

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月1日)

来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう

要約

来年のドル/円の方向性を予想する上で最も重要なファクターとしては米日間の金融政策の方向性の違いとその結果としての日米名目・実質金利差の動向がまず挙げられるが、もう一つ忘れてはならない要素として、日本の対外収支動向がある。来年入り後、米国の景気回復と量的緩和縮小や、消費増税と絡めた日本の金融政策動向は引き続きドル高円安を示唆する一方、貿易収支については、いわゆる「カーブ効果」の顕現化により、円安が対外競争力向上を通じて貿易赤字の縮小に繋がってくる可能性が高く、これまでの円安要因の一つに大きな変化が生じることになる。このため、季節的に赤字が拡大し易い年初を過ぎ、市場が米国の量的緩和縮小に慣れてくる年後半には、市場は貿易赤字縮小のサインに敏感になり、円反発リスクが高まるだろう。来年中、ドル/円は3-5月に105円へ上昇した後、年後半には92円への調整を視野に入れた展開となろう。

これまでの円安シナリオとその変化

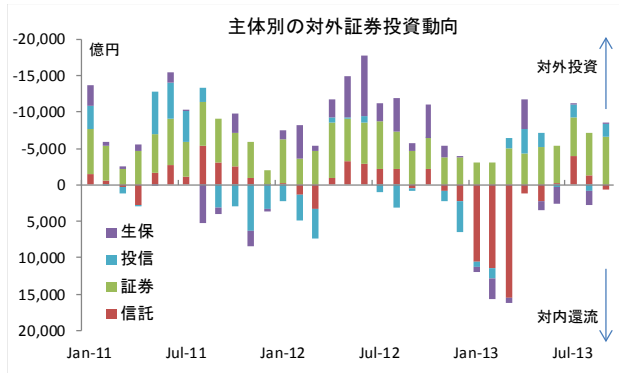
今回のドル高円安局面は2012年後半に、ドル/円がこれ以上下がりにくくなっていったところへ、米景気回復の兆しが出てきたことに加え、本邦で政権交代が起こり、安倍新政権下での金融政策を中心とするリフレ政策への期待感が高まり、日銀総裁の交代もあって金融政策において2%のインフレ目標政策の明示的導入というパラダイム転換といったいい変化が起こり、今年5月頃までは一方向に上昇、ドル/円は103.74円の高値を付けた。この間、2011年3月の東日本大震災後の貿易赤字拡大傾向が続き、いずれは経常収支も赤字化するのではとの期待が高まったことも、「日本は輸出立国で慢性的な経常黒字国だから、放っておけば円は高くなる」という前提が覆されるリスクへの認識の高まりに繋がった。日米両サイドの要因が同方向に動いたものの、ここまでは主に日本の要因で円安化するという珍しい展開だった。

今年5月以降は、5月初発表の雇用統計が予想比上振れした後、Bernanke議長が5月議会証言、6月FOMCで年後半に量的緩和の縮小を開始し、来年半ばには縮小が終了するというスケジュールを示したことから米金利が大幅に上昇、ドルが更に上昇する絶好の機会だった。米日間でも名目金利差のみならず実質金利も大きく拡大し更なるドル高円安を示唆していた。もっとも、その後ドル/円は下値の底堅さを維持している一方、上値も重く推移し、結果として90円台後半でレンジが徐々に狭まる展開となった。米日金利差の拡大にも拘らず、米国株高にも拘らずドル/円が上昇しなかった背景としては、

- ① 本邦投資家の対外投資をみると、個人投資家による証券会社（金融商品取引業）経由の投資はじわりと増加している一方、投信は低調、生保はむしろリパトリを行っているなど全体としてあまり増加しておらず、海外短期筋の円売りフローのフォロースルーが欠如した（図表1）、
- ② 黒田新総裁下で異次元緩和が開始された後、目先の追加緩和を期待しにくくなったこと、
- ③ 「円安政策」に対し国際社会から非難の声が上がり、本邦当局者も円安誘導・容認発言を行いにくくなったこと、また成長政策・構造改革が行われるなら円安政策も容認されるとのIMF等の認識に対し、アベノミクス下での成長戦略（第三の矢）が迫力不足に留まり、更なる円安推進は困難との見方が広がったこと、
- ④ 貿易赤字は拡大が続くが、所得黒字が円安による外貨収入の円換算評価額の押上げ効果もあって高水準を維持し、経常収支がなかなか持続的に赤字とならないこと（図表2）、
- ⑤ 循環参照的だが、ドル/円と非常に連動性が高まっていた日経平均株価も頭打ち傾向が強まる中、本邦株価を睨んで円売りを仕掛けにくくなった、

