

クロス円の外貨高、過熱警戒も「天井」尚早 世界循環底入れ、海外利上げ余地、金融不安抑制など

2023/6/26 (月)

為替相場のクロス円（円の対非ドル通貨）取引では外貨高と円安が再加速されているが、短期的には過熱感が警戒される一方、まだ「外貨の天井ピーク」シグナルは見られていない。世界景気に先行するOECD 景気先行指数や MSCI 先進国株指数などは循環的な底入れの初期段階で、各国でのインフレ上昇圧力の根強さとあいまって、海外では利上げ余地が残されている。利上げ継続に伴う金融不安リスクには各国で流動性供給などの配慮が見られ、それが世界景気の底入れとあいまって、リスク回避の円高・外貨安を制御している。

海外利上げと金融・流動性配慮、円安要因に

「(3月以降の米欧での金融不安は)中央銀行と政策当局者がインフレ抑制スタンスを崩さず、かなり大きな金融ストレスに対処しうることを示した」、「金融ストレスを抑制する上では、政策金利以外のツール、例えば連銀貸出や緊急流動性ファシリティを通じた緊急融資によって支援を提供することができ、それと並行してマクロブロードデンス（金融システムの管理等）政策手段を緩めることができる」――。

IMF では6月上旬、このような検証と分析で「中央銀行は金融の混乱を回避しつつ、引き続きインフレと闘うことができる」という見通しを示した。

こうした両立策の先例として、韓国での対応策を紹介。「韓国では昨年9月、不動産デベロッパーの債務不履行をきっかけに短期資金調達市場が急激に混乱した際、韓国政府は市場支援策によって対応し、同時に韓国中銀は大規模な流動性支援を提供した。こうした対応によって中央銀行はインフレ目標を追求すべく、政策金利を引き上げることができた」(同)。

米国でも3月以降の金融不安に対し、FRBが資金供給や銀行の貸出支援策を強化させている。その後は金融不安が一服となっているが、FRBは利上げ副作用への配慮のほか、米国債市場での流動性不足問題などもあって、資金供給の絞り込みや量的引き締め（バランスシート縮小）には慎重さが見られている。ECB（欧州中銀）やBOE（英国中銀）なども、そもそも金融政策の基軸は金利操作としているほか、国債ファイナンスなどへの配慮もあって、利上げ積極化との相対比較で量的な引き締めはペースが抑制されている。

かたや日本では日銀が現在もなお、実質的な量的緩和策を堅持させたままだ。こうした各国中銀による流動性、量的マネーへの配慮が見られる中において、世界の景気自体は循環的な底入れが見られ始め

た。いずれもリスク選好に寄与するもので、4-5月以降は米日株を含めた世界的な株高の一因となっている。各国での利上げ継続に伴う金融不安の広がりも抑制させている。

リスク選好と海外各国での利上げ継続は、為替相場場でクロス円取引（円の対非ドル通貨）を中心に外貨高と円安を再加速させている。短期的には過熱感が警戒されるが、価格調整による外貨安や日柄調整によるレンジ横這い化を経ながらも、当座の外貨高・円安トレンドの持続余地が注目されそうだ。

例えばユーロ/円やポンド/円でいえば、ECBとBOEともに当座の利上げ継続姿勢を示しているほか、年内を含めた早期の利下げ転換には慎重となっている。あくまで現状時点ながら、両中銀の政策金利は年末に向けて「前年同月比プラス」が維持される可能性が高い。

過去の長期実績として政策金利の前年比プラス化が続く場合、ユーロ/円の月間ユーロ高値は最低でも前年同月比+10円幅から+20円幅は押し上げられる金利効果が見られてきた。前年比での金利上昇は前年比での通貨上昇要因となり、ポンド/円も最低+10円幅から+30円幅のポンド高が形成されている。

景気先行指数・VIX・先進国株、円高転換尚早

今回も6月22日時点でユーロ/円は前年比+12円幅、ポンド/円は前年比+13円幅の上昇と、過去実績が踏襲されている。年末に向けた高値メドで参考になる昨年の月間高値は、ユーロ/円が昨年7-12月にかけて139-148円で推移していた（現在の直近高値は156円前後）。先行き単純に前年比+10円幅で158円方向、+20円幅で159円から168円方向を試す可能性は非現実的でない。

ポンド/円は昨年の月間高値が、昨年7-12月に163-172円で推移している（直近高値は182円前後）。すでに前年比+10円幅の182円には到達しており、単純に前年比+20円幅として183円から192円方向を試す可能性も残されている。

その他のクロス円である豪ドル/円やNZドル/円、カナダ・ドル/円、スイス・フラン/円などについても、各国での利上げ継続や政策金利の高止まり維持（前年比プラス化）、リスク選好の局面で、月間の外貨高値は最低でも前年同月比で+10円幅から+20円幅は押し上げとなるパターンが観測されてきた。

