（平成28年１月15日講演）

１ドル＝135円への円安シナリオと「円高論」の誤り

野村證券 金融市場調査部 マネージング・ディレクター
チーフ為替ストラテジスト
池田　雄之輔

１．はじめに

「１ドル＝135円」。2015年末の時点で、「いくら何でも135円は威勢が良すぎるのではないか」と言われ、最近ではそのレベルを超えて、周囲から心配されるようになってきました。ただ、私自身は変更する理由があまり見当たりません。確かに年初から想定外の相場になっていますが、これが根本的な変化をあらわしたものか、あるいは一時的なものかと問われれば、私は後者だと思っています。

〈目　次〉

１．はじめに
２．中国悲観論は一過性
３．1ドル130円の論拠
４．アメリカ経済への直結なきドル高
５．円安シナリオは不変

なぜ今、円高になっているのか。そして、それでも年間を通じてみれば、「やはり円安」、ということを私なりの理論で説明していきます。また同時に、円高論に根拠があるのか、どこにあるのか、あるいは根拠がないのではないかということにも言及します。

今の相場を考えようとすると、どうしても円相場ではなく人民元の話になります。今、人民元に何が起きているのか。エネルギー以外の商品市況は、人民元より後に動きます。しかし原油は人民元より先に動く傾向があります。そこから話を進めてまいります。

２．中国悲観論は一過性

2015年８月11日、人民元ショックとも呼ばれる出来事が起こりました。唐突な印象から「ショック」と呼ばれ、昨年１年間でも最大のサプライズのひとつでした。

（図表１）中国：「人民元ショック」は原油安への対応？

事実上のドルペッグ解除後の人民元相場は、原油価格との相関が大きい

（出所）ブルームバーグ、野村證券

では、中国人民銀行（以下、人民銀行）は場当たり的に対応しているのでしょうか。人民元を１度切り下げた後の上下動は、何を意味しているのでしょうか。欧米メディアの一部は、人民銀行はとにかく市場をかく乱させるために上下動を繰り返していると解説しました。それは本当なのでしょうか。私は非常に怪しいと思います。

人民元より先に相場が動くのは原油です。原油が下がり続け、それに合わせて元も下がり、原油が上がったら元を切り上げています。これの繰り返しなのですが、この動きは人民銀行が人民元を原油に合わせて調節しているという解釈でしか説明できません。

データをみると、事実、両者は連動しています（図表１）。スケールでは、原油が10%下がると、人民元は１%下げるくらいの感覚です。実は中国の輸入物価のおよそ10%は原油に連動するか、原油そのものが含まれています。これが正しければ、原油10%の変化に対して、人民元を１%変化させれば、原油の変化によるデフレ圧力やインフレ圧力が川上でシャットアウトできる仕組みになります。

従来、人民銀行はインフレに対して忠実に人民元を操作する中央銀行でした。CPI（消費者物価指数）が上がってくると、元を切り上げ、下がってくると元を切り下げるの繰り返しを過去に行ってきています。ところが、今はそんな悠長な反応では原油価格の乱高下についていけません。だから推測ですが、いっそ原油に合わせてしまえばいいという発想なのではないでしょうか。少なくとも昨年末まではこれで説明がつきます。

そんな中、私が驚いたのは１月４日です。これまでは原油価格が落ち着いているときに、人民元を下げることはなかったにもかか

わらず、結構な元安水準に１月４日の基準値が決まりました。

理由として考えられるのは、相場の急変時に取引を停止するサーキットブレーカー制度の整備との関連です。実際、この日に株価が７％安となり、取引停止となりました。中国がこの制度を導入したということは、今までは恣意的に金融当局が管理していた市場をきちんとしたルールに則ってやろうという政策的な意志の表れです。だからこそ、大株主の売却規制の撤廃を１月４日に予定していました。そのためにはサーキットブレーカーを整備しておかないと、何が起きるかわからないから、新しい試みを2016年年頭から始めたのです。その結果、株価が急落。大失敗です。サーキットブレーカー制度は２回発動されて停止されました。

