

《日米選挙後のドル円相場を展望する(下)》

2013年1月24日
No.2012-17

アベノミクスへの期待とドル円相場

調査部 研究員 井上 肇

《要 点》

- ◆ 今回の円安には、2つの側面がある。第1は、安倍政権下での日銀の金融緩和強化に対する期待などを背景に、円安期待を強めた海外投資家によって主導された円売りという側面である。為替差益を期待した取引であるとみられ、一段の円安が見込み薄となった時点でポジションの巻き戻しが生じてもおかしくはない。ただし、今回については、海外投資家は「アベノミクス」の実現性や効果を比較的じっくりと見極めようとしている可能性があり、早々に巻き戻されるわけではないだろう。
- ◆ 第2は、ファンダメンタルズへの回帰の動きという側面である。長期の為替相場の動きを説明するのに有効とされる購買力平価の観点からは、1ドル=80円台半ば程度がドル円相場の適正水準という見方ができ、今回の円安は概ねファンダメンタルズ的に正当化される。安倍政権下での日銀の金融緩和強化に対する期待などが、行き過ぎた円高是正のきっかけになった形である。
- ◆ もっとも、適正水準を超える円安は、期待先行の感が否めない。第1に、日銀の金融緩和が円安をもたらす効果が過大評価されている可能性がある。日銀が金融緩和を強化しても、名目金利低下や期待インフレ率の上昇を通じた円安は期待し難い。
- ◆ 第2に、市場が期待しているとみられる外債購入ファンドなどの円高是正策の実現には高いハードルが存在している。外債購入ファンド実現が困難になった場合は、円高に振れるリスクがある。
- ◆ 従って、期待先行の円安は、いずれかのタイミングで限界が生じ、適正水準までの揺り戻しが生じてもおかしくはないだろう。
- ◆ 日米選挙後となる2013年前半のドル円相場を展望すると、①円安を主導してきた海外投資家が「アベノミクス」の実現性や効果を比較的じっくりと見極めようとしている可能性があること、②今回の円安がファンダメンタルズに回帰する動きという側面を有すること、③為替需給面で円高圧力の後退した状態が続くと予想されること、等により、当面は円安地合いが続きやすい。もっとも、①日銀の金融緩和が円安をもたらす効果が過大評価されている可能性があること、②外債購入ファンドなどの円高是正

策の実現には高いハードルがあること、③米国の財政政策を巡る市場混乱のリスクが払拭されていないこと、等を踏まえれば、いずれかのタイミングで円安が勢いを失う可能性があり、年央頃にかけて円高に振れる可能性がある。

- ◆ 一方、年後半を展望すると、①米国経済の回復基調が明確化してくるとみられること、②FRBの量的緩和解除観測が台頭する可能性があること、③シェール革命による米国の経常収支の改善期待が高まる可能性があること、等により、年末にかけては徐々にドルが底堅さを増してくる可能性がある。

＜目次＞

1. はじめに	3
2. 今回の円安の2つの側面	3
3. 円安の勢いは続くのか.....	5
4. 日米選挙後となる2013年のドル円相場をどうみるか.....	9

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

昨年11月14日に野田前首相が衆議院の解散を表明して以降、日銀に積極的な金融緩和を求める自民党への政権交代の思惑が高まり、円安が進行した。さらに、12月16日に投開票が行われた衆院選後も安倍新政権の経済政策である「アベノミクス」、とりわけ、日銀の金融緩和強化が実現することへの期待から円安が一段と進行した。

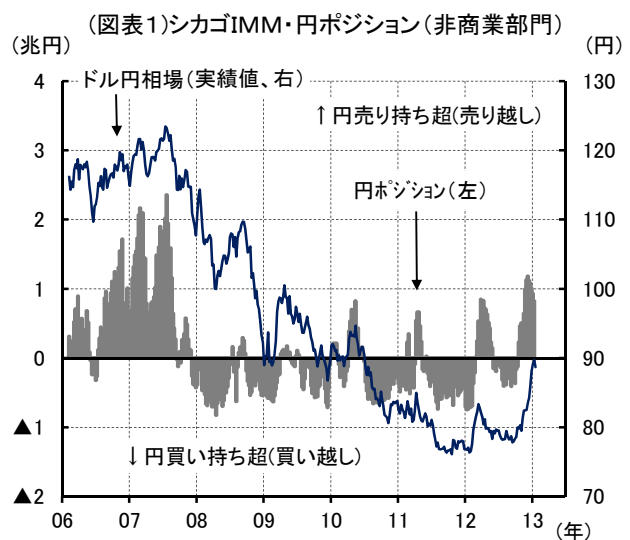
本稿では、昨年11月半ば以降の急速な円安(以下、今回の円安)の背景や、円安期待を強めた要因について考察し、それらを踏まえて、日米選挙後となる2013年のドル円相場を展望する。

