

ドル円相場の短期展望

当面は円高圧力が高まりやすい状況が続く

市場調査部主任エコノミスト

有田賢太郎

03-3591-1419

kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

- 市場は年内米利上げを相応に織り込んでいるが、中立金利は低迷しており利上げへのハードルは高い。年内利上げが見送られれば、期待のはく落が円高ドル安圧力として働く見通し。
- 投資家のリスクセンチメントの度合いを示すリスクセンチメント指数はドル円相場と高い相関。米大統領選や伊国民投票など年末にかけリスクセンチメントが悪化する要素は多く、円高圧力に。
- 実質実効為替や購買力平価では1ドル=100円は水準として通貨高といい難く、協調介入は非現実的。急激な円高進展時には追加緩和や単独介入はありうるが、円高基調を変えるには至らないだろう。

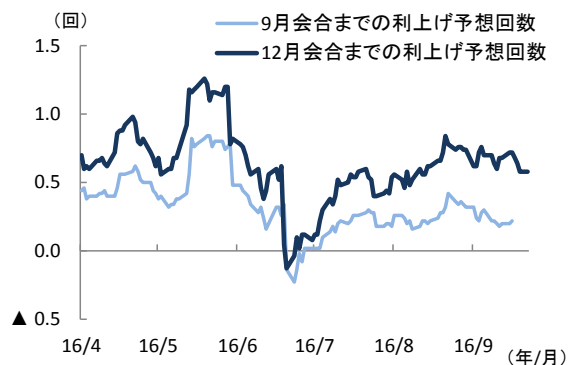
1. 9月日銀会合、FOMC後の円高進展は限定的

2016年9月の為替市場の最大の関心事項であった日米金融当局それぞれの金融政策会合（9/20・21）が終わり、ドル円相場は円高ドル安がやや進んだ。会合後の円高の動きを受け、金融庁・財務省・日銀が緊急会合（9/21）を開き更なる円高進展をけん制する場面もあったが、ドル円相場はその後一旦落ち着きを取り戻している。

日銀が9月会合で示した新たな金融政策（「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」）のポイントは「量」から「金利」への政策目標の重点の変更にあった。10年国債利回りの目標水準をゼロ近傍とするなど「金利」を目標に据えて国債買い入れ額を調整していくことから、「量」は今後変動していくと考えられ、購入ペースが減少する可能性もある。今後日銀の国債買い入れ額が明らかに減少していく動きが出てくれば、円高圧力として働く可能性はあるものの、9月日銀会合後のドル円相場は一旦は限定的な動きに留まった。

一方、9月FOMC（米連邦公開市場委員会）では利上げの見送りとともに、長期の政策金利見通しも引き下げられたことから、米長期金利がやや低下し、ドル安圧力として働いた。ただ、先物金利相場から算出される市場の9月FOMCの利上げ予想確率は会合直前には20%程度まで低下しており、利上げ見送りは市場に織り込まれていたようだ（図表1）。結果として、ドル安の進展も限定的になったと考えられる。

図表1 9月及び年内の利上げ予想回数



(注) FF金利先物相場に織り込まれた、9月及び12月会合までの米利上げ予想回数。25bpを1回として算出。9月予想は9月FOMC前日までの数値。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 米利上げへのハードルは高く、期待のはく落がドル安圧力に

一旦落ち着きを見せているドル円相場だが、為替に影響を与える要因を考察していくと、少なくとも年内は円高ドル安圧力が高まりやすい状況が続くだろう。

まず金利要因だが、日本の10年国債利回りは前述の通りゼロ近傍で調整していくと予想される中で、米国の金利動向がドル円相場に影響を与えると考えられる。9月FOMC後の会見でFRBイエレン議長は年内の利上げへの意欲を示す一方、米国の生産性の伸びの鈍化とその影響などに伴う中立金利の低迷を指摘していた。中立金利の上昇は少なくとも短期的には難しいと想定されることから、みずほ総合研究所では年内の利上げへのハードルは高く、また来年以降の利上げペースもきわめて緩やかにならざるを得ないと予想している。市場では年内の利上げを相応に織り込んでいると考えられることから(図表1)、実際に利上げが見送られれば期待のはく落が円高圧力として働くことが予想されよう。またたとえ年内に利上げが実施されたとしても、FRB参加者による長期の政策金利見通しが9月FOMCからさらに下方修正されれば、円安ドル高の進展は限定的になるだろう。

