

レンジ相場が続く円ドルレート

【ポイント】

1. トランプ新政権誕生後の米金利上昇により円ドルレートは円安が進行したが、年明け以降は概ね 110 円台前半の推移が続いている。
2. 3 月の FOMC では利上げが濃厚であるが、先行き不確実性が残ることから、市場の利上げペースの見通しは大きく変化しないと考えている。
3. 減税政策の規模が判明する頃に大きく振れる可能性はあるが、円ドルレートは概ね 110 円台前半～半ばのレンジ相場が続くと見込んでいる。

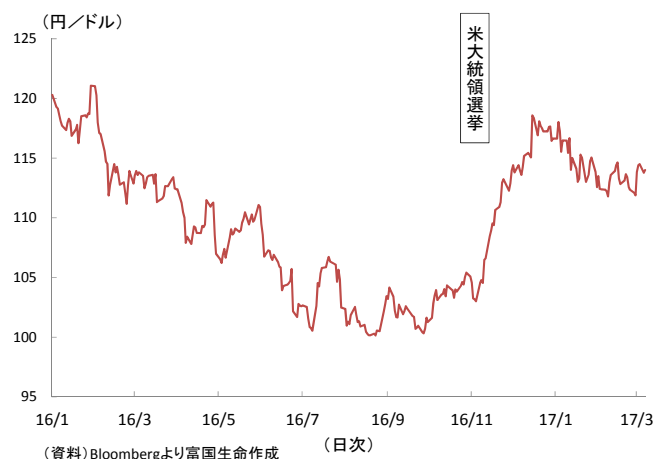
11 月の大統領選以降、米国の株価はスピード調整する局面もあったものの、上昇基調が続き、トランプ大統領の議会演説後も、演説時の穏当な姿勢が好感されて過去最高値を更新した。執筆時点（3 月上旬）で、いわゆるトランプ相場が 4 ヶ月続いている。それに対して為替レートは、ドルインデックスが昨年末にかけて上昇した後は 100 前後の推移となり、年明け以降、一進一退の動きとなっている。当初こそトランプ大統領の政策への期待と財政悪化懸念などから米金利が上昇し、それにともないドル高が進行したが、減税政策などの輪郭がはっきりせずに実体経済や財政収支の先行きが見通せないなかで、ドル高進行が一服している。ここでは期待先行で過熱気味である株式市場と異なる動きをみせる為替市場、特に円ドルレートに着目して論点を整理したい。

1. 円ドルレートの振り返りとトランプ大統領の政策

2016 年夏場以降、円ドルレートは 1 ドル 100 円台前半で推移していたが、事前予想を覆すトランプ氏の勝利を受けてドル高・円安が進行し、12 月中旬には 1 ドル 118 円をつける局面もあった（図表 1）。折しも 12 月の FOMC（連邦公開市場委員会）において 1 年ぶりに利上げを実施するとの見方が強まったことに加え、減税やインフラ拡大といった財政拡大政策が含まれるトランプ大統領の公約に反応して米長期金利が上昇したことが要因であろう。その後は、米長期金利の低下を受けて 115 円を割り込み、概ね 110 円台前半で推移している。トランプ政権に対する思惑による為替変動は一服している。

公約で掲げた政策にはドル高・ドル安要因、それぞれ含まれているが、以下の要因は、当面殆ど材料視されないとみている。新たに任命された外交・国防を担う高官は、従来の世界的な安全保障の枠組みを維持する姿勢をみせており、地政学的リスクの高まりを受けた円高リスクは小さいだろう。また、過度な保護貿易主義や排外的な移民政策は、米国の潜在成長率の低下につながりドル安要因となるが、実際に米国の潜在成長率が低下するのかは、全体の政策を見極める必要がある、かつ中長期的な要因である。

図表 1. 円ドルレートの推移



一方で円安進行の要因となった減税（法人税、所得税等）やインフラ投資などの財政政策の行方は、引き続き為替の変動要因になるとみられる。2月28日のトランプ大統領の議会演説でも詳細は明らかにならず、今後提出される予算教書は、議会への要望との位置づけであり、大枠でしか概要を掴むことができないだろう。詳細が明らかになるのは予算決議案を待つしかないと思われる。共和党議会との調整が難航しておそらく5月か6月にずれ込むと見込んでいる。減税規模がはっきりするこのタイミングで再び為替の変動要因になる。法人税については、共和党議会案は国境調整税の導入を含む抜本的な税改革であり、その国境調整税は、輸入企業にとって非常に厳しい税になるなど、産業によってその影響が大きく異なり、また、そもそも国境調整税はWTO（世界貿易機関）協定に抵触する可能性もある。トランプ大統領案と共和党議会案との相違や国境調整税の問題などで議会での審議は時間がかかるとみられ、議会での承認時期は秋頃になると想定している。優先されるとみられる法人税減税でさえこの状況であり、財源が不明確なインフラ投資の規模が明らかになる時期は更に遅れかねない。