為替についても、１月４日から人民元のオンショアでの取引時間を延長しています。従来は現地４時半終了だったのを夜11時半まで延長しました。昨年11月にようやく待望のSDRに準備通貨として認定され、いよいよハードカレンシー（国際決済通貨）としての第一歩を踏み出そうというときに、今まで同様４時半で終了というわけにはいきません。そして今までは当局が相場をフルに操作していた状況からの脱却に向けて、１月４日からかじを切ったわけです。しかし人民元を市場の需給に合わせて、元安方向に置いて手を離してみると、市場は元安に驚きました。元安誘導ではないかと、元売りの殺到という反応をみせたのです。

ところが人民銀行は為替介入を控えていましたから、どんなに元安になっても介入しません。その結果、よけいに市場がパニックを起こしたというのが真相ではないでしょうか。しかも、市場の反応としては、「ついに人民銀行が第２の積極的な元安誘導を開始した」という疑心暗鬼につながってしまったのではないかと思います。これが2016年のスタート時点に起こった出来事です。

その後は仕切り直しです。どういうことかというと、１月半ばには人民元の基準値は前日と変わらない水準に機械的に設定されています。人為的な相場に戻ってしまいました。

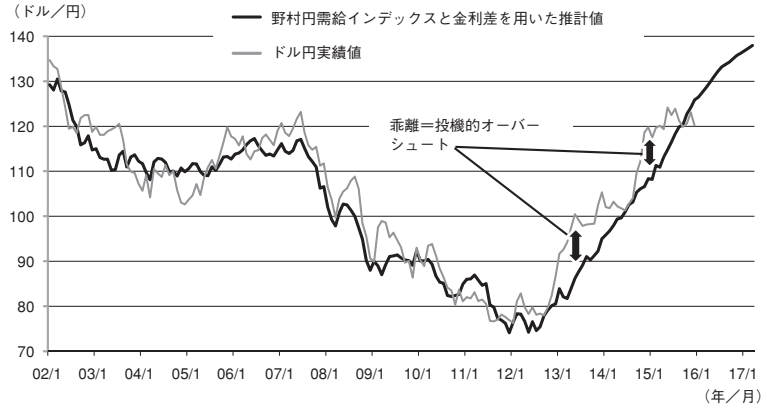
今後、人民元はしばらく安定すると思います。少なくとも安定させようという当局の意志ははっきりしています。事実、基準値が安定的に設定され、投機的な元売りの動きを抑えにきています。

中国では２月第２週に旧正月があるので、通常その前には市場を安定させておきます。今年もおそらくそうなると思います。さらに今年は２月末に上海でG20財務省、中央銀行総裁会議があります。その時期まで市場の混乱が続いていると、面目がつぶれてしまいます。これらを勘案すると、２月末まではもう人民元は動かないという前提で良いのではないでしょうか。

また、今、アメリカ株が乱高下していますが、この現象と中国の動きはまったく関係ないと考えます。基本的にナスダックは中国リ

（図表２）投機とファンダメンタルズのバランスをどう見るか

ファンダメンタルズで説明可能な水準はすでに124円まで上昇、130 ～ 135円に向かう



（出所）野村證券

スクや原油下落リスクに強いはずです。これが１月半ばに売られたのは、決算発表前の典型的なアメリカ株の水準調整という色彩が強かったのではないかとみています。私は今のリスクオフの傾向は長続きしないと思っています。

３．１ドル130円の論拠

ここからが本論ですが、なぜ今人民元が売られると円が買われてしまうのでしょうか。この連動性を解くカギのひとつは、シンガポールのヘッジファンドの動向です。

彼らは明らかに人民元が下がるのをゴーサインとして、アジア通貨をすべて売ってきます。そのときにドルを買うより円を買いにくるのです。あるいは、アジア通貨売り・ドル買いのヘッジとして、ドル売り・円買いをしてきます。元が売られると、アジア全体で通貨安競争になりかねないという連想が働くので、アジア通貨は軒並み売ろうとなります。これは非常によくない傾向です。2015年12月18日が転換点となりました。日銀が量的緩和の補完措置を打ち出した日です。