2. 今回の円安の2つの側面

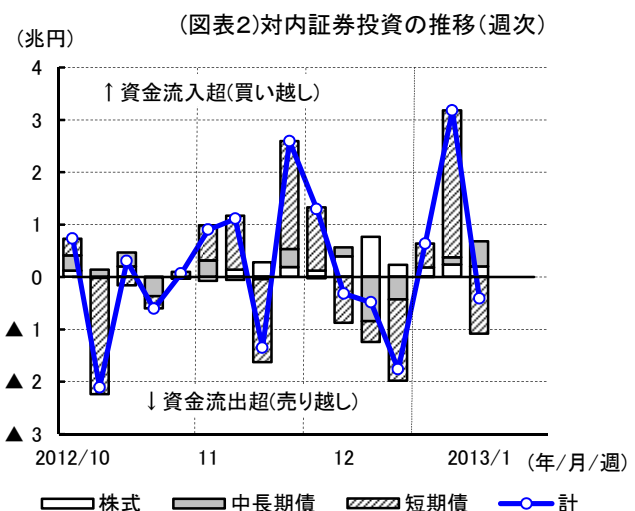
円安期待を強めた海外投資家によって主導された円売りという側面

まず、今回の円安には、安倍政権下での日銀の金融緩和強化に対する期待などを背景に、円安期待を強めた海外投資家によって主導された円売りという側面がある。海外投機筋の動きを反映するとされるシカゴIMM通貨先物取引(非商業部門)では、円売りポジションが金融危機後の最高水準にまで拡大したほか、海外投資家による対内証券投資は、売り越し(わが国からの資金流出)傾向がみられた(図表1、2)。一方、国内投資家の対外証券投資や、在日外国銀行の本支店勘定の資産残高が示唆する「円キャリートレード」は盛り上がりを欠いた状態が続いている(図表3、4)。

金融危機前に大幅に円安が進行した2005年～07年にかけては、海外投機筋の円売りポジションが足許の水準以上に積み上がっていたほか、「円キャリートレード」も活発化していた。当時は、世界経済への成長期待が大きく、低リスク(低ボラティリティ)であったほか、内外金利差が十分に大きく、為替リスクに見合う十分な金利差益を期待できる状況にあった。しかも、当時は主要国で円のみがキャリートレードの調達通貨となりやすい低金利通貨であった。一方、今回の円安では、世界経済の回復期待は強まりつつあるものの、金利差が拡大しているわけではなく、為替リスクに見合う十分な金利差益を期待できる状況ではない。また、現在わが国以外の主要国でも金利水準は十分に低く、円以外にもキャリートレードの調達通貨の選択肢が広がるな



(資料)米CFTC
(注)直近値は1/15。



(資料)財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」
(注)指定報告機関ベース。直近は、2013/1/13～1/19。

