

円実効相場、1－5年平均が全て下向き

クロス円主導の円安余地残存、過去は20カ月前後の円安

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/6/4 (金)

円の総合力を示す日銀算出の円インデックス（名目実効相場、1999年1月4日＝100）は、12カ月（1年）から60カ月（5年）に至る各年ごとの移動平均線が全て下向き化となってきた。数字が小さいほど円安を示すもので、クロス円主導での短中長期での円安トレンド明確化が示唆されている。過去実績ではドル/円を含め、20カ月前後は円安基調が持続されてきた。円安の一因である日本のコロナワクチン普及の遅れは是正されつつあるが、国内でのリスク選好やデフレ緩和、実質金利低下などが円安要因となる。

供給制約・資源高・品不足、「貿易立国」に打撃

「政策金利が上げられた際には、教科書的には、投資抑制、生産抑制ということで成長率低下を予測することになるが、その変更時が経済サイクルのどの時点にあるかによっては、先行き楽観論の根拠として別の反応をもたらすこともある」、「為替への影響も、金利差拡大により当該国通貨は増価することが言われる一方、経済成長の鈍化見込みを織り込んで弱含むこともある」――。

財務省で為替政策を担当した元財務官の渡辺博史・国際通貨研究所理事長（元国際協力銀行総裁）は、最新コラムで改めてこのような指摘を行っている。

あくまでメディア記事などでの「市場の値が理論値から乖離している」といった表現での「理論値」に対して問題提起を行ったものだが、現在の為替相場では利上げや債券買い入れ（量的緩和）縮小の先行地ならし国から、素直に通貨が買われる展開となっている。具体的にはカナダや英国、NZ、韓国といった国の通貨だ。ユーロ圏や豪州、米国などでも、先行き緩和縮小議論の可能性が通貨の下支え要因となっている。

それに対して日本では、ワクチン普及の遅れや緊急事態宣言延長などの経済制限持続、コロナ以前の人口減少や空洞化、生産性の低下、潜在成長率の低下、構造的な物価低迷の圧力などもあり、日銀の緩和縮小は「周回遅れになる」という見方が強まっている。対欧州通貨や資源国通貨、中国人民元などの新興国通貨といったクロス円取引の主導で、円安基調が支援される構図となってきた。現在は日本でもワクチン普及が進み始めたが、今後は国内でのリスク選好やデフレ緩和、実質金利低下などが円安要因となり得る。

しかも現在は世界的に素原材料価格の上昇や品不足、半導体不足や感染対策による供給制約が問題に

なっている。その点、日本は国土が限られ、自前資源の乏しい「貿易立国」だが、供給制約は生産抑制を通じた輸出の制御につながる。同時に資源高は輸入コスト上昇や素原材料の調達難につながり、貿易収支や交易条件の悪化を招く。輸出入の両サイドで、円安の要因となりやすい。

その中で円の総合力を示す日銀算出の円インデックス（名目実効相場、1999年1月4日＝100）は、5月28日に98.15と2018年6月以来の低水準となってきた。数字が小さいほど円安を示すが、トレンド判断で参考になる月足テクニカルでは、12カ月（1年）から60カ月（5年）に至る各年ごとの移動平均線が全て下向き化へと転じている（円安基調）。水準も各ラインを全て円安方向に下抜けてきたが、こうした同時現象は2015年10月以来となるものだ。短中長期スパンで、クロス円主導での円安トレンドが明確化されつつある。

過去には2013年10月から同時観測され、クロス円と同時にドル/円でも円安・ドル高のモメンタムが点火された。ドル/円は同月のドル安値96円台から2015年6月のドル高値125円超えまで、約20カ月間、+29円幅のドル高が進展している。その前では2005年9月から、こうした同時現象が観測された。当時もドル/円は同月ドル安値の108円台から2007年6月の124円超えまで、約21カ月間、+15円幅のドル高が持続した実績を有している。

円実効の60カ月平均下抜け、過去は円安加速

渡辺元財務官が指摘する「経済サイクルのどの時点にあるか」という点でいえば、現在の世界景気はまだ循環回復の初期段階にある。循環的な成長に伸びしろが残されている分だけ、現状は緩和見直しによる成長抑制懸念よりも、「利上げ地ならし先行国」のように、緩和見直しに耐えられるようになってきた景気の改善や、連動した金利の上昇、金利上昇への耐久力回復などが、素直に通貨高の材料となってきた。反対に日本ではこうした回復や正常化の遅れが、通貨安の要因となっている。