それまで海外のヘッジファンド勢は、日銀は小出しの政策をしないと思っていました。その代わりやるときは「バズーカ」だと。つまり、バズーカがあるという前提が、ある意味で円買いの抑止力になっていました。円を買ってもバズーカに吹き飛ばされてしまうからです。だからアベノミクスが始まって以来、つい最近までは円のポジションはショートが膨らむか、ショートが縮むかだけだったのです。ロング側に入ったことは一度もありません。にもかかわらず、2015年12月18日以降はロングに転じてしまいました。政策を小出し

にしないと思われていた日銀が小出しにしてきたことが、もうバズーカはやらないという証拠にみえてしまい、アジア通貨を売るときに格好の買いの通貨として円が選ばれてしまっている状況です。

ただし、これがずっと続くのかというと、私は一時的な現象だと考えます。中国当局が再びフルコントロールの世界に戻ろうとしているので、アジア通貨売り・円買いの現象も収束するのではないでしょうか。

そういう意味では、今の円高は投機的な色彩が強いです。アメリカの利上げの期待値がどんどん下がり、123円台から121円台までの円高は、アメリカとの関連で説明ができても、それ以上の円高は投機の部分です。投機であれば、何かのきっかけで巻き戻れば、すぐに120円に戻す可能性もあります(図表２)。

さて、このような短期的な話では今年１年間を展望できないので、ここからは長めのファンダメンタルズから円相場はどうなるかを予測してみます。

為替は様々な要因が複雑に絡みます。投機要因は前述のとおりです。次にファンダメンタルズとしては金利と需給がありますが、どちらも重要です。どちらかだけで為替が予想できるほど生易しいものではありません。

2016年の展望としては、組み合わせ的に金利は円売り方向に作用すると思っています。アメリカが利上げを継続すれば、まずドル高・円安の力になります。一方、円需給バランスは、「経常黒字なので、すでに円高圧力だ」と言われる場合もありますが、私はそうではないと考えます。需給の推計は経常収支だけでは足りず、様々な資本収支を足していくことによって、まだ円売り傾向が継続するという結論が導けるのです。そして、130円という数字が出てくるのです。

為替のシミュレーションをする際には、金利と需給の両方のファクターを対等に扱う必要があります。まず金利ですが、毎月のアメリカの金利と一部欧州の金利データを入れ、最小２乗法で回帰計算をすると、ドル円相場が追えます。かなり高度な推計モデルを作ることができるのですが、計算どおりには相場は進まない、特に大きな乖離が生じていた時期が２回あります。

２回ともある現象と一致していました。１度目が2013年４月の異次元緩和。２度目が2014年10月の追加緩和、そしてGPIFによるポートフォリオのシフト発表です。こういう大きなイベントがある前あたりからヘッジファンド勢が一斉に投機のポジションを積み上げてきます。したがって、必然的に金利でも需給でも説明ができない円安になってしまうのです。

逆に、需給と金利で説明がつく水準はどうなのかが理解できていれば、今の円相場が投機的か、地に足がついた投機のない水準なのかがある程度判定できます。

最近の円高の原因は、日銀が円ロングの抑止力を失ってしまったことによる投機的な円買いが、アベノミクス相場以降初めて起きて

しまったからです。ただ、その点を除くと、まだ基調は円安が進むはずというのが我々の考えです。その根拠のひとつはアメリカで金利が上がり、もうひとつは日本の円需給が引き続き円売りのバランスになっていることです。

しかしそもそも政治が130円は許さないのではないかという見方があります。130円を超えてくると、日本、アメリカ両国ともそうした円安を阻止するのではないかという意見です。はたしてそれは正しいのでしょうか。これだけ原油が下がっている状況では、円安のデメリットは非常に小さいと思います。政府にとって円安警戒はおそらくないのではないでしょうか。