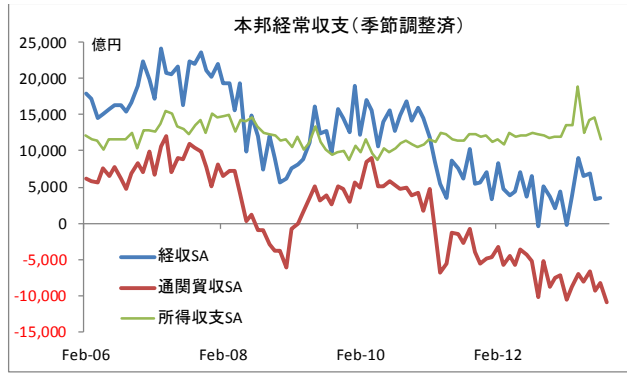
などが挙げられる。

図表 1：主体別の対外証券投資動向



(出所) 財務省等よりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：本邦の貿易収支、所得収支と経常収支

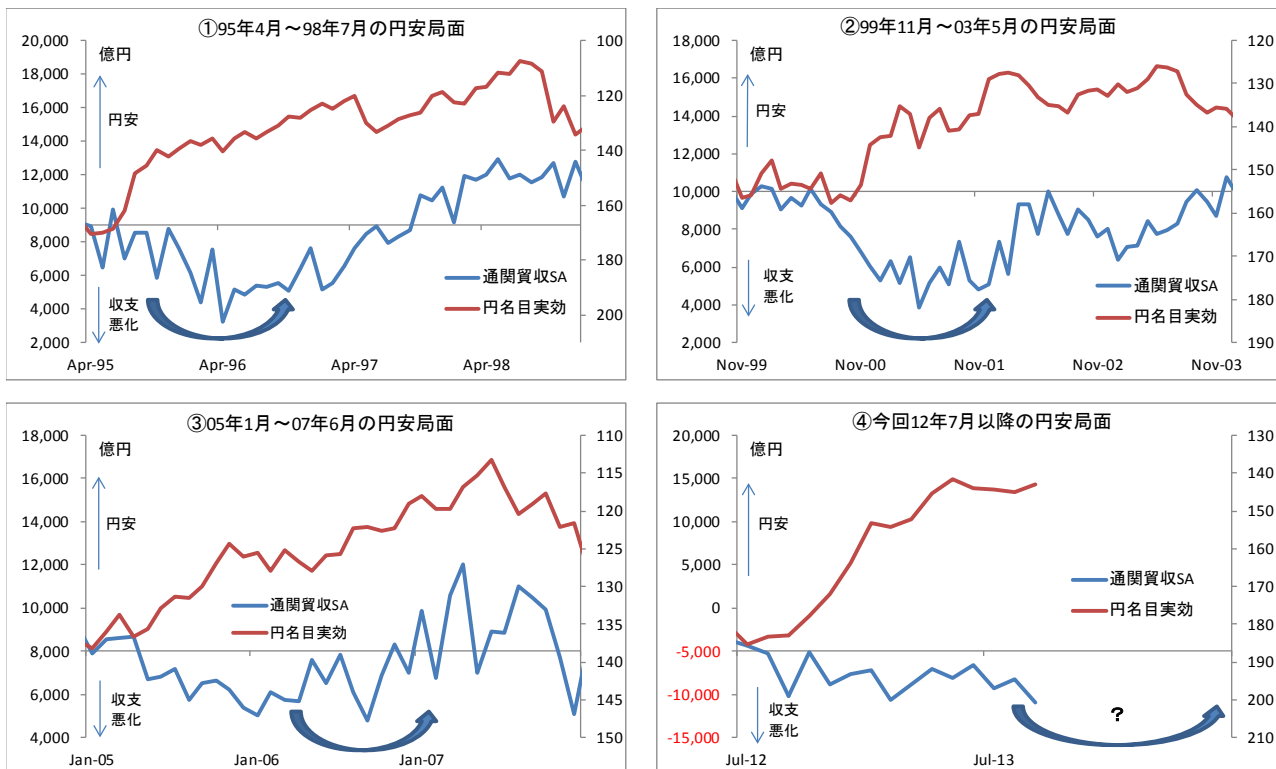


来年の円反発要因・Jカーブ効果による貿易赤字縮小

来年入り後も、これまでのドル高円安圧力は一部働き続ける。米国の量的緩和縮小開始は遅れているが、遅くとも3月には開始される可能性が高いだろう。3月FOMCに向けて、あるいはそれ以前から、縮小開始を再び織り込む過程で米長期債利回りが3%方向へ持ち直しドル押し上げ圧力となろう。本邦サイドでも1月は季節的に貿易赤字が拡大し易く年間で最大の赤字幅となる見込みであるほか、4月入り後は消費増税を受けた景気下押し圧力の強さに注目が集まり、政府・日銀から追加緩和を示唆する発言が出易くなり、こちらも円安圧力となる。因みに、3月は年間でもドル/円の上昇傾向が強いことも、投資家にドル/円を買いやすい心理を与える。こうした中、ドル/円は今年の高値を上回り、3月から5月にかけて105円に向かうだろう。

もっとも、Fedが2回、3回と縮小を続ける毎に市場の感応度は低下し、ドル高圧力は低下に向かう。他方、日本では年初の季節的な貿易赤字拡大の後、円安効果が時差を伴って貿易赤字縮小に繋がる、いわゆるJカーブ効果が出てくる可能性が高い。過去に持続的な円安がみられた3局面（①95年4月～98年7月、②99年11月～03年5月、③05年1月～07年6月）をみると、概ね円安が始まってから1年～1年半は貿易収支が悪化（黒字縮小または赤字拡大）した後、反転・改善に向かっており、Jカーブ効果が認められる（図表3）。

図表 3：過去の持続的円安局面における円相場（名目実効）と通関貿易収支