また当面はFRBは利上げを慎重に進めざるを得ないと考えられ、利上げ再開の時期が先送りされ、円高ドル安基調が来年に入って以降も続く可能性は否定できない。更に、日米金利差がドル円相場に与える影響は2010年代に入りやや低下する傾向にあり(本稿補論ご参照)、利上げが段階的に実施され、日米金利差の拡大が円安ドル高圧力として働いたとしても、その進展は緩やかなものにとどまりそう。

3. 投資家のリスクセンチメント悪化も円高圧力に

また、近年では投資家のリスクセンチメントの変化もドル円相場に影響を与えていたようだ。一般的に投資家のリスクセンチメントが悪化すると、安全資産とされる円が買われるといわれている。

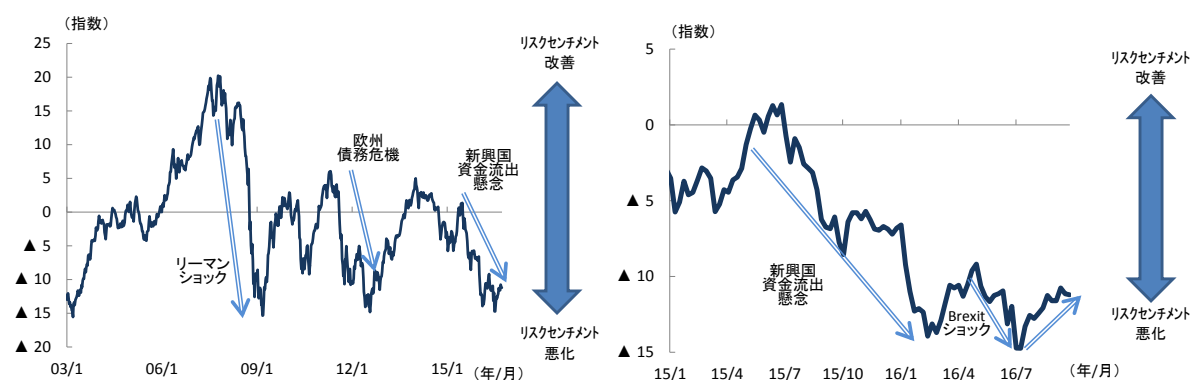
本稿では主成分分析により投資家のリスクセンチメントの指数化を行った¹。同推計の基本的な考え方は以下の通りである。投資家のリスクセンチメントが改善している局面(リスクオン局面)では、各国資産(株、債券、為替、コモディティ)のリスクや収益性が考慮され投資判断が行われるため、資産間の相関関係は低下すると考えられる。一方リスクセンチメントが悪化する局面(リスクオフ局面)では、収益性にかかわらずリスク資産から資金が流出し、安全通貨とされる円やスイスフラン、国債などに資金が流入すると考えられ、結果として資産間の相関関係は高まると考えられる。

本推計では、グローバルな16の金融指標を用いて算出を行った。具体的には各指標の前週差を標準化(正規分布に変換)した上で、主成分分析(第二主成分まで算出)により金融指標間の相関関係の度合いを算出した。算出された数値を2005年末を基準として累積変化値を示した指数(リスクセンチメント指数)が図表5である。同指数をみると、リーマンショック、欧州債務危機の時期にリスクセンチメントが急激に悪化していたことがうかがえる。その後一旦は回復したものの新興国の資金流出懸念が意識され始めた2015年夏頃から再び悪化した。またリスクセンチメント指数は2016年6月の英国のEU離脱決定(Brexitショック)の前後でもやや悪化していたものの、2016年9月にかけて一旦はBrexit前の水準まで戻っている。