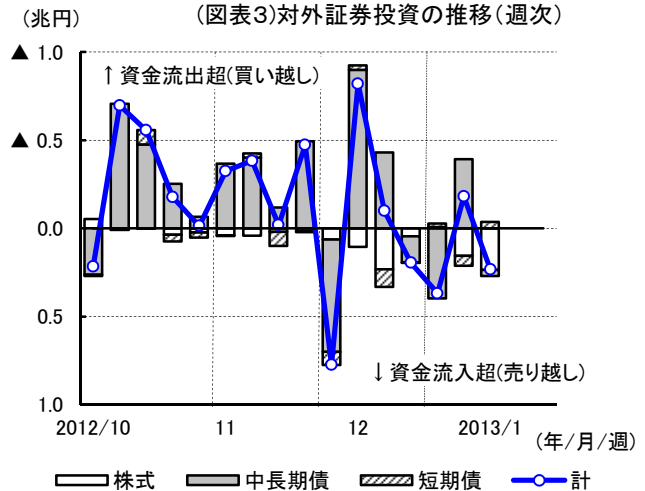
か、円キャリートレードが突出して活発化する状況ではない。

以上を踏まえると、今回の円安を主導してきた海外投資家の円売りは、金利差益というよりは為替差益を期待した取引であるという見方ができる。為替差益を期待した取引では、一段の円安進行が見込み薄となった時点でそれ以上ポジションを保有しておくメリットは乏しくなるため、利益確定のために円売りポジションを巻き戻す動きが出やすくなる。ただし、今回については、円安を主導してきた海外投資家は「アベノミクス」の実現性や効果を比較的じっくりと見極めようとしている可能性があり、円売りポジションが早々に巻き戻されるわけでもないだろう。実際、市場参加者が円安・円高いずれの予想に傾いているかを示唆するリスク・リバーサル指標を期間別にみると、短期よりも半年前後の期間の上昇が大きくなっており、半年前後の時間をかけて政策の実現性や効果を見極めようとしている可能性を示唆している(図表5)。

ファンダメンタルズへの回帰の動きという側面も

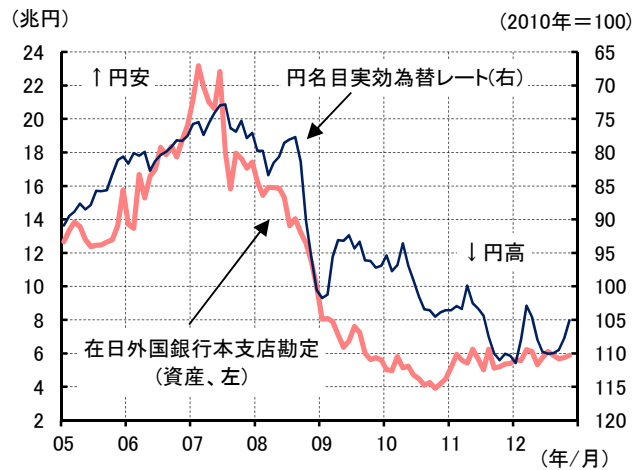
今回の円安には、ファンダメンタルズへの回帰の動きという側面もある。長期的な為替相場の動きを説明するうえでは、購買力平価が有効とされる。実際に、日米の購買力平価(1973年を基準)をみると、近年のドル円相場は、生産者物価基準の購買力平価を円安の目途、そして、1987年のブラック・マンデーやクリントン政権下でのドル安政策期を除いて、生産者物価基準の購買力平価より25%円高ドル安の水準を円高の目途としつつ、円高トレンドが続いてきた(図表6)。短期におけるドル円相場の変動は説明できていないものの、長期でみれば購買力平価が実際のドル円相場の推移をある程度説明できているといえるだろう。

(図表3) 対外証券投資の推移(週次)



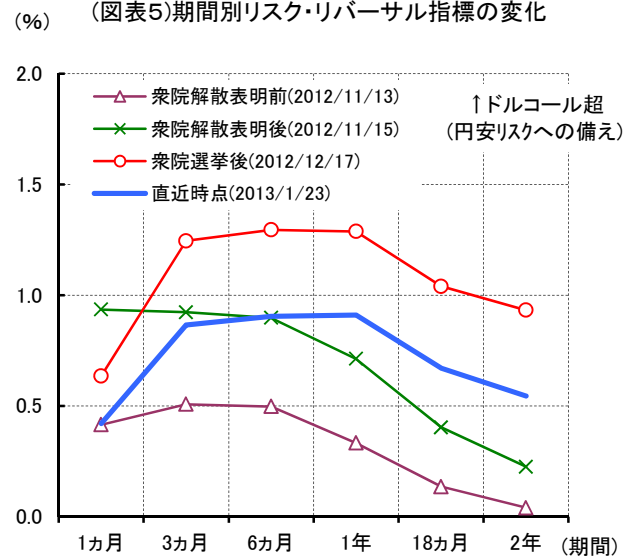
(資料)財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」
(注)指定報告機関ベース。直近は、2013/1/13~1/19。