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

こうしたJカーブ効果が顕現化すると、ドル/円は今年6月の安値である93.79円を下回り、92円程度まで反落するだろう。恐らく今回もJカーブ効果が顕現化するには、円安がもう少し持続することが必要で、その意味で来年初にかけての米国の量的緩和縮小開始を受けたドル高円安が、その後の円反発の重要な前提条件になる面がある。実際に貿易赤字の拡大傾向が一服、反転し始める場合、特に輸出が数量ベース、あるいは実質ベースで明確な改善を示してくる場合には、円反発開始のゴーサインとなる。

因みに、[最新10月のESPフォーキャスト調査](#)では、通関貿易収支の黒字化時期について、回答41名のうち来年7-9月期が1名、来年10-12月期が1名、15年1-3月期が3名、15年4-6月期以降が23名で、残り13名は黒字化しないと回答している。

来年のドル/円の想定シナリオ・105円へ上昇後、92円へ調整

当社では、先送りにはなっているが来年初には開始される米量的緩和縮小や、消費増税に絡んだ日銀追加緩和の思惑を受けて、ドル/円は3月から5月にかけて105円へ上昇するとみている。もっとも、その後は、これまでの円安の重要な前提条件の一つであった日本の貿易赤字拡大傾向が、まさに円安が進行したことによる時間的ラグを伴った対外競争力改善（Jカーブ効果）を受けて反転に向かい、貿易赤字縮小（経常黒字拡大）と円反発に繋がるとみている。最初に投げた円安ブーメランが、円高圧力となって戻ってくる格好だ。この場合、ドル/円は92円程度まで調整するだろう。円反発がどの程度のものになるかは、2015年にかけて米景気がどこまで加速し、緩和縮小局面が終了しFF金利引上げ開始期待に繋がるかにかかっているとみられる。

ディスクレーマー

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さ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。