反対にドル/円、クロス円で外貨高が天井ピーク（円安は底入れボトム）をつける局面では、前段階の前兆サインとして「世界景気の循環的回復のピークアウト」や「リスク回避の高まり」、「日本の貿易

収支の黒字減や赤字増の歯止め（収支改善）」という方向へのトレンド変化が見られていた。

その点、現在は世界景気に先行する OECD 景気先行指数や MSCI 先進国株指数などが、2021 年以降の長期下降を経て底入れしてきた初期段階に過ぎない。世界景気の循環的な底入れは、海外各国の中銀による利上げ継続も後押しさせていく。

リスク回避かリスク選好かでいえば、米株投資家の不安心理を示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）ボラティリティ（VIX）指数は低下基調となっている（リスク選好）。過去のドル/円、クロス円で外貨高・円安トレンドが外貨安・円高へと転換する局面では、多くのケースで「VIX・6 カ月（半年）移動平均線の上向き転換（リスク回避の方向）」という基調変化が前段階で観測されていた。

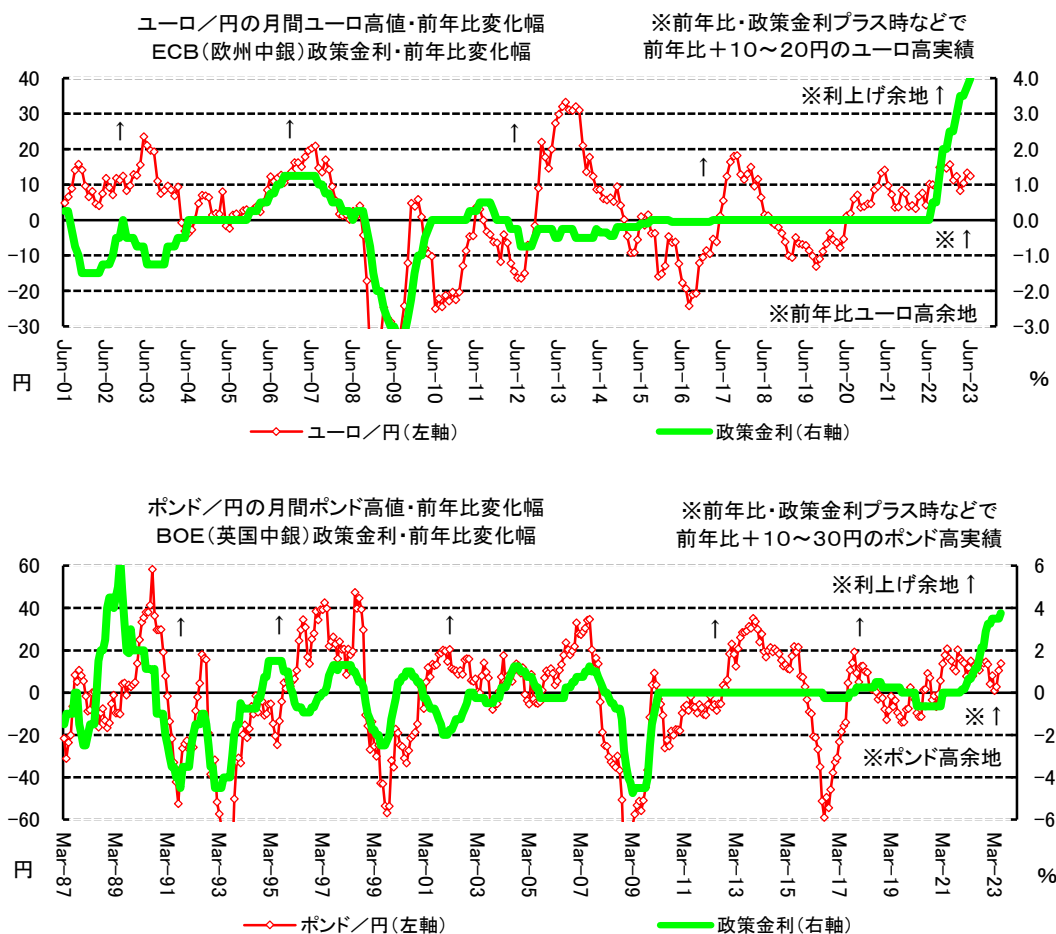
その点、現在の VIX は直近 22 日に、2020 年 1 月以来の低水準へと低下。6 カ月平均の方向角度も明確な下向き化を保つという、リスク選好が堅持されている。

