



# Pictet Global Market Watch

## 4つの主要ポイントから占う今後のドル・円相場

為替相場は様々な要素の影響を受けて変動しますが、今後のドル・円相場を占う上での主要ポイントとして、①日米欧の金融政策、②日本の貿易収支、③円の通貨先物ポジション、④ドルのバリュエーションの4つがあります。足元ではドル安・円高が進行していますが、今後の見通しにおいては、これらの動向に注意する必要があります。

### 足元のドル・円相場

足元のドル円相場は、2017年12月末時点が112.5円、2018年1月末時点が108.8円と、1ヵ月で3.3%のドル安・円高となっています(2017年年間では3.7%のドル安・円高)。これは、米国が利上げを継続する一方、今年1月に日銀のオペが予想外の減額となったことなど、日銀の金融政策にも変化の兆しが見られたことなどが背景となっています(図表1参照)。

### 4つの主要ポイントから見た今後のドル・円相場

為替相場は、景気、金融政策、貿易収支、財政収支、物価上昇率、購買力平価、通貨先物ポジションなどの様々な要素の影響を受けて変動します。そのうち4つの主要なポイント(①日米欧の金融政策、②日本の貿易収支、③円の通貨先物ポジション、④ドルのバリュエーション(投資価値評価))を見てみましょう(図表2参照)。

①金融政策は、足元では米国のみが金融引き締めに転換し、日欧では金融緩和が継続しています。この状況が継続すればドル高・円安要因、日欧が金融緩和縮小へと向かう場合には、ドル安・円高要因となります。

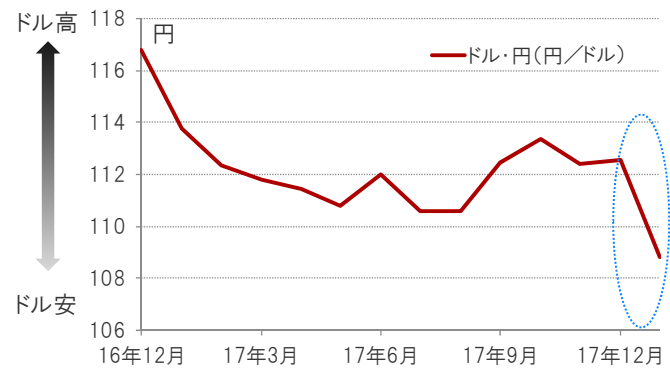
②日本の貿易収支は、2016年に黒字化した後、足元では黒字定着の動きが見られます。今後の貿易黒字額の縮小はドル高・円安要因、拡大は、ドル安・円高要因となります。

③円の通貨先物ポジションは、米国大統領選以降、売り越しポジションが急拡大し、ドル高・円安要因となりました。今後更にポジションが拡大する場合はドル高・円安要因、反転した場合には、ドル安・円高要因となります。

④ドルのバリュエーションは、過去と比較して割高な水準にあります。バリュエーション水準の修正はドル安・円高要因となります。

図表1: 足元のドル・円相場

月次、期間: 2016年12月末~2018年1月末



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表2: 4つの主要ポイントとドル・円相場への影響

ポイント	状況	ドル・円相場への影響
① 日米欧の金融政策	・米国は利上げ	・日欧の金融緩和継続 ⇒ドル高要因
	・日欧は金融緩和継続	・日欧の金融緩和縮小 ⇒ドル安要因
	・日欧の金融緩和縮小開始の可能性	
② 日本の貿易収支	・日本の貿易収支黒字化	・日本の貿易黒字縮小 ⇒ドル高・円安要因
	・貿易収支黒字の定着化	・日本の貿易黒字拡大 ⇒ドル安・円高要因
③ 円の通貨先物ポジション	・円は大幅な売り越し	・円売り越しポジション拡大 ⇒ドル高・円安要因
	・円売り越しポジション反転の可能性	・円売り越しポジション反転 ⇒ドル安・円高要因
④ ドルのバリュエーション	・ドルのバリュエーションは過去と比較して割高	・ドルの高バリュエーション継続 ⇒ドル高・円安要因
	・特に新興国通貨に対して大きく割高	・ドルの高バリュエーション修正 ⇒ドル安・円高要因
	・バリュエーション修正の可能性	・対ドルで新興国通貨買い戻しの可能性