また、米国企業の海外における内部留保に関する減税についても実施時期・内容は見通せない。米企業が海外に蓄えた資金を米国に還流するきっかけとなるこの減税は、かつて2005年にブッシュ政権が実施し、海外留保利益6,000億ドルのうち3,000億ドルが還流したとみられている。当時の米国は急ピッチに利上げしていた局面であったことも相まって、ドル高が進行した。足元その額は2兆ドルを大きく上回っていると推定されており、為替市場に及ぼすインパクトは大きくなる。もっともこの実施は2018年以降にずれ込むとみており、その間ドル高要因にはならない。むしろ米企業が資金還流を控えることで当面のドル安圧力となるが、その影響は殆どないだろう。

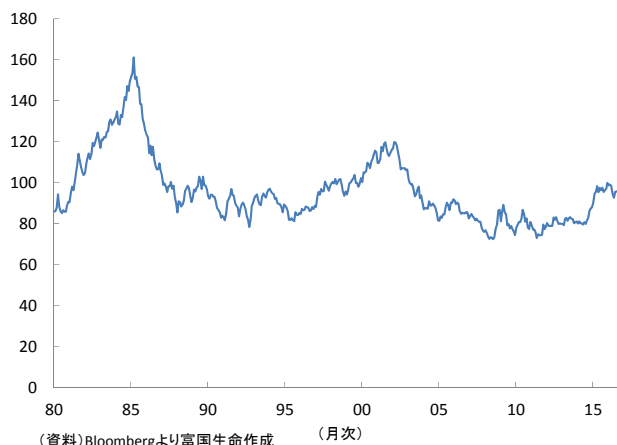
筆者が警戒していたのは、貿易不均衡を是正し製造業の復権を目指すにはドル高が重石となるため、米国がドル高政策を堅持しないことである。その司令塔となるムニューシン米財務長官は、発言に揺らぎがあるので懸念は残るが、長期的には強いドルが必要との認識を示している。確かに足元のドルは歴史的にドル高水準ではあるが、国際的な協調でドルを減価した1985年のプラザ合意時と比較すると限定的と言える（図表3）。貿易不均衡については、為替変動ではなく当時国との交渉で少しずつ解消させるしかなく、その相手国の中心は貿易赤字額の5割弱を占める中国となろう。日本との貿易不均衡問題は、ペンス副大統領と麻生副総理をトップとする経済対話の場で時間をかけて議論される見通しである。従って、10年金利をゼロ%に誘導する日本の金融政策へ圧力をかける可能性や、円安が過度に進行した際のトランプ大統領の口先介入への懸念は残るものの、ドル高・円安という基調を大きく変化させるものではないだろう。

図表2. 法人税案

| | 法人税案 |
|----------|--------------------------------|
| トランプ大統領案 | 税率35%→15% |
| | 租税特別措置(研究開発税制を除く)を廃止 |
| | 過去の海外子会社の内部留保には一度だけ課税(税率10%) |
| 共和党議会案 | 税率35%→20% |
| | 租税特別措置(研究開発税制を除く)を廃止 |
| | 過去の海外子会社の内部留保には一度だけ課税(税率8.75%) |
| | 仕向地課税に変更=(国境調整) |