日銀にとっても、円安になるときにわざわざ止めに入る理由がほとんどありません。今、再びデフレ傾向が強まってしまっているので、円安大歓迎というのが本音でしょう。

4．アメリカ経済への直結なきドル高

アメリカはどうでしょうか。アメリカは利上げを開始し、継続する構えを見せています。一国の中央銀行が片や利上げをしながら、片や通貨高批判をするということは、基本的にはあり得ません。G7の決まり事として、口先介入をしていい特例はおそらく、中央銀行が金融緩和策を打ち出しているにもかかわらず、通貨安にならないときだけです。そのときだけは投機的だと見なされて口先介入が許されますが、今は真逆です。もしやるなら、先にやるべきことは利上げをやめることです。

ただ、今のアメリカでそういうことはまずないでしょう。一説には今年は大統領選挙だから、ドル高に対する耐性は低下するはずという見方がありますが、根拠に乏しいと言わざるを得ません。再選を狙っている大統領なら多少政策決定に影響が出ますが、もうオバマ現大統領に再選の可能性はないので、経済政策は後回しにして、どちらかというと銃規制などに力を入れています。その点からしても、今年の大統領選が為替相場や金融政策に影響を与えるという前提がおかしいと考えます。

そして決定的に重要な視点は、アメリカは今までそれほどドル高に対してアレルギー反応を一貫しては示してきていないということです。強いドル政策をとった時代がありました。これは何だったのか。例えば、実効ドルレートがどんどん強くなっても、ルービン財務長官（当時）は「まったく問題ない」と言い続けていました。なぜかというと、この期間失業率が一貫して下がっていたからです。その限りでは、それほど為替にこだわる必要がなかったのです。アメリカの経済政策は、一にも二にも雇用です。雇用に問題が及ばなければいいのです。今まさに同じ状況が起きています。ドルは強いが、雇用は一貫して回復し、象徴的な5％にまで改善しています。

今は共和党としても、経済政策は批判の対象にしにくい状況です。仮に大統領選挙のキャンペーンで「ドル高は好ましくない」という発言が出たところで、アメリカが利上げをしているときにドル安になる要因にはなり得ません。つまりアメリカの政治リスクは、2016年の為替のテーマには入らないというのが私の見方です。

にもかかわらず、なぜまだ日常的にドル高のデメリットが取りざたされるのでしょうか。ダラス連銀のカプラン総裁がわかりやすい話をしていました。

「グローバル経済の調子が悪い、ドルが強い、これらのことはアメリカの企業には影響を与えている。だからといって、アメリカ経済に影響を与えているとは限らない。」

これは重要な示唆です。アメリカ企業は、国内だけで事業を展開しているわけではなく、世界中に現地法人があります。そのため、エマージング諸国の調子が悪い、または、エマージング通貨やユーロ、そして円もドルに対して安くなるということになると、連結決算は直撃を受けます。しかしこれがアメリカの景気に影響を及ぼしているかどうかはまったく別問題です。

ドル高がアメリカの個別企業の業績にどういう影響を与えているかを調べると、面白い発見があります。ドル高に弱い企業ほどライバル不在の会社が多い。典型例はマイクロソフトです。誰にシェアを奪われるということはありません。ただ、世界でマーケットシェアを8割、9割持っていると、ヨーロッパでユーロ建ての利益が上がる、アジアでアジア通貨建ての利益が上がる、ブラジルでレアル建ての……となると、為替の変動が連結決算を直撃します。ドル高のせいですべて目減りします。では、だからといって、マイクロソフトが実体面で米国内の事業を縮小しなければいけないのか、雇用をカットしなければいけないかというと、そういうことはまったくありません。P&Gしかり、コカ・コーラしかり、アップルも同様です。つまり、株式市場でいわれるドル高による利益への下押し圧力と、アメリカ経済に与えるインパクトはまったく別物だという点は非常に重要だと思っています。

