



2017年12月21日

## 2018年の円相場をどう見るか

公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

2017年のドル円相場は、年初に円安が進み一時118円台の円安ドル高水準で取引された。しかし、その後は方向感に乏しい展開が続き、結局、年間ベースで値幅にして約11円<sup>1</sup>、変動率10%弱<sup>2</sup>と、歴史的にみても動意に乏しい無風の1年となった。相場が動いてこそ“ナンボ”のトレーダー稼業を別にすれば、円相場がこうしてやや安値圏で安定的に推移したことは、日本経済にとってプラスと言えるだろう。北朝鮮情勢の緊迫化等に直面しながらも、企業収益や株価を直撃するような円高波乱は発生せず、さりとて、家計部門の購買力を低下させるような過度の円安進行もなく、ドル円相場は112円<sup>3</sup>を中心とする価格帯で安定的な取引に終始した。2017年の我が国経済活動が総じて「上出来の一年」となった背景の1つとして、こうした“動かない円相場”の地味な貢献を挙げて良さそうである。

では、来年2018年はどうであろうか？依然として潜在的なリスク要因はあるものの、ゴルディロックス、つまり“熱からず冷たからず”の経済金融環境が当面続く公算が大きいグローバル情勢に鑑みて、2018年のドル円相場も今年とほぼ同様のレンジで安定的に推移する可能性が高い、と筆者は考えている。しかし、もし増価・減価どちらのリスクがより高いかと問われれば、以下で述べる通り、それは円高方向と見ている。

2017年の円相場が小動きにとどまった最大の理由は“動かない金融政策”、即ち、日銀からサプライズが出なかったことにある。2013年3月に就任した黒田総裁の下、日銀は同年4月に“shock and awe”＝衝撃と畏怖と形容される「異次元緩和＝量的・質的金融緩和」を打ち出し、続く2014年10月には国債購入額を年間80兆円へ拡大する追加緩和を実施した。2015年中の政策変更こそ限界的であったが、明けて早々の2016年1月にはマイナス金利政策を発表。同年9月には一連の政策対応について「総括検証」を実施すると同時に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」へ枠組み修正を行い、長期

<sup>1</sup> 2017年のドル円相場は、本稿執筆時点で118.60円-107.32円の年間レンジ(値幅11.28円)となっている。

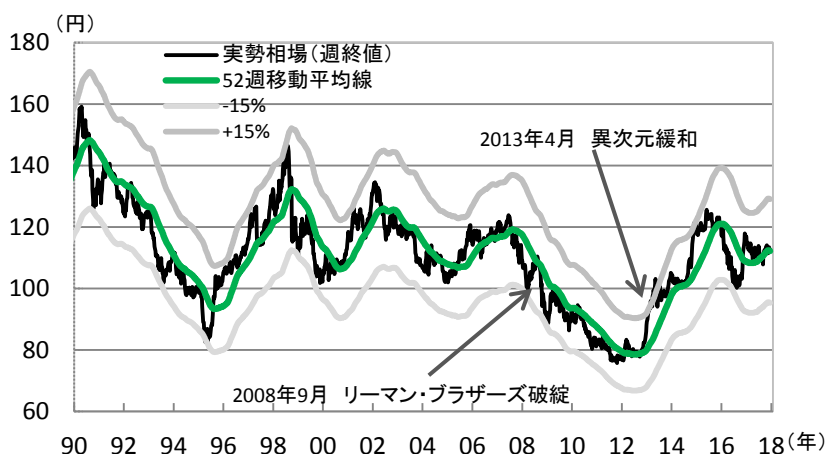
<sup>2</sup> 1980年以降、年間変動率が10%を下回ったのは、1983年、2006年、2015年の3回のみ。

<sup>3</sup> 本稿執筆時点での2017年年間の平均値は112.10円、中央値は112.96円。IIMA算出の購買力平価(PPP)から判断した均衡水準(企業物価ベースPPPと消費者物価ベースPPPの中央値)は110.93円。日経ビジネス掲載の2017年2月14日付拙稿「トランプ氏が何を言っても円相場は112円±5円」等ご参照。

<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/report/15/110879/021400571/>

金利に 0% 近傍のターゲットを設定するなどした。これら政策を全体としてやや長い目で見た場合、その大きな成果の 1 つが「円高是正」にあったことに異を唱える向きは少ないだろう。紆余曲折ありながらも日銀が 2013 年以降実施した異次元緩和は、グローバル金融危機以降長らく続いた「100 円の大打割れの円高局面」から脱却する大きな原動力になった。こうして円相場は過去 5 年近く「日銀の金融政策」を最大の拠り所として推移してきたわけだが、2017 年には金融政策の変更が見送られ、連れて円相場も記録的な小動きにとどまる一年となったのである。