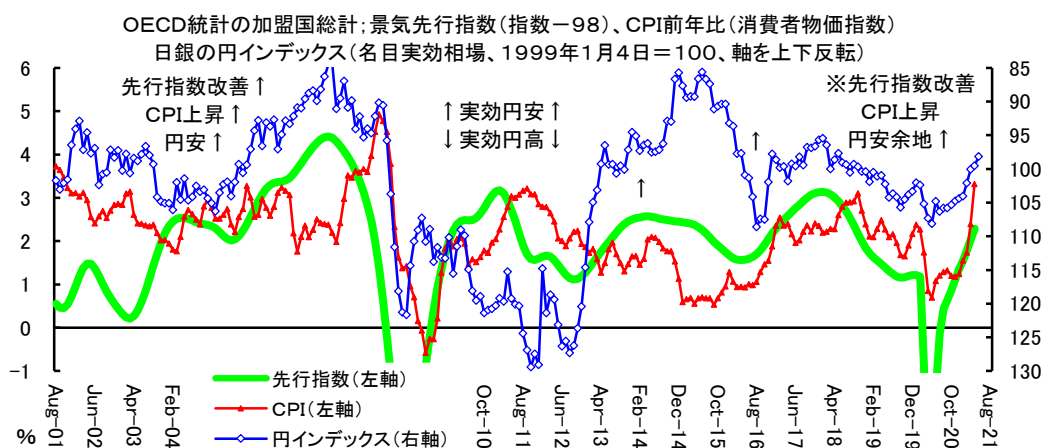
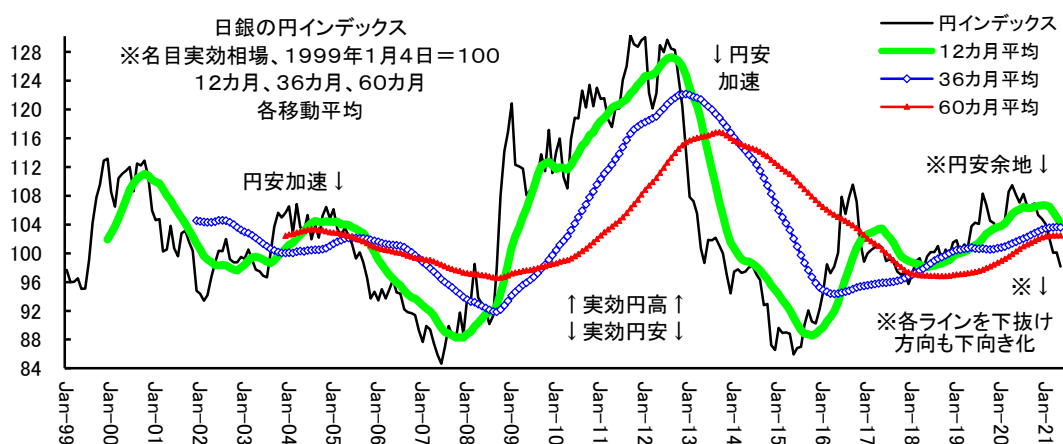
6月1日以降も日本の回復の遅れや埋没化を示す形で、「OECDは2021年の世界成長率見通しを上方修正させる一方、日本は下方修正」といった動きがあった。続いて「トヨタは米国の消費者の電気自動車（EV）への需要が持続的に拡大する場合、米国にEV生産の移転を検討」、「日本の新発10年物国債入札では、応札倍率が約6年ぶりの低水準に低下。投資家需要の弱さが示される」（ブルームバーグ）といったニュースが見られている。