ちなみにキャタピラーは昨年、グローバルで2,000人のリストラを発表したときに、CEOが「ドル高のせいである」と言いました。だからといって、シェアが奪われているということではないのです。単に、シェールオイル絡みの設備投資が激減したことによる業績の悪化が理由で、あくまでドル高というのは言い訳です。

5．円安シナリオは不変 ——2016年為替展望

ここからさらにいくつか円高論の何が間違っているかを点検していきます。

アメリカが利上げをしてもドル安・円高になるという意見は多くあります。実際、昨年

12月半ばのアメリカの利上げ以降ドル安・円高になりました。しかし、これで円高論を導くのは、ロジックが非常に甘いと思っています。

過去にアメリカが利上げをしたとき、ドル安になったのは確かでも、今回も同じことが起きるというのは、論理の飛躍です。為替市場は、ここ10年間で劇的に変化しています。昔使えた理論が今も使えるかどうかは、きちんと検証する必要があります。

前々回、前回のアメリカの利上げは、1999年と2004年です。特に1999年は利上げをしたら、一気に二十数円も円高・ドル安になってしまいました。しかしこれは17年も前の話です。同じ現象が今起きるという前に、17年前の為替市場の姿を振り返る必要があるでしょう。1999年の円高は日本株が大量に買われた結果です。2004年も同様です。アメリカが利上げをしたら、アメリカ株は売られ、その資金が日本に入ってきて、アメリカ株売りの日本株買いになったのです。

当時は、日本にも良いテーマがありました。ITバブル、小泉ブームです。しかもまだ株式投資に為替ヘッジを付けることが主流ではなく、為替インパクトをもたらしてしまったという理解が一番しっくりくると思います。

ところが今、世界中の投資家に「日本株、買いますか」「では、為替ヘッジは付けますか」と聞けば、「買うが、ヘッジは付ける」という答えがほとんどになってきています。ここ数年間の相関をみたら、とてもヘッジなしでは怖くて買えないからです。つまり、日本株は円安のときこそ上がり、円高ではなかなか上がらないことは誰の目にも明らかなので、日本株に投資する以上為替ヘッジはしてくるでしょう。そうなれば、かつてのようなロジックはなかなか働きにくく、仮に日本株が買われても為替ヘッジ付きでは、円高圧力にはならないと考えたほうが自然です。

もうひとつ、ヘッジが付くようになり変化したのは、株の資金が為替に影響しにくくなり、代わりに金利差で為替が動きはじめたことです。したがって、今回はアメリカの金利が上がっていけば、ドル高・円安と考えて何の問題もないと考えています。

とはいえ、2012年後半から金利差では説明ができないほど円安になっていることから、金利差が効かないという円高論者もいます。しかし、為替には金利差以外にも要素が多くあります。投機や需給など、それぞれのファクターが少しずつ影響しながら円相場を決めているのです。2012年後半からの金利差だけで説明できない乖離した部分は、需給で決まっています。需給でも説明ができない部分は、おそらく投機で決まっているわけです。

もう少し需給について説明します。国際収支の中の経常収支は、貿易サービス収支と所得収支の合計値です。ただ、これだけで需給を語るのは、説得力が乏しい議論となります。ましてや需給が１年後に影響しはじめるということはありません。需給というのは、発生した年に効かないと説明がつきません。なぜ