こうしたリスクセンチメントの変動は足元の為替相場にも影響を与えているとみられる。週次デー

々に基づく2015年以降のドル円相場の重回帰分析ではリスクセンチメント指数は説明変数として有意な結果になっており、投資家のリスク許容度の低下は円高圧力として働くようだ（図表3）。年内はイタリアの国民投票や米国の大統領選挙など、市場の先行き不透明感を高めうるイベントを控えており、こうした要素がリスクセンチメントの悪化に繋がれば、ドル円相場には円高圧力として働くだろう。またその後も欧州の政治問題や中国の構造問題など残存する課題は多く、来年に入って以降も投資家のリスク許容度の動きには注視が必要だろう。

図表2 リスクセンチメント指数（左：2003年以降、右：2015年以降）



(注)株・金利・国債・コモディティ(金、原油)など16指標よりグローバル金融市場の相関性の度合いを示したものの、2005年末を基準とした累積変化値。みずほ総合研究所推計。
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表3 リスクセンチメント指数、日米金利差とドル円相場の重回帰分析

推計式		推計結果				
ドル円相場	$= \alpha \times \text{日米10年国債金利差(米-日)}(\%pt) + \beta \times \text{リスクセンチメント指数} + C \text{ (定数項)}$	説明変数	係数(感応度)	t値	p値	
		日米10年国債金利差	α	15.6	4.3	0
		リスクセンチメント指数	β	1.25	11.9	0
		定数項	C	97.3	15.2	0
推計期間		決定係数(R2)				
2015年1月1週目～2016年9月4週目(91期間)		自由度修正済決定係数(AdjR2)				
		0.63				
		0.62				

(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

4. 米国のドル高是正スタンスが市場で再び意識される可能性も

また米国では、半期に一度米財務省が議会に提出している為替報告書が今秋に公表される予定だ(2015年は10月19日に公表)。前回(2016年4月)の為替報告書では、日本を含めた5カ国が為替政策の監視リストに入り、今後対象国が大幅な対米貿易黒字(200億ドル超)、大幅な経常黒字(GDP比3%超)、持続的・一方的な為替介入(ネット為替介入額が2%超)の3基準すべてに合致した場合、二国間協議や一定の対抗措置を実施することが明記された(図表4)。4月為替報告書が通貨安是正を強くけん制する文書となった背景には、同時期に米製造業の景況感が悪化したことなどから、米国でドル高是正圧力が高まっていたことがある。

今秋公表予定の為替報告書でも、監視リスト対象国のレビューがなされる可能性が高い。3条件のう

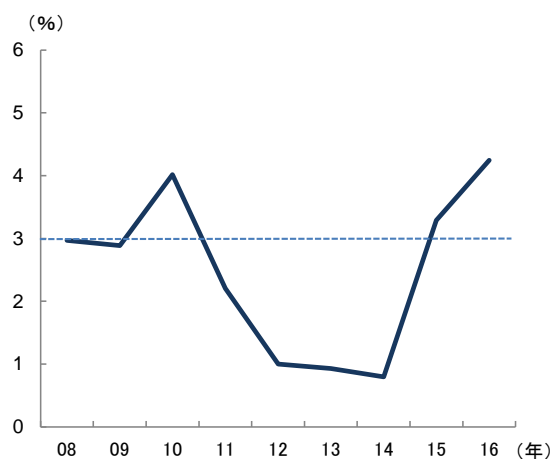
ち2016年1-8月時点で日本の対米貿易黒字は既に基準となる200億ドルを大きく上回っており、日本の経常収支黒字GDP比も2016年1-6月時点では4.2%と基準を上回っている（図表5）。そのためこうした貿易黒字・経常黒字の大きさが再び指摘されることが予想され、その場合市場で円高圧力として働くことも十分に考えられる。また米国の大統領選では、通商政策が米国経済政策に関する焦点の一つになるだろう。こうしたなかで米国内でドル高是正圧力が再び高まる可能性もあり、その場合円高ドル安材料として働くだろう。

