルの通貨ペアであるドル円相場が上昇するには、円からドルへの証券投資などを通じた資本の移動、つまり円売りドル買い需要を促す日米金利差が必要であると言われてきた。実際、日米2年債利回り格差とドル円相場に高い相関関係がみられるのは、こうした為替需給構造が大きく影響しているとみられる。

もっとも、足許では、日本だけではなく、**米国でも為替需給構造が変化しつつあること**

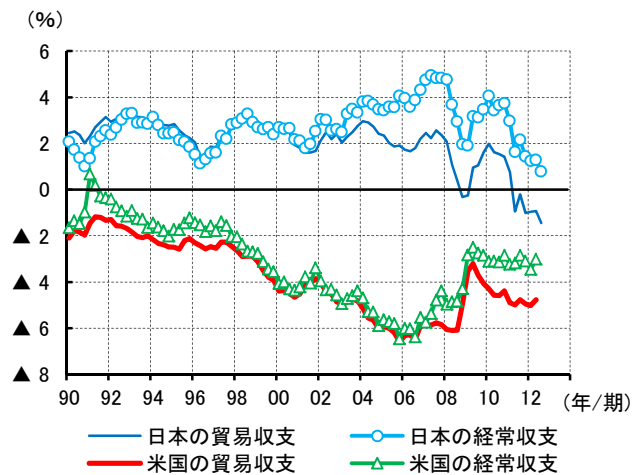
には留意する必要がある。日本の貿易収支は、2011年3月の東日本大震災に伴うサプライチェーンの寸断を受け、同年4月以降に輸出が落ち込み、貿易赤字に転換した。その後も、海外景気の減速や既往の円高による輸出の減少及び化石燃料の調達拡大や資源価格の上昇による輸入増加により赤字基調が継続し、経常黒字の大幅縮小に繋がっている(図表16)。当面を展望しても、世界景気の回復の遅れや既往の円高が輸出の低迷を長期化させる一方、原発停止に伴う火力発電用燃料の需要増加が輸入を高止まりさせることが予想されることから、貿易収支の赤字基調が続く可能性が高い。所得収支の金額が大きいため、容易には経常赤字には転換しないとみられるものの、経常黒字幅が大きく縮小した状態が続くだろう。

一方、米国の貿易赤字は縮小傾向が続いている(図表16)。貿易赤字の縮小は輸入減少の寄与が大きく、輸入減少に最も貢献しているのが原油輸入の減少である。「シェール革命」と呼ばれる掘削技術の進歩等を背景に、米国の原油生産量が急増しているほか、エネルギー効率の改善により、原油消費が減少していることが背景にある。将来的には、米国が原油の純輸出国になるとの見方もある。原油輸入を含めた石油関連の輸入は米国の貿易赤字の半分強を占めているだけに、米国が原油の純輸出国になれば、米国の貿易赤字、経常赤字は大幅に縮小することが期待される。

日本や米国の経常収支を通じた資金フローは、為替取引全体からみれば金額的に小さく、影響が短期的に顕在化するとは言いえないものの、日米双方の経常収支が正反対の方向に進み始めていることは、経常収支を通じた恒常的な円高ドル安圧力が和らぎ始めていることを示唆している。こうした日米の経常収支不均衡の縮小という為替需給構造の変化により、ドル円相場が従来の日米金利差に見合う水準から上振れする可能性がある。

今後、時間を要するとしても、米国景気が本格的な回復軌道に復帰し、持続的に雇用情勢の改善が進むようになれば、FRBが金融引き締めへ転じることが視野に入ってくるとみられる。これにより、日米金利差が大きく拡大すれば、円からドルへの証券投資などを通じた円売りドル買い需要が盛り上がり、円安ドル高基調が明確化してくるとみられる。経常収支を通じた恒常的な円高ドル安圧力が和らいできていることも、こうした円安ドル高基調を後押しするだろう。

(図表16)日米の貿易収支・経常収支(対名目GDP比)



(資料)財務省、日銀、米商務省
 (注)貿易収支、経常収支はBOPベース。