※将来の市場環境の変動等により、  
当資料記載の内容が変更される場合があります。

記載のデータは、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

## ① 日米欧の金融政策

日米の中央銀行による金融政策の違いからみると、ドル高円安の要因が大きいとみられます。しかしながら、過去の米国利上げ局面では、利上げで期待インフレが抑制され、長期金利が大きく上昇しなかったことなどから利上げ後はドル安に転換しています。

今回も、米国経済見通しからみて金利の引き上げペースは緩やかになるものと見られ長期金利は同様に急上昇せず、ドル安に向かうとも考えられます。

ただ、前回の米国利上げ局面と今回の大きな違いは、主要国で金融引き締めに転換しているのは唯一米国だけで、日、欧が大規模な金融緩和を継続しているという点です。このため、金融政策面からみるとドル高・円安に向かう要素は過去の米国利上げ局面と比べると比較的大きいと見られますが、世界的に金融政策が同一方向に向かうのであれば、ドル高要因の一つが消えることとなります。例えば、日銀のステルス・テーパリングや、米連邦公開市場委員会(FOMC)にてハト派のスタンスがとられるようであれば、ドル安・円高要因となるとみられます(図表3、4参照)。また、日銀の総裁、副総裁人事を巡る動向も、ドル・円相場の変動要因になると考えられます(詳細は4ページ【ご参考】参照)。

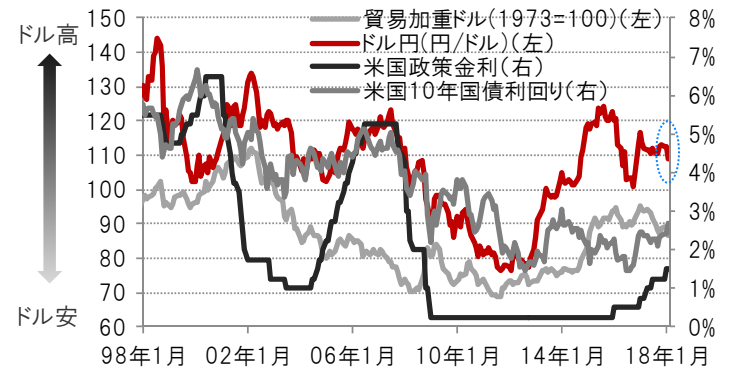
## ② 日本の貿易収支

原油安や円安効果により日本の貿易収支が改善し(図表5参照)、金融緩和効果による銀行貸し出しの増加や、土地価格のモメンタム、雇用者数、所得の伸びなどに改善が見られるなど、日本の経済指標が回復していることなどから、円高を支える要因が大きくなっています。

一方、原油価格の大幅な上昇などにより、貿易黒字額が縮小した場合には、ドル高・円安要因となります。2017年年間の貿易黒字額は、原油価格の上昇、円安の進行などにより、2016年年間の貿易黒字額と比較して21%縮小しました。

図表3: 米国政策金利とドル

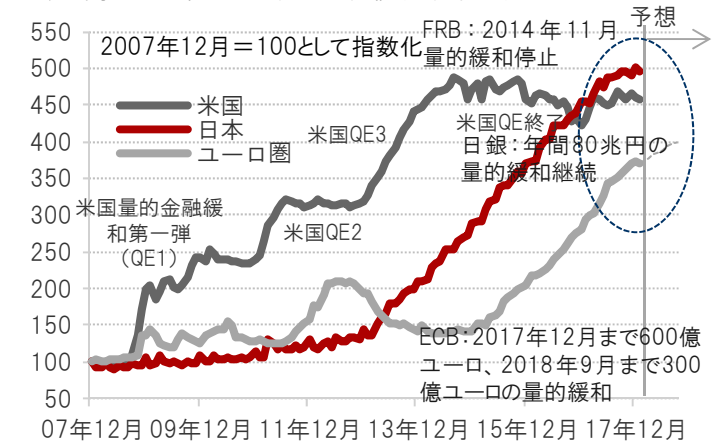
月次、期間: 1998年1月～2018年1月



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4: 各国の中央銀行のマネタリーベース

月次、期間: 2007年12月～直近発表値(注記参照)