（図表３）円需給：「６つのフロー」は円売り超過を示唆

貿易赤字はほぼ消滅したが、15-16年度の円売り基調は変わらず

（単位：兆円）

	2010年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度（予測）	16年度（予測）	17年度（予測）
(1) 貿易・サービス収支	5.2	-5.3	-9.4	-14.5	-9.3	-0.9	-0.7	0.7
(2) 所得収支	13.9	14.3	14.6	17.4	19.2	21.1	21.6	21.7
(3) 対外直接投資	-6.5	-9.8	-9.8	-13.2	-12.9	-16.1	-12.0	-8.4
(4) 投信フロー	-4.1	0.6	-0.2	-2.9	-7.4	-13.0	-10.2	-6.8
(5) 生保フロー	-1.9	-1.0	-2.1	-0.3	-3.0	-3.0	-4.2	-2.0
(6) 公的年金フロー	---	---	---	---	-8.0	-8.4	-4.2	0.0
○ 単純合計値（1-6）	6.6	-1.2	-6.9	-13.5	-21.5	-20.2	-9.7	5.3
○ 円需給バランス（フロー値、兆円）	2.9	-3.5	-9.3	-15.6	-24.6	-22.7	-14.5	-1.4
● 野村円需給インデックス（年度末値）	9.6	6.2	-3.2	-19.0	-43.6	-66.4	-80.9	-82.3

（出所）野村證券

なら、輸出企業が手に入れたドルを１年間温存するはずがなく、また機関投資家が手に入れたユーロ建てや豪ドル建ての金利を１年間温存してから円に替えるということもあり得ないことだからです。もし需給がその年に効くように計測されないなら、その計算が間違っています。

では、どういう計算をすればいいのでしょうか。我々の結論としては、「貿易・サービス収支」と「所得収支」からなる経常収支に、「対外直接投資」「投信フロー」「生保フロー」「公的年金フロー」といった資本収支の項目も為替ヘッジの有無を考慮しながら計算に入れるべきだというものです。

さらに所得収支と直接投資は別の調整が必要です。やや細かい話になりますが、所得収支には、投資最終益という項目があります。それに含まれる海外の直接投資先から上がる配当金は、基本的に現地で再投資されるので日本円に戻ってきません。また財務省が運用しているトレジャリー（米国債）から入る金利収入も、決して円には戻ってきません。公的年金が運用している資金も同様で、キャッシュアウトの必要がある部分は、すべて日本国債の売りで対応しています。そう考えていくと、半分ぐらいしか円に戻ってきません。したがって、所得収支をそのまま「これは経常黒字だから円高圧力だ」と入れてしまったら過大計算です。半分引いて考えないといけません。

また、直接投資を全額計上すると、これも過大になってしまいます。日本の事業会社がM&Aをするときに、すべて円投ですると は限らないからです。現地通貨建てでシンジケートローンを組んでいる部分もあります。そういう形で為替リスクをとっていない部分を

控除する必要があります。こうして計算をしていけば、ドル円のトレンドに影響のある需給の指標を作ることができます（図表３）。

最後に購買力平価について話しておきます。為替といえば、理論的な根拠となる指標として購買力平価が常に登場します。ただ、なぜ購買力平価が有効で、為替は購買力平価から乖離できないのかという点の検討が充分になされていないと考えます。購買力平価が有効なら、円が割安だったら輸出が増えるはずです。輸出が増えたら、円高圧力になります。前提としてこのメカニズムが重要なわけです。ところが、この理論は古いとされています。日本は現地生産化がどんどん進んでいて、どれだけ円が割安でも輸出が増えないのです。輸出が増えない以上、円安が止まる理由がありません。

実は同じことが世界中の様々な国で起きています。ある一国の経済が貿易部門にほとんど依存していないとします。そうすると通貨は購買力平価と関係なくどこまでも動けます。典型例はイギリスポンドです。イギリスは輸出産業が非常に小さく、どれほどポンド高になっても、景気は強いままです。最近はイングランド銀行がインフレを相当気にしているので、影響が出るようにはなってきましたが、購買力平価が効きにくい通貨です。日本もその仲間入りをしているのではないかというのが私の仮説です。為替相場に影響されにくい経済の構造になってきているということです。

以上まとめますと、円高論には納得のいくものがないというのが私の考えです。したがって円安を2016年の基本シナリオとしておそらく問題ないと考えます。金利が上がれば、通貨は強く、ドルは強くなります。それを止めようとする政治の働きは日米ともになさそうだということです。日本の需給構造もまだ経常黒字ですが、様々な資本収支の売り要因があり、需給上も円売り方向です。こう組み立てると、１ドル130円は問題なく展望できると考えている次第です。

（本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：千田　雅彦）