図表4 4月米為替報告書での監視リスト国及び評価軸

評価軸	大幅な対米貿易黒字	大幅な経常黒字	持続的・一方的な為替介入
主な基準	対米貿易黒字が200億ドル超	経常黒字がGDPの3%超	1年間のネット為替介入額がGDPの2%超
単位	(億ドル)	(%)	(%)
中国	3,657	3.1%	▲3.9%
ドイツ	742	8.5%	-
日本	686	3.3%	0.0%
韓国	283	7.7%	0.2%
台湾	149	14.6%	2.4%

(資料)米財務省「為替報告書」より、みずほ総合研究所作成

図表5 日本の経常収支GDP比



(注)2016年は1-6月時点の数値。

(資料)日本銀行、内閣府より、みずほ総合研究所作成

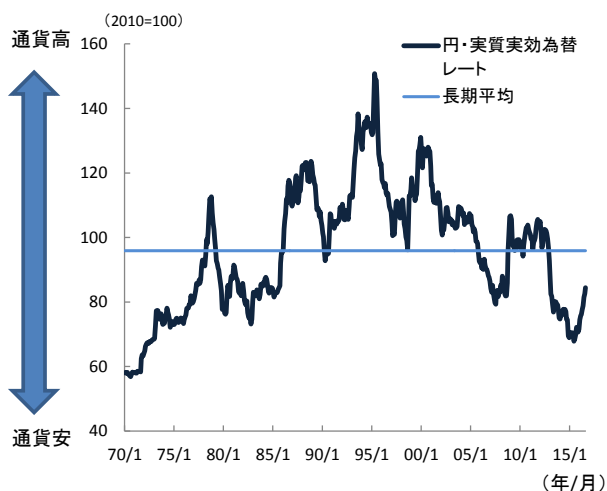
5. 円高が進んでも協調介入は非現実的

また今後円高が進展したとしても、円が水準として大幅な通貨高と認識されない限り、各国協調による介入は考えにくいだろう。

円の水準を示す指標の一つである円の実質実効為替レートは、2016年初からの円高を受けてやや通貨高に戻している（図表6）。ただ過去の長期平均と比べれば、いまだ円は通貨安水準となっている（長期平均のドル換算値は1ドル=90円程度）。また、ドルと円の2通貨間の均衡水準を示す購買力平価でも円の水準は通貨高とはいいがたい。購買力平価は物価が均衡するとされる基準年をいつに設定するかで、水準が大きく変動するという課題がある。そのため1973年以降の毎月を基準とする購買力平価を求め、その平均をとった均衡水準（「修正購買力平価」）を企業物価基準で算出すると、2016年半ばでは1ドル=90円程度となっている。いずれの指標も幅を持つ必要があるが、1ドル=100円は必ずしも円高水準であるとは言い難いことを示しており、協調介入は現実的ではないだろう。

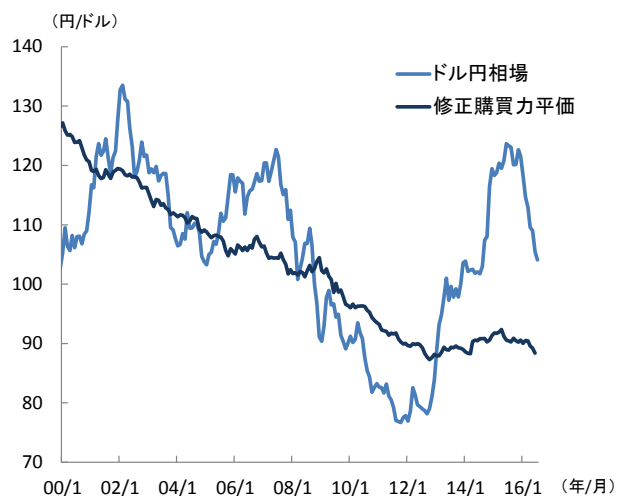
今後急激に円高が進展した際には、日銀の追加緩和や日本単独での介入の可能性は十分にありうるとみているが、その場合には円高進展速度を抑制することはあっても、円高基調自体を変えるには至らないだろう。