(図表4) 円名目実効為替レートと円キャリートレード



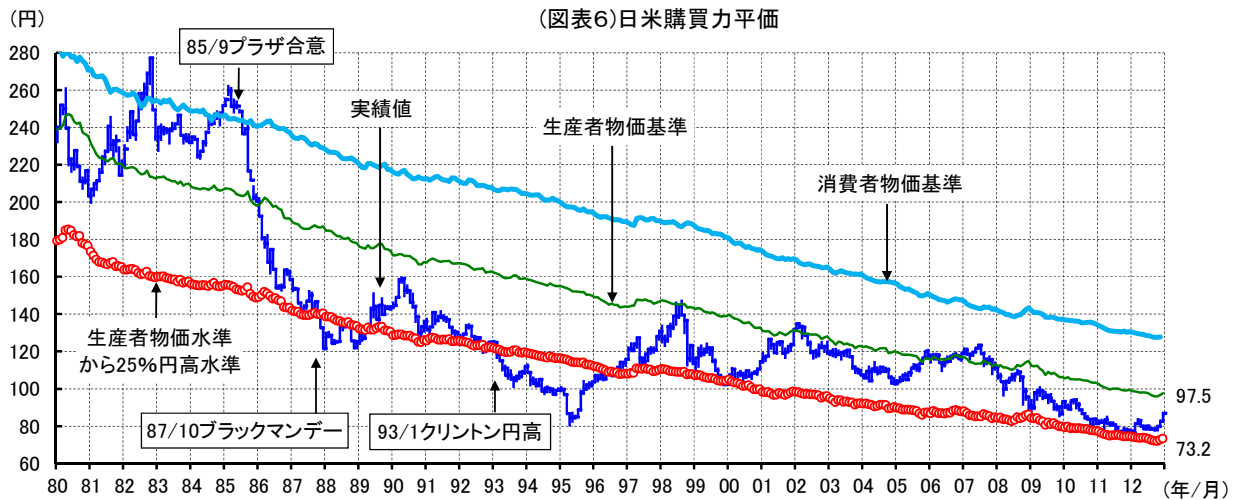
(資料)日銀
(注)直近残高は、2012/11末残高。

(図表5) 期間別リスク・リバーサル指標の変化



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成

直近時点では、円安の目途となってきた生産者物価基準の購買力平価は、1ドル=98円程度、そして、円高の目途となってきた生産者物価基準の購買力平価より25%円高ドル安の水準は、1ドル=73円程度となっている。円安の目途と円高の目途の平均値をドル円相場の適正水準とすれば、1ドル=80円台半ば程度がドル円相場の適正水準という見方ができ、今回の円安は概ねファンダメンタルズ的に正当化される。つまり、今回の円安は、行き過ぎた円高の是正の動きであり、購買力平価に見合った水準への回帰の動きという見方ができるということである。安倍政権下での日銀の金融緩和強化に対する期待などが、行き過ぎた円高是正のきっかけになった形である。



(資料)日銀、総務省、米労働省、IMFをもとに日本総研作成

(注)消費者物価、生産者物価基準の購買力平価は、1973年を基準にして日本総研が試算。

3. 円安の勢いは続くのか

以上を踏まえると、80円台半ばまでの円安は適正水準への回帰と位置付けられるものの、それを超える円安は、期待先行の感が否めない。今回の円安では、日銀の金融緩和強化への期待や外債購入ファンドなどの円高是正策への期待が円安期待を強めているとみられるものの、日銀の金融緩和が円安をもたらす効果が過大評価されている可能性があるほか、外債購入ファンドなどの円高是正策の実現には高いハードルが存在しているとみられるためである。

(1) 日銀の金融緩和の円安波及効果

名目金利低下を通じた円安は期待薄

これまで日米中央銀行の金融緩和姿勢の積極度合いを測る指標として、日米の中央銀行のバランスシート(総資産)比率やマネタリーベース比率に注目し、日銀がバランスシート、ないしはマネタリーベースの拡大ペースにおいて米FRBよりも見劣りすることが円高を招来しているとの指摘がしばしばなされてきた。このことは、逆に言えば、日銀が米FRBよりも速いペースでバランスシート、ないしはマネタリーベースを拡大するような金融緩和をすれば、円安につながるということを意味している。