※マネタリーベース予想は、各発表をベースにピクテ・アセット・マネジメントが独自に算出し予想 ※米国は2018年1月まで、日本は2018年1月まで、ユーロ圏は2018年1月まで、予想は2018年2月～2018年9月 出所: ブルームバーグ、日本銀行、各種報道のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表5: ドル・円と日本の貿易収支

月次、貿易収支期間: 1994年2月～2017年12月、為替期間: 1995年2月～2018年1月



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

※将来の市場環境の変動等により、  
当資料記載の内容が変更される場合があります。

記載のデータは、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

### ③ 円の通貨先物ポジション

ドル・円相場と、先物の円ポジションを米商品先物取引委員会(CFTC)が発表するシカゴマーカンタイル取引所(CME)国際通貨市場(IMM)のドル・円先物取引非商業部門の円ポジションでみると、米大統領選でのトランプ氏勝利後円の売り越しのポジションが拡大し、円安・ドル高圧力が高まっています(図表6参照)。経済指標から円高要因が見られる一方で、多くの投資家がドルを依然買い越し(ロング)、円を売り越し(ショート)にしており、この点では調整の余地が大きくなっています。

ただし、ポジションの反転には、日米の金利差縮小が必要と考えられますが、足元の日本のインフレ率は1%程度と、日銀が掲げる目標水準である2%の約半分に留まっています。これを受けて、日銀が金融緩和を強化する場合には、円の売り越しポジションが更に積み上がり、ドル高・円安要因となる可能性も考えられます。

### ④ ドルのバリュエーション

ピクテの為替モデルによればドルは適正値から割高となっており、この水準は過去30年間でも高い水準です。過去の実績では高い水準をつけた後、ドルは下落する傾向がみられ、米連邦準備制度理事会(FRB)が今後の利上げに積極的でないと受け止められれば、ドルが反落することは十分考えられます。世界的に金融政策が同一方向に向かうのであれば、ドル高要因の一つが消えることとなります。

特にドルは新興国通貨に対して適正水準から2標準偏差程度割高と見られ、ドル反落の際には新興国通貨が大きく買い戻される可能性もあると考えます。

他の通貨では英国のEU(欧州連合)離脱の選択を受けたポンドの下落で、対ドルでのポンドの割安度が高まっています(図表7、8参照)。

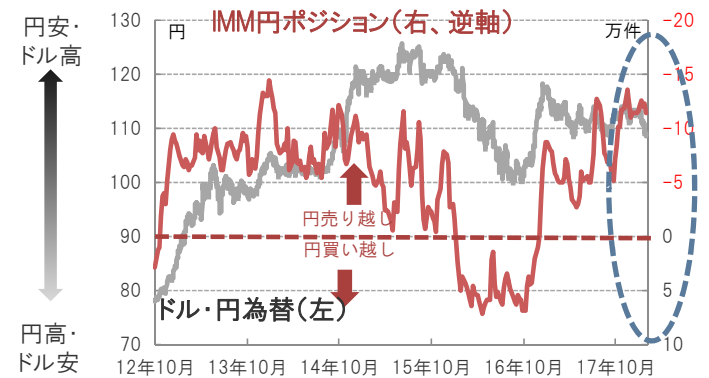
### 最後に

最近の為替相場動向については、非常に拡張的な財政政策と相対的に緊縮的な金融政策という米国のポリシーミックスや、黒田総裁の再任により日銀が引続き緩和的な金融政策を継続すると思われる点を考えると、ドル安の動きがこのまま一方的に続くとは考えづらく、株式市場が落ち着きを取り戻すに連れて再びドルが買い戻される可能性もあると見ています。その一方、米国をけん引役として世界経済の好調が続けば新興国や資源国経済にとって追い風となると思われ、中長期的に見て新興国通貨は対ドルや円に対して底堅く推移すると考えられます。