(資料)各種報道等により富国生命作成

図表3. ドルインデックスの推移



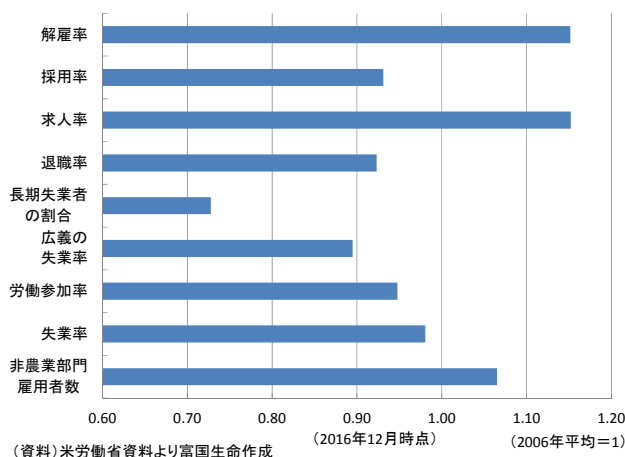
2. 米国の実体経済と金融政策

前述した要因で円ドルレートが変動していくことになるが、当面、注目が集まるのは米国の実体経済、金融政策の行方であろう。米国経済は 2016 年前半にかけて減速したものの、良好な雇用環境が続く中、海外経済の持ち直しや原油価格の回復という外部環境の変化も加わって再び加速しつつある。その状況下、大統領選後の米株高を受けて家計の景況感が改善したことで個人消費は安定感が増し、企業も規制緩和への期待などもあって業況感が改善している。一方懸念されていた大統領選後のドル高や金利上昇の影響は今のところ軽微にとどまっている。

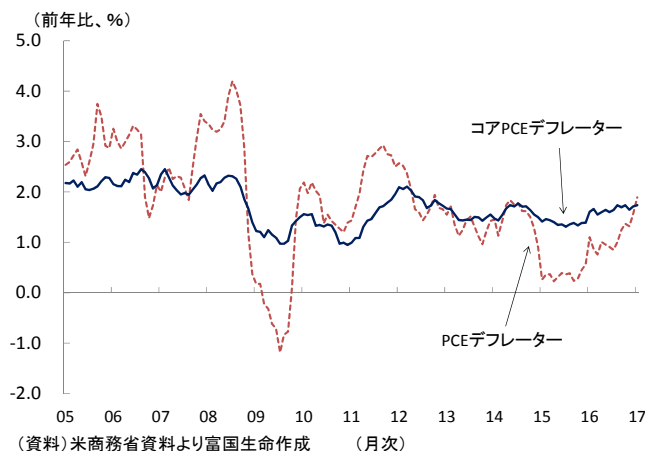
次に、FRB（米連邦準備制度）のマンデートである雇用・物価の動向を確認したい。雇用環境については、ほぼ完全雇用を実現し、いわゆるイエレンボードの雇用関連指標をみると、非農業部門雇用者数などはリーマンショック前（2006年平均）の水準を回復している（図表 4）。ただし、やむを得ずにパートタイムで働いている労働者等を含む広義の失業率など改善が遅れている指標も残っている。それらが賃金の前年比伸び率が一段と高まることを抑制していると考えている。次に物価動向については、原油価格の回復等を映して、PCE（個人消費支出）デフレーターは前年比プラス幅が拡大しているものの、FRB が重要視しているコア PCE デフレーターは 2% 以下の水準で推移し、期待インフレ率も 2% 前後で安定している。インフレ率を加速させる要因になる GDP ギャップの解消や賃金上昇率の 3% 台定着にはもう暫く時間がかかる見通しである。現状、FRB が利上げする環境は整っているが、その一方で慌てて利上げする必要はないとの認識である。

こうした状況下、3 月の FOMC において利上げする見通しが高まっている。2 月下旬まで FF 金利先物から計算する利上げ確率は 3 割程度にとどまっていたが、足元では 8 割程度まで上昇している。これは NY 連銀のダドリー総裁の発言をはじめ FRB 高官が利上げに前向きな姿勢を示し、3 日の講演でイエレン議長も「経済指標が想定通りなら緩やかな利上げが適切になる」と表明したことが背景にある。FRB は金融市場が安定し、米経済指標の結果が良いこのタイミングで今年 1 回目となる利上げに踏み切りたいのだろう。10 日に発表される雇用統計の結果を確認する必要があるが、3 月利上げが濃厚である。それを受け金融市場では利上げペースが幾分早まるとの見方が浮上しているが、懐疑的な見方も残っている。FF 金利先物の経過月数別のレートについて、2 月末と 3 月 7 日を比較すると若干利上げペースが早まっている（図表 6）。これを受け 1 ドル 112 円台から 114 円台へと円安が進行したが、117 円台であった 12 月下旬と比較すると、