日米のマネタリーベース比率(日/米)とドル円相場の関係については、確かに2000年代初め頃までは、日米のマネタリーベース比率がドル円相場の説明要因として機能していると言われてきたものの、その後はそうとは言い難い(図表7)。むしろ、ドル円相場の説明要因として機能してきたの

は、米日名目金利差(米一日)、とりわけ米日2年債利回り格差である(図表8)。

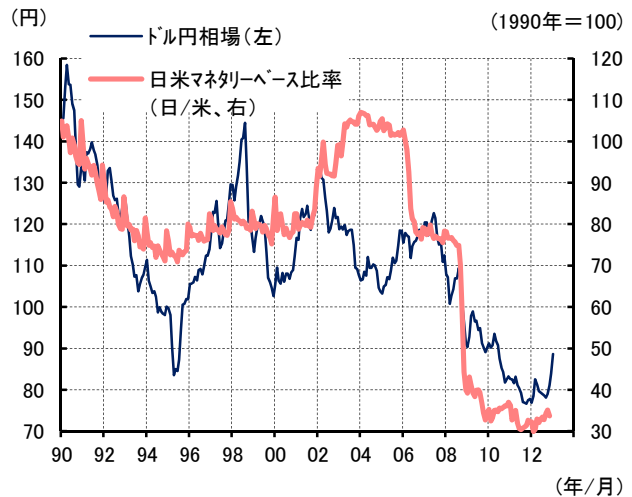
例えば、2001年～06年にかけて日銀が量的緩和政策を実施した局面では、日米マネタリーベース比率は上昇したものの、必ずしも円安ドル高が進行したわけではなく、むしろ、2002年～04年にかけては、米国で利下げが続くなか、米日金利差が縮小したことに連動し、円高ドル安の展開となった。逆に、日銀が量的緩和を解除した2006年～07年にかけては、日米マネタリーベース比率が低下したものの、米国が利上げに転じ、米日金利差が拡大したことに連動し、円安ドル高傾向が続いた。

また、2008年のリーマン・ショック以降の局面では、一見すると日米のバランスシート比率が低下したことに連動し、円高ドル安が進行したように見えるものの、実際は、日米のバランスシート比率の低下のほとんどはリーマン・ショック直後に生じており、その後も続いた円高ドル安傾向を十分に説明できていない。むしろ、2011年までの円高ドル安傾向は、米日金利差の縮小に連動していた。さらに、2012年9月には米FRBが量的緩和第3弾(QE3)に踏み切ったものの、米日金利差の縮小余地が乏しくなるなか、円高ドル安は進行しなかった。

こうした過去の事例は、量的緩和が中央銀行のバランスシート、ないしはマネタリーベースの拡大そのものを通じて為替相場に影響を与えるわけではないことを示唆している。すなわち、日銀が米FRBよりも早いペースでバランスシート、ないしはマネタリーベースを拡大したからといって必ずしも持続的な円安につながるわけではないといえる。

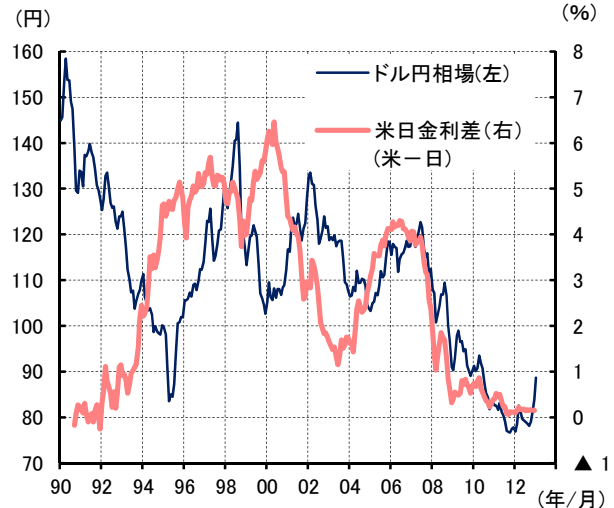
一方、量的緩和には金利低下を通じて通貨安につながるという経路が有り得るものの、足許ではわが国の金利の低下余地は限界的な水準に達しており、日銀が量的緩和を強化しても、金利低下を通じた円安は期待し難いのが実情である(図表9)。