※将来の市場環境の変動等により、  
当資料記載の内容が変更される場合があります。

図表6:ドル円為替(日次)、IMMポジション(週次)

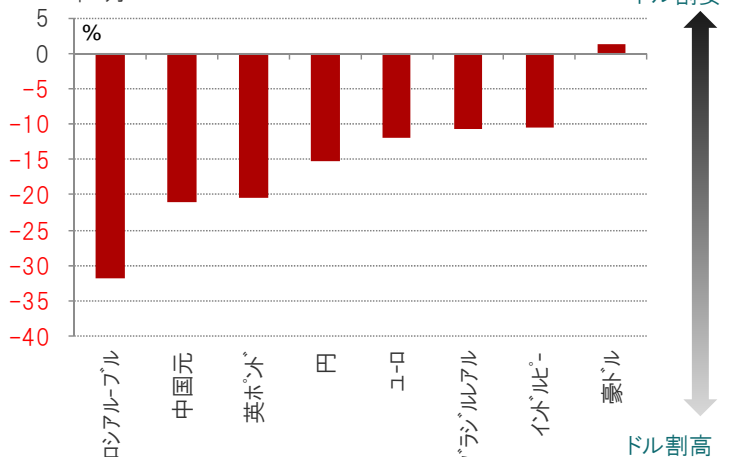
為替:日次、期間:2012年10月1日~2018年1月30日、  
ポジション:週次、期間:2012年10月2日~2018年1月30日



出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表7:ピクテモデルに基づく各主要通貨の均衡点からの乖離(対ドル)

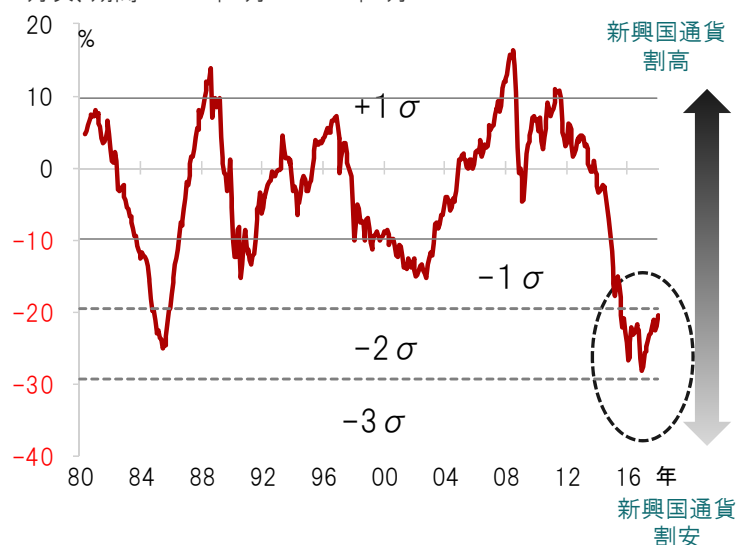
2018年1月



出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表8:新興国通貨の均衡点からの乖離度(対ドル)

月次、期間:1980年5月~2018年1月



※ピクテが独自に開発した通貨評価モデル(インフレ率等様々な指標を用いて、通貨の適正価値を予測)による均衡点からの乖離度(対ドル)で見た指標  
出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

記載のデータは、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。



## 【ご参考】

## 今後の相場変動のトリガーは？

今後のドル・円相場変動のトリガーとなりうるイベントとして、3月、4月に相次いで任期を迎える日銀総裁、副総裁の人事があります。日銀人事は、日本の金融政策が金融緩和継続(ドル高・円安要因)か、それとも金融緩和縮小(ドル安・円高要因)に向かうのかを占う上で重要なポイントとして注目されます。

この他、日米欧の金融政策関連のイベントとしては以下が控えています。

パウエルFRB議長 <span>の議会証言</span>	2018年2月28日
欧州中央銀行(ECB)理事会	3月8日
FOMC	3月20日～21日
日銀黒田総裁の任期満了	4月8日