図表6 円・実質実効為替レート



(注)長期平均は1970年1月から2016年8月までの平均値。
 (資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図表7 ドル円相場と修正購買力平価



(注)企業物価基準。1973年以降の毎月を基準月とする購買力平価を平均して算出。2016年6月時点では1ドル=88円。なお1980年、1990年、2000年以降の平均で算出した場合も、91円、85円、87円と幅はあるものの、ほぼ同様の結果となった。
 (資料)米労働統計局、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

6. 当面は円高ドル安基調が続く公算が高い

以上を整理すると、金利要因については、米利上げへのハードルが高いなか、年内の利上げが見送られれば期待のほく落が円高ドル安圧力として働くだらう。また年内は米大統領選やイタリア国民投票などを控え、市場の先行き不透明感が高まる可能性があり、その場合投資家のリスクセンチメントの悪化とともに円高進展の材料とならう。更に今秋に公表されるとみられる米為替報告書では、日本の経常収支黒字や日本の貿易黒字の大きさが再び指摘される可能性が高く、市場で円高圧力として働くことも十分に考えられる。

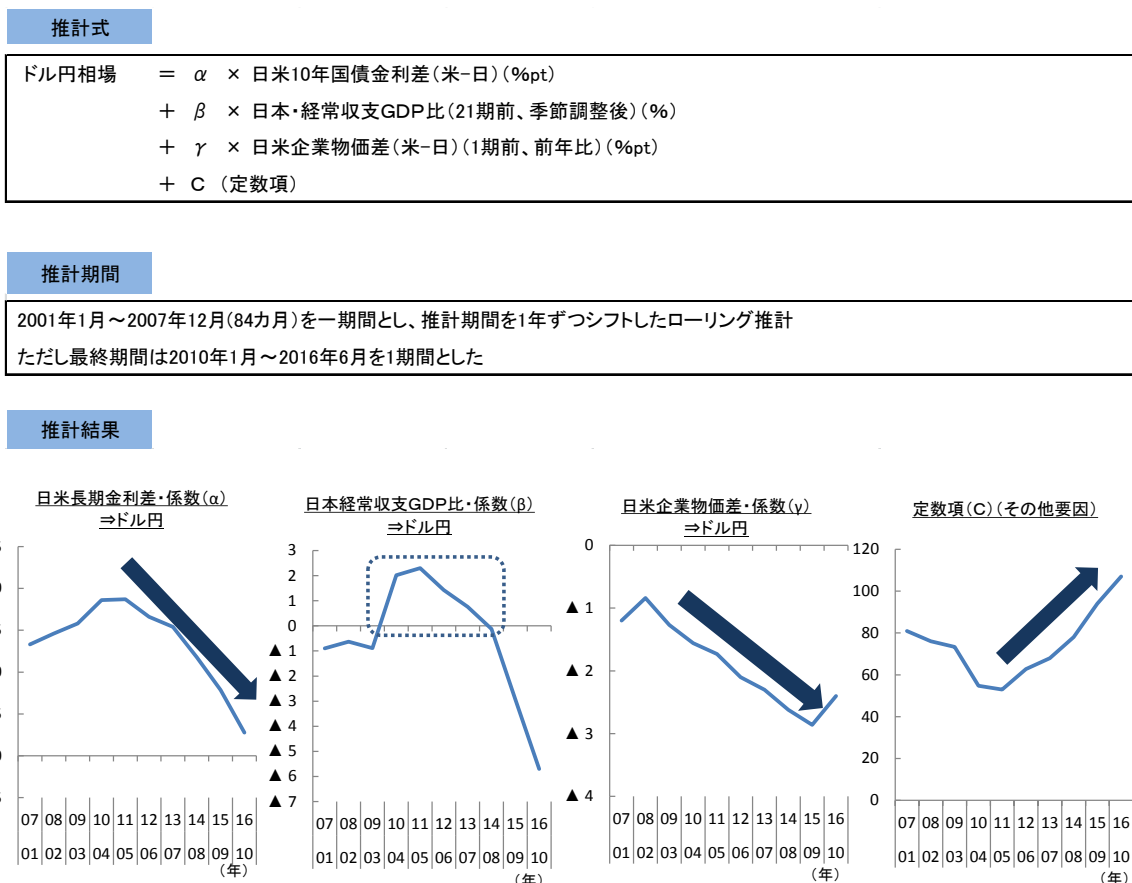
また現在の円の水準が必ずしも高値圏であるといい難いなかでは、今後更に円高が進んだとしても協調介入へのハードルは高いだろう。急激に円高が進展した際には、日本単独での介入や日銀追加緩和の可能性は十分にありうる。しかしその場合には円高を抑制したとしても、反転には至らないだろう。以上を踏まえると、少なくとも年内は円高ドル安基調が続く公算が高そうだ。