<図1 ドル円相場の長期推移>



その意味で、今後の日銀による政策判断への関心は極めて高い。折しも、2018 年中には「出口戦略」へ向けた第一歩、即ち、日銀は決してそう呼ばないであろうが、2007 年 2 月以来となる「引き締め方向」への政策転換が行われるとの見方が徐々に広まっている。その背景の一つとしては、まず、物価目標達成に対する日銀のコミュニケーションが変わってきていることが挙げられる。これまでは「できるだけ早期に 2% を達成する」方針のみが前面に打ち出されてきたが、ここ最近の黒田総裁や中曽副総裁の講演等を参考にすれば、「リバーサル・レート」への言及<sup>4</sup>に象徴されるように、金融安定やマクロ情勢全般とのバランスに配慮した発言が俄然目立つようになってきている。

もう一つは、金融政策の方向転換が可能なるほどに目に見えて好転してきた我が国経済の現状そのものと「今度こそ、真の夜明けが近い (10/5 中曽副総裁)」とする日銀の景気判断にある。更に言えば、日銀サイドにはその根底に「金融政策の本来の役回りは景気循環の波を小さくすることにある」という教科書通りの思いがあるのかもしれない。現在の日本経済を取り巻く課題の多くは、構造問題（≒低い潜在成長率）であることに鑑みれば、がむしゃらに金融政策のアクセルだけを踏み続ける状態を是正したいという思いとともに、その好機がようやく到来しつつあるとの見方へ傾斜することは、極めて

<sup>4</sup> 黒田総裁は 2017 年 11 月 13 日にチューリッヒ大学で行った講演で「金融仲介機能への影響という点では、最近、リバーサル・レートの議論が注目を集めています」とコメント。金利を下げ過ぎると預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和効果を反転（リバース）させてしまう可能性があるという考え方は、プリンストン大学 M.ブルネルマイヤー教授等が理論化したもの。Markus K. Brunnermeier and Yann Koby (2017), "The Reversal Interest Rate: An Effective Lower Bound on Monetary Policy," mimeo ご参照

リーズナブルに思われる。他方、好景気でも金融緩和を継続することで構造改革推進＝潜在成長率を高めるという「高圧経済」の考え方も根強くあるが、その副作用として、バブル生成や、超低金利長期化等による金融システムの安定性が損なわれる事態は避けたい、とする意向ものぞかせている。日銀のこうした方針転換がより明確になれば、それはやはり、円高方向での反応を呼ぶものになるだろう。

対する米国で、次期 FRB 議長就任がほぼ確定したパウエル氏は、イエレン議長とこれまで投票行動を一にしてきた Mr. Ordinary (いたって普通の人) とされる。Fed の出口戦略については“安全運転継続”との見方がコンセンサス化。大型減税実施による景気・インフレの上振れ圧力等にも鑑みて、既に 2018 年中の 3, 4 回の利上げは織り込み済みとなっている。更に言えば、連続利上げ実施後の関心は「利上げの累積効果がいつ、どのような形で顕在化するか?」「史上 3 番目に長い景気拡大局面がいつ途切れるか?」等、米国経済のダウンサイドリスクへ移っていく。となれば、利上げによる来年の米ドル金利上昇圧力は今年以上に限界的となるだろう。従って、ドル円相場に大きな決定力を持つ日米金利差が更に拡大しドル買いが促される可能性よりも、円金利の上昇によって格差が縮小し、円高を促す可能性の方がより高いように思われる。

<図2 ドル円相場と日米金利差>



以上はあくまでリスクシナリオであり、メインシナリオは、既述の通り、ドル円相場が今年とほぼ同様の価格帯で安定推移することを予想している。しかし、円高要因には、こうした日銀動向の他に、巨額の本邦経常黒字や、北朝鮮情勢・トランプ政権の保護貿易主義政策といった政治リスクもある。総裁・副総裁人事も含めた日銀動向以外には、重要日程が比較的少ない 2018 年の金融カレンダーに鑑みて、日銀動向が「悪い目立ち方」をするなどして思わぬ円高リスクを呼ばないことが、ひいては 2018 年の我が国金融経済情勢全般の安定にも寄与する、と考えている。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。