## 日銀総裁人事:報道では、黒田氏再任の方針が伝えられる

複数の報道機関が2018年2月9日から10日頃、2ヵ月後の4月8日に任期満了となる日本銀行の黒田東彦総裁を政府が再任する方針であることを固めたと報じました。任命には国会の同意が必要ですが、衆参両院とも与党が過半数を確保している状況です。日銀総裁の任期は5年で、市場では次期日銀総裁候補として黒田総裁を予想する声が大きくなっています。仮に黒田総裁が2期連続で務めるとなると、山際正道氏(在任1956～64年)以来で、戦後3人目となります。なお、中曽宏、岩田規久男両副総裁の任期は3月19日までとなっています。

## どこに注目すべきか:

## 日銀総裁、副総裁、リフレ派、円高

日銀の総裁1名と、副総裁2名は、3月、4月に相次いで任期を迎えます。この日銀人事と金融政策の方向性を占う上で、次の点に注意が必要と見えています。

まず、人事のバランスです。現在の日銀執行部(総裁+2名の副総裁)は、黒田総裁と、日銀出身の中曽副総裁、外部からリフレ政策を支持する岩田副総裁となっています。ここで、次の執行部の想定を考えます。13日の衆院予算会議で安倍首相が日銀総裁人事は白紙と答弁したように、まだ正式決定ではない(2月14日時点)ものの、報道の通り、黒田総裁再任はやはり有力と思われる。副総裁の一人は日銀出身の雨宮理事が有力との報道もありますが、こちらは中曽副総裁の入れ替わりと見られます。

## 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

健康上の理由もあり再任の可能性が低いと見られるリフレ派の岩田副総裁に代わり、再び外部からリフレ派を招聘するなら、今回の人事は基本形の上で、現状維持の可能性が高いように思われます。なお、市場の一部で噂されていた、黒田総裁からリフレ派の人に変更されるという懸念は杞憂となりそうです。

次に、金融政策の方向性は当面は現状維持、徐々に正常化に向かう流れが想定されますが難問山積みと思われる。

まず、現在の金融政策を整理すると、イールドカーブ・コントロールで知られる、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が政策手段です。また、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」をインフレ率が2%を超えるまで続けることも掲げています。2013年、日銀は長期国債などの購入でマネタリーベースを拡大させインフレ率上昇を目指すリフレ政策を主体としていました。政策主体が量から金利へと変更されています。これは、欧米ではすでに(ユーロ圏は遅れ気味ですが)既定路線で、日銀も、時間軸は相当ずれるものの、欧米と同じ方向を模索するものと思われる。日本の金融政策正常化は難問です。日本では金融緩和が少しでも後退したとみなされると円高の洗礼を受ける傾向があり、慎重に進める必要があるからです。マネタリーベース拡大で購入している指数連動型上場投資信託受益権(ETF)は日銀が株式を購入しているとして批判を受けてはいますが、当面現状を維持する可能性ががあると思われる。

購入額を静かに減らしている国債購入も難問です。市場ではすでにテーパリング(段階的購入額の縮小)が始まったとみなしている面も見られます。すでに利上げをしている米国に対し、表向き金融緩和の日本ですが、円高傾向なのは、恐らく、国債購入額の減少を実質的テーパリングとして、将来の金融政策正常化を織り込んでいるためと思われる。このような市場の期待への対応も求められます。

最後に、政治との関係もデリケートです。2013年のインフレ目標導入には政府と日銀の共同宣言など政治とのからみが含まれています。仮にインフレ率が2%に定着していれば、目標達成ということで、格好はつくのですが、物価動向がそこまで改善しない中での政策変更については、政治的な配慮も日銀に求められる可能性があります。

株式市場などの変動が気になる市場環境の中、このような難問を抱えた中での大役は経験豊富な黒田総裁の再任が無難のように思われます。

※将来の市場環境の変動等により、

当資料記載の内容が変更される場合があります。