(図表7)日米マネタリーベース比率とドル円相場



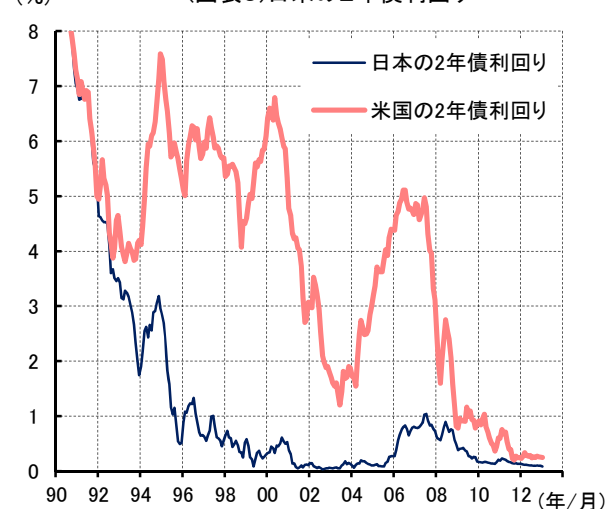
(資料)日銀、米FRB
(注)2013年1月のドル円相場は、23日までの日次終値の平均。

(図表8)米日2年債利回り格差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.
(注)2013年1月は、23日までの日次終値の平均。

(図表9)日米の2年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.
(注)2013年1月は、23日までの日次終値の平均。

期待インフレ率上昇を通じた円安も期待薄

わが国の金利低下余地が乏しくても、日銀の量的緩和強化により、円安期待を強めることができれば、円安につながる可能性がある。円安期待を強める要因としては、様々なものが考えられるが、大きな要因の一つとしては、期待インフレ率が考えられる。

これまで「デフレ」「円高」の悪循環に陥るなか、量的緩和によって期待インフレ率を高めることができれば、円安期待が芽生える可能性がある。もっとも、その実現可能性は高くはない。例えば、2008年のリーマン・ショック以降のわが国通貨供給量と期待インフレ率の関係についてみると、マネタリーベースの拡大が消費者の期待インフレ率を高めているとは必ずしも言い難い状況である(図表10)。むしろ、期待インフレ率はエネルギー価格などの実際のインフレ率の推移からの影響を大きく受けているようにみえる(図表11)。

勿論、今回は1月21~22日の金融政策決定会合において日銀がインフレ目標を導入し、目標達成にコミットしたうえで、量的緩和を強化することにしたため、従来の量的緩和策とは違う効果が期待できるという見方があるものの、昨年2月に「中長期的な物価安定の目途」を打ち出して以降も期待インフレ率に大きな変化が生じていないことを踏まえると、日銀の量的緩和強化だけでは、期待インフレ率が高まっていくとは考えにくく、期待インフレ率の上昇を通じた円安も安易に期待することはできない。

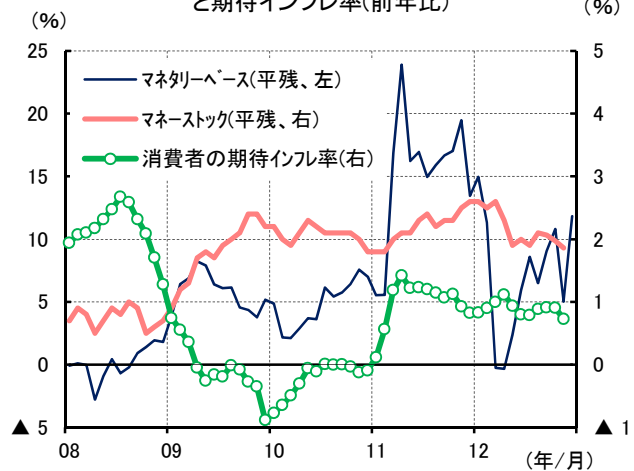
期待インフレ率の上昇を達成できなくても、市場参加者に日銀の金融緩和強化＝円安要因という期待を抱かせることができれば、自己実現的に円安が進行していく可能性はあるものの、そうした漠然とした期待だけで進行した円安は持続性を欠いたものとみざるをえない。