図表 4. 米雇用指標の回復度合い

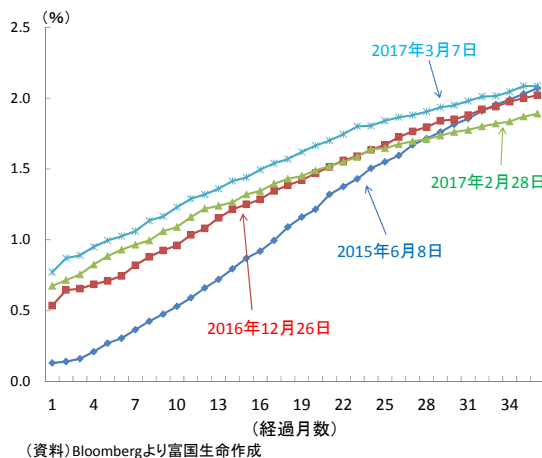


図表 5. PCE デフレーターの変遷



折れ線グラフのカーブ（傾き）はなだらかになっている。こうした動きから筆者は、足元の円ドルレートは、米金融政策の先行きに対する市場の見方（利上げペース見通し）に大きく左右されていると考えている。今後の利上げの見通しについては、次回3月のFOMCで12月時点の年3回の見通し（委員の中央値）から利上げ回数が引き上げられるかが一つの手掛かりとなるが、市場の見方は大きく変わらないだろう。それは3ヵ月ごとに順調に利上げできるか不確実性が残るためである。トランプ政権の財政政策が不透明であること、欧州主要国で選挙を控え金融市場が混乱する可能性があること、また、株高等を受けた米好景気を1年通じて維持するのは困難であることなど、いずれかのリスクが顕在化して利上げを見送る局面もあるという見方が根強く残っていると考えている。

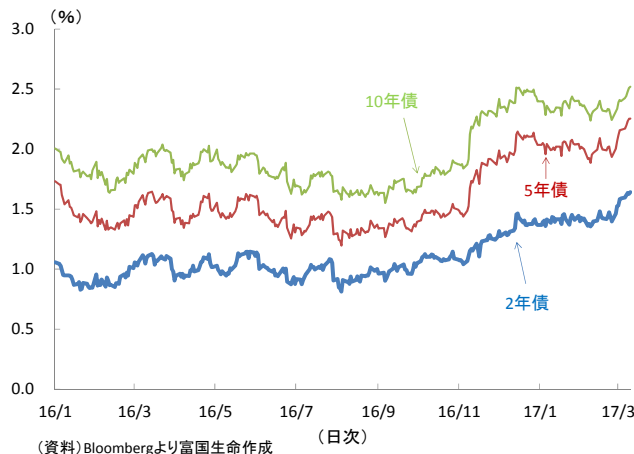
図表6. F F金利先物の変遷



3. 日本の金融政策の見通し

円ドルレートは、通常であれば日本の金融政策にも左右されるが、暫くの間殆ど影響を及ぼさないとみられる。2016年9月にイーロドカーブ・コントロール政策を導入し、10年国債金利をゼロ%程度に誘導するように国債買いオペを実施している。10年金利は▲0.1%~+0.1%の間でコントロールされ、年限が短い国債はマイナスで推移している。トランプ大統領勝利後の米金利上昇につられて日本の金利も上がったが、日銀のコントロールにより米金利の上昇幅に比べて各年限の金利上昇は限定的であり、日米の名目金利差は拡大傾向となっている（図表7）。

図表7. 日米名目金利差の推移



イーロドカーブ・コントロール政策は、2%の物価安定の目標を達成するまで継続するとみているが、日銀の政策委員の見通しは達成時期を2018年度頃とし、大半の民間機関の予測はその時期でも達成できないとの見方である。もっとも、次第に消費者物価は次第に伸び率を高めていき、実質金利は低下すると見込まれる。そのため、実質金利のマイナス幅が幾分大きくなる2017年度後半には、ゼロ%程度とする10年金利のターゲットを引き上げる、もしくは幅を広げる余地がでてくるだろう。それまでは引き続き円ドルレートは主として米国の金融政策に左右されることになろう。

今後については、トランプ政権の減税政策が判明する頃に、その規模によってドル高・ドル安の両方に振れる可能性があるし、大統領の発言にも留意する必要があるだろう。もっとも現時点の筆者のメインシナリオは、財政政策が財政に配慮した規模にとどまり、市場の米国の利上げペースの見通しが大きく変化しないことで110円台前半~半ばのレンジ相場が続くとの見方である。

（財務企画部 森実 潤也）