来年に入って以降もFRBは利上げを慎重に実施せざるをえないとみられ、米利上げの時期が先送りされ、円高ドル安基調が続く可能性は否定できない。またFRBが段階的に利上げを実施したとしても、日米長期金利差がドル円相場に与える影響は2000年代とくらべると低下しており、円安ドル高の進展は限定的になるだろう。更に、欧州の政治問題や中国の構造調整問題などがふたたび市場で意識され、投資家のリスクセンチメントが悪化する可能性も相応にある。来年以降のドル円相場の先行きを判断する上では、日米の動向に加え、新興国や欧州経済・政治動向にも目くばせをしていく必要があるだろう。

補論 日米長期金利差などがドル円相場に与える影響の変化

ドル円相場には中長期的には一般的に日米の金利差、日本の経常収支、日米の物価差などが影響するとされている。ただ、各要素がドル円相場に与える係数（感応度）は変化しているようだ。本稿では日米10年国債利回り差、日本の経常収支GDP比、日米企業物価差（前年比）を説明変数とし、2001年1月から2007年12月（84カ月）を一期間として、1年毎にずらした重回帰分析（ローリング推計）を実施した（図表8）。その結果をみると日米長期金利差がドル円相場に与える影響は2010年に入って以降低下する傾向がみられた。一方、日米の企業物価差は感応度が高まっていることが観察された。また、経常収支GDP比は、本来上昇（経常収支の黒字幅拡大など）すればドル円相場にマイナス（円高）に寄与すると考えられるが、2010年前後にはプラスで推移する推計結果となり、必ずしも全期間を通じて影響を与えていない可能性が示唆された。また定数項（その他の要素）は2010年頃から上昇しており、金利や物価以外の要因が近年のドル円相場に影響を及ぼしている可能性を示唆する結果となった。

図表8 各要素がドル円相場に与える係数（感応度）の変化（ローリング推計）



(注) 1. 推計式におけるラグは各説明変数とドル円相場の時差相関(0～30カ月)で最も相関が高いケースを採用。
 2. 係数は0から1に離れるほどドル円相場に与える影響は大きくなり、0に近づくほど影響度は小さくなる。
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【参考文献】

野口雄裕 (2016) 「緩和長期化に踏み込む日銀」みずほ総合研究所、みずほインサイト

小野亮 (2016) 「葛藤の9月 FOMC」みずほ総合研究所、みずほインサイト

小野亮 (2016) 「米実質均衡金利はマイナス 2%」みずほ総合研究所、みずほインサイト

松本惇 (2015) 「中国発のリスクオフが主要国経済に与える影響をどうみるか」みずほ総合研究所、みずほインサイト

小野亮 (2015) 「国際金融市場の3つのショック」みずほ総合研究所、みずほインサイト

¹ 投資家のリスク許容度の推計としては、小野 (2015)、松本 (2015) がベクトル自己回帰モデル (VAR モデル) を用いた推計を行っている。