(2) 外債購入ファンドの実現性と効果

外債購入ファンドの実現には高いハードル

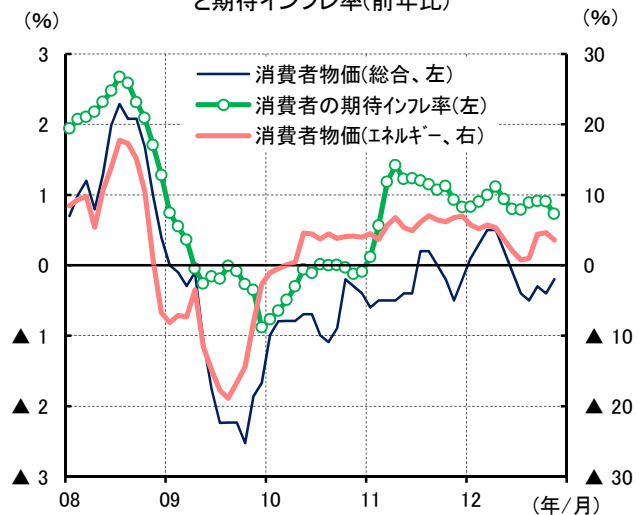
自民党は政権公約で円高是正策として「官民協調外債ファンド」創設を掲げている。これは、財務省と日銀、さらに民間が参加し、基金が外債を購入するものであるとみられている。

(図表10)わが国の通貨供給量の増減率と期待インフレ率(前年比)



(資料)日銀、総務省、内閣府
(注)内閣府「消費動向調査」のデータを加重平均により算出した期待物価上昇率を、カールソン＝パーキン法を合理的期待形成仮説により一部修正した方法により算出した期待物価上昇率との差(0.9%程度)により段差修正。

(図表11)わが国の物価上昇率と期待インフレ率(前年比)



(資料)日銀、総務省

もつとも、外債購入ファンドの実現には高いハードルが存在している。第1に、日銀の外債購入ファンドへの関与の仕方次第とは考えられるものの、日銀法に抵触するかどうかという問題がある。「外国為替相場の安定」を目的とした日銀の外債購入は現行法では難しいという解釈が一般的である。日銀法第40条では、「日本銀行は、必要に応じ自ら、(中略)、外国為替の売買を行うことができる」とされているものの、同条第2項では、「本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては、(中略)、国の事務の取扱いをする者として行う」とされているためである。すなわち、「外国為替相場の安定」を目的とする外国為替売買については、日銀はあくまでも財務大臣からの委託を受けて事務を取り扱う立場に過ぎない。以上のことから、現時点では「外国為替相場の安定」を目的とした外国為替売買を日銀が自らの判断で実施できる状況にはないといえる。

一方、「外国為替相場の安定」を目的としない外国為替売買については、現行の日銀法第40条でも認められていると解釈されている。例えば、「金融政策の一環」として位置づければ、現行法でも日銀が外債購入を実施することが可能という見方もある。また「日銀の業務範囲上必要」がある場合については、日銀法第43条には、「日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可」を受ければ、日銀法で規定された業務以外もできると記されており、これを根拠に金融政策の一環としての外債購入ならば実現可能との見方もある。

第2に、財務省が一元的に所管している外国為替資金特別会計を通じた為替介入とのすみ分けが問題となる。表面的には「金融政策の一環」という位置付けとした場合でも、円を対価に外債を購入する場合、為替市場の需給に直接影響を及ぼすことになり、事実上は通貨当局による為替介入そのものとなるためである。

第3に、こうした国内的な問題を解決できても、対外的な説明が求められることは必至である。「金融政策の一環」という位置付けにした場合でも、外債購入は為替相場形成に少なからず影響を与えるとみられ、国際的には通貨安誘導とも受け取られかねないためである。とりわけ、通貨が安定している局面で事実上の円安誘導を図ることは、国際社会から批判を受ける可能性が高い。