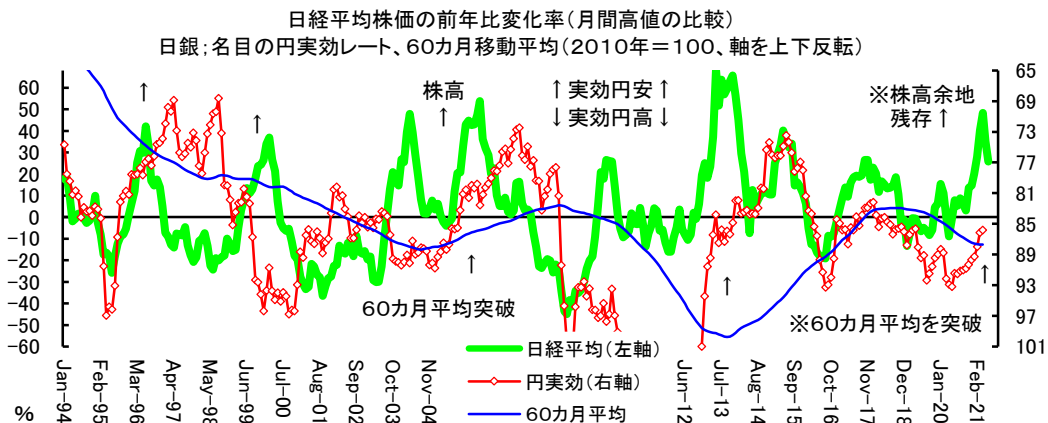
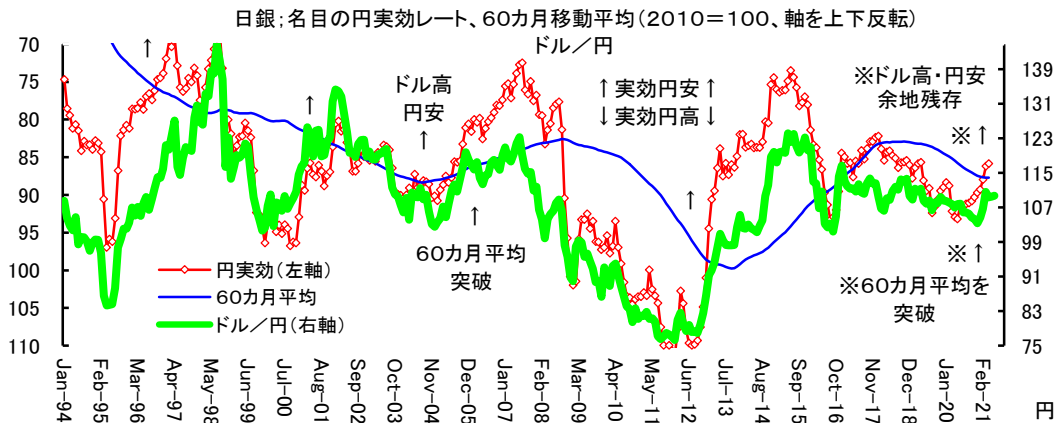
物価面では OECD 算出の世界 CPI（消費者物価指数）で、最新 4 月に加盟国総計ベースが前年比＋3.3%となった。悪い物価上昇をはらみつつも前月の＋2.4%から上昇し、2008 年 10 月以来、約 12 年半ぶりの大幅上昇となっている。それに対して国別では日本が－0.4%となり、7 カ月連続でのマイナス圏に沈んだ。

過去の為替相場では対世界比で日本の物価が低迷すると、相対的な円の価値増加や日本の実質金利押し上げなどで円高圧力が強まる場面も見られてきた（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）。しかし、現在は「経済サイクルのどの時点にあるか」という点を含めて、1) 世界の物価上昇の裏側にある世界景気の回復余地がリスク選好の円安を促す、2) 世界的に中央銀行はコロナ対策に伴う異常な超低金利政策からの修正に向かうため、他国の金融政策や金利水準の正常化は外貨高・円安の要因となる（日銀は周回遅れ）、3) 世界景気の回復は、日本国内に

充満しているカネ余り資金を対外証券投資や外国企業買収、海外向け設備投資などに流出させる、4) 物価の先行上昇国は通貨高を志向する一方、物価低迷の続く日本は通貨安志向の持続と、通貨安に伴うインフレへの耐久力が見込める——といった要因などにより、現状は円安支援の材料となっている。

ちなみに円の総合力を示す実効相場では、日銀算出による名目の円実効レート（2010 年＝100）ベースでも、60 カ月（5 年）移動平均線という重要節目ラインを下抜ける円安となってきた。過去には 60 カ月平均の下抜けから円安モメンタムが加速され、ドル/円でいえば 2013 年以降の場合が 125 円超え、2005 年以降が 124 円超え、1996 年以降が 147 円超え、1990 年以降が 160 円超えまで、いずれも円安・ドル高がオーバーシュートされた。連動する形で日経平均株価は、前年同月比でのプラス上昇トレンドが形成されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。