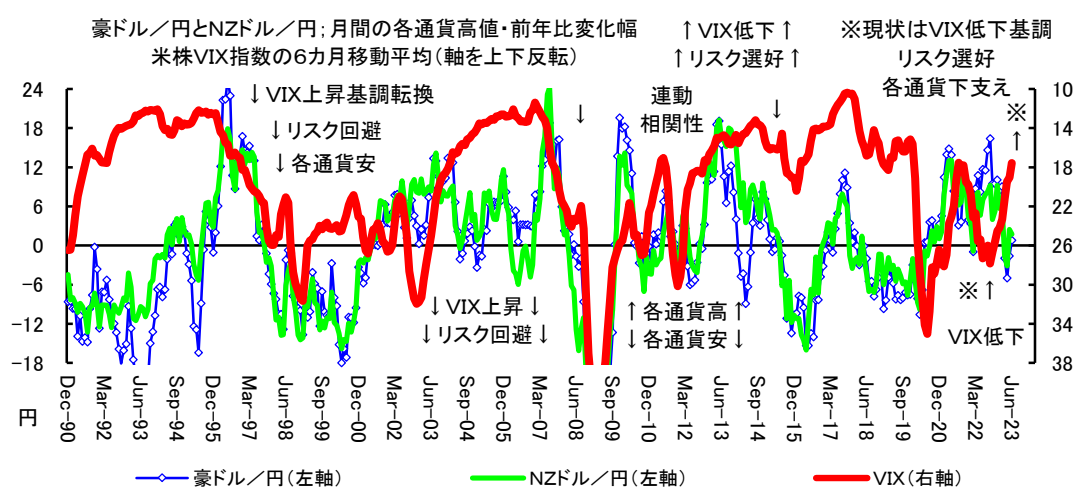
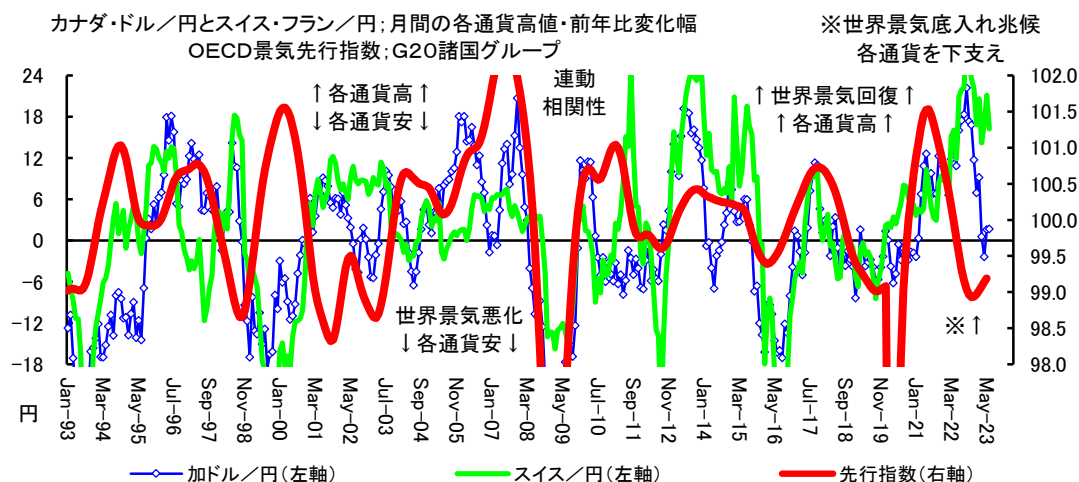
貿易収支とドル/円の関係でいえば、貿易収支が 24 カ月（2 年）移動平均で明確に赤字減や黒字増の方向へとトレンド転換したあと、さらに 2 カ月や 9 カ月、16 カ月といった時間差を経てドル/円は本格

的なドル安・円高トレンドに移行してきた。現在は直近 5 月時点で、24 カ月平均の方向角度は 2021 年 8 月前後からの下向き化（黒字減と赤字増の方向）を維持している。まだ明確なドル安・円高トレンドへの転換サインは見られていない。

その他、世界景気でいえば、各国の GDP 統計などに半年程度の先行性を有する OECD 景気先行指数が、長期悪化を経て循環的な底入れを固めつつある。最新 5 月に G20 諸国グループは 99.19 となり、前月の 99.14 から上昇した。最近では 2021 年 6 月の 101.53 を直近最高として悪化基調が続いてきたが、昨年 10 月の 98.93 をボトムに底入れへと移行。そこから今年 5 月は 6 カ月連続の改善となり、底固めが進んでいる。

同時進行で MSCI 先進国株指数は、昨年 10 月を底値に底入れから反発軌道を固めている。4 月以降には基調トレンドを示す 3 カ月、6 カ月、12 カ月の各移動平均線が、全て上向き化へと転換してきた。足元の 6 月も各上向き化が維持されている。過去実績に沿えばこうした世界景気の改善が示唆されたあと、ドル/円、クロス円で早期に外貨安・円高トレンドへと転換した例は見られていない。





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。