外債購入ファンド実現が困難になった場合は、円高に振れるリスク

外債購入は、日銀の金融緩和強化とは異なり、為替市場の需給に直接影響を与える点で、影響は小さくないことから、仮に高いハードルがクリアされ、外債購入ファンドの創設が実現した場合や実現にむけた思惑が高まるだけでも、為替市場の円安期待形成に一定の影響を及ぼす可能性があるだろう。一方で、外債購入ファンド実現が困難になった場合は、実現への期待が為替相場にある程度織り込まれている可能性もあり、円高に振れるリスクがある。外債購入ファンドの実現には高いハードルが存在する以上、現状では後者のリスクを念頭に置いておく必要があるだろう。

期待先行の円安はいずれかのタイミングで限界が生じる可能性

以上を踏まえると、日銀の金融緩和強化への期待や、外債購入ファンドなどの円高是正策への期待を背景にした円安進行は、いずれかのタイミングで限界が生じてもおかしくはない。購買力平価が示す円安の目途98円程度までであれば、こうした期待から円安の流れが続く可能性は否定できないが、こうした期待が後退すれば、適正水準を超える円安は正当化し難くなってくるだろう。

4. 日米選挙後となる 2013 年のドル円相場をどうみるか

本稿での考察を踏まえ、前稿の見通しを円安方向へ修正

前稿(日米選挙後のドル円相場を展望する(上):米政治サイクルとドル円相場、2012年11月28日発行)では、衆院選後に安倍自民党政権が誕生した場合、日銀への金融緩和圧力の強化などにより、ドル円相場がオーバーシュートする可能性があることを想定してはいたものの、そうした動きは投機筋によって主導される限り持続性は乏しいとの見方をしていた。この結果、2013年のドル円相場は、総じてみれば80円台前半(80~85円)をコアレンジとする円弱含みの展開になるとしていた。

しかし、本稿での考察を踏まえれば、2013年のドル円相場のコアレンジは80円台後半(85~90円)にシフトしたと考えるのが妥当と判断した。期待先行の円安は、いずれかのタイミングで限界が生じる可能性があるものの、今回の円安を主導してきた海外投資家はわが国の政策の実現性や効果を比較的じっくりと見極めようとしている可能性があることや、今回の円安には、ファンダメンタルズに回帰する動きという側面があるためである。変更した見通しのポイントと背景は以下の通りである。

年前半は円安地合いが続きやすいものの、いずれかのタイミングで円安が勢いを失う可能性

年前半を展望すると、今回の円安を主導してきた海外投資家が「アベノミクス」の実現性や効果を比較的じっくりと見極めようとしている可能性があることや、今回の円安には、行き過ぎた円高が是正され、ファンダメンタルズに回帰する動きという側面があることを踏まえれば、当面は円安地合いが続きやすいとみられる。加えて、わが国の原発再稼働が遅れるなか、貿易赤字の継続が見込まれ、為替需給面で円高圧力の後退した状態が続くと予想されることも円安地合いを下支えするだろう。

もともと、日銀の金融緩和が円安をもたらす効果が過大評価されている可能性があることや、外債購入ファンドなどの円高是正策の実現には高いハードルが存在していることを踏まえれば、いずれかのタイミングで円安が勢いを失う可能性があり、年央頃にかけては、いったん円高方向に振れる可能性がある。海外に目を向ければ、米国では「財政の崖」は回避されたものの、財政再建策や債務上限の引き上げが先送りされるなど、米国の財政政策を巡る市場混乱のリスクが払拭されていないことも円安の勢いを失わせるリスク要因となるだろう。

年後半は、年末にかけて徐々にドルが底堅さを増してくる可能性

一方、年後半を展望すると、年末にかけては徐々にドルが底堅さを増してくる可能性がある。米国経済は、2013年初めにかけて、給与税減税の打ち切りなどの一部緊縮策の実施などにより、一時的に減速感が強まることが予想されるものの、緊縮財政による財政面からの下押しが一巡すれば、住宅を起点とした自律回復メカニズムが作動するもと、年央以降は、成長ペースが持ち直しに転じることが見込まれる。FOMC参加者の経済見通しに基づけば、米FRBは事実上「2015年半ば」まで超低金利政策を継続する意向を示すなか、大幅なドル高こそ見込み難いものの、米国経済の回復基調明確化やFRBの量的緩和解除観測を背景にドル高圧力がかけやすくなる可能性がある。加えて、米国でのシェール革命により、中長期でみて米国の経常収支の改善が進むとの期待がドルをサポートする可能性もあるだろう。