



情報提供資料

TDAMフオワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2022年8月9日

～先行き不透明なドル円～

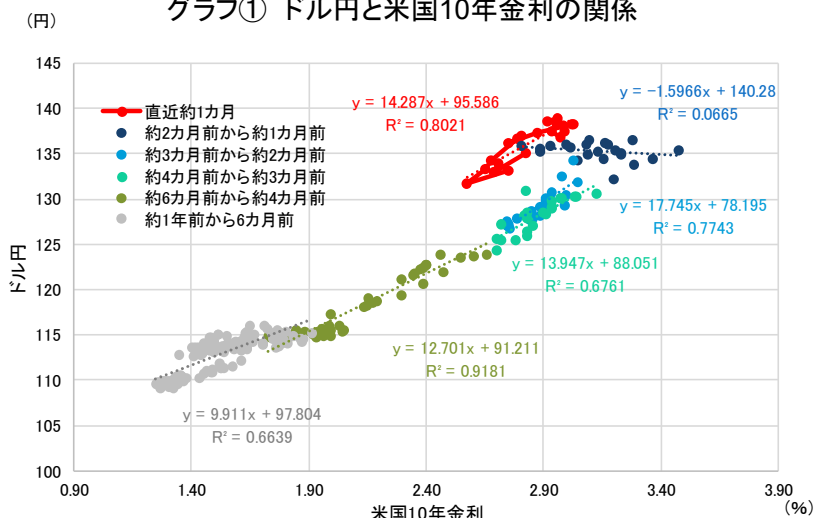
筆者は、現時点では、ドル円について横ばいと予想している。ただ、不透明感は強い。日々、この見通しで良いか自問自答している。

このレポートでは、各種材料を概観しつつ、微妙な均衡の上に成り立っている「横ばい」見通しについて説明をしたい。

まず、ドル円と米国10年金利の関係を見ると、一時は、関係性が崩れるような場面も見られたが、再び、関係性が回復している（グラフ①）。本来は階差をとって相関をとる必要があるが、ここでは視認性を重視して、縦軸にドル円、横軸に米国10年金利を示している。直近1カ月のドル円と米国10年金利の関係では、米国金利が0.1%上昇すると、ドル円が1円43銭ほど円安に振れる形となっている。

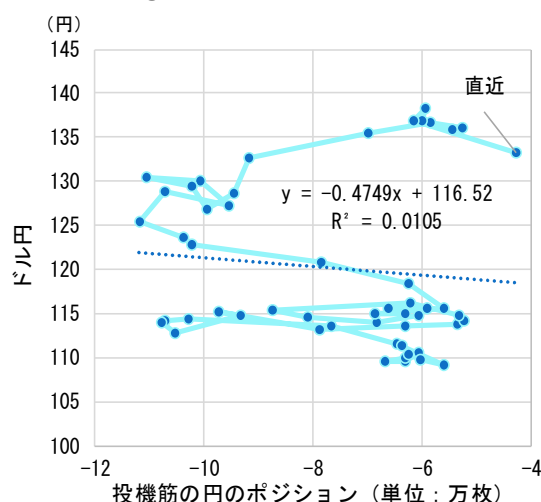
ただ、米国金利が上昇するとしても、程度が限られるとすればドル円上昇もまた値幅を伴わないものとなりそう。特に米国経済が先行き減速すると予想すれば、ドル円の上昇を見込み難くなる。さらに最近では投機筋が円の売り越しポジションを縮小していることも気付きである（グラフ②）。ほぼ同時期に、市場参加者の一部からは、「日米金利差の拡大（筆者注：日本の長期金利の変動が限定的な状況につき事実上は米国金利の上昇とも読み替えられる）がドル円上昇のテーマとなり得るのだろうか」という声も聞かれつつある。もはや市場ではこのテーマは織り込まれたという見方もあるようだ。他のテーマにも目を向けてみたい。

グラフ① ドル円と米国10年金利の関係



期間：2021年8月9日～2022年8月5日（日次データ）

グラフ② 投機筋のポジションとドル円



期間：2021年8月10日～2022年8月2日（週次データ）

[（次頁に続く）](#)

出所：グラフ①、グラフ②ともにBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

1

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。



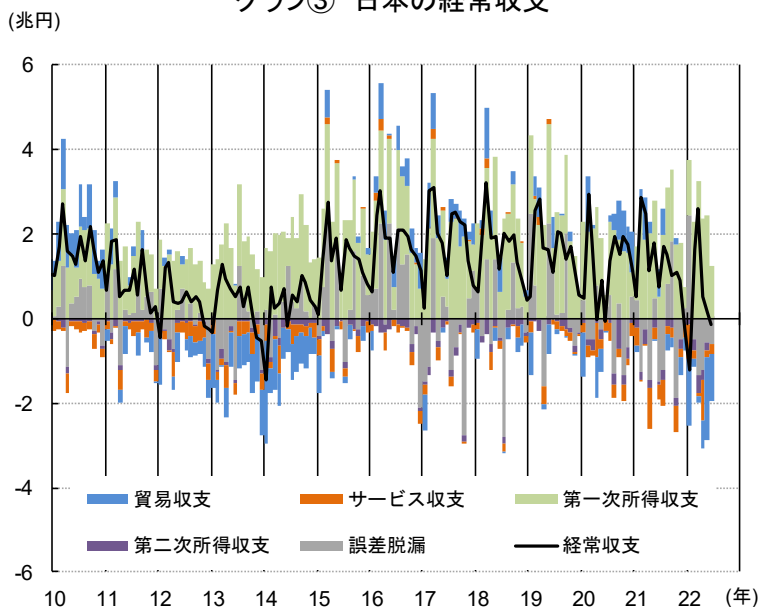
日本の経常収支も重要な材料だろう(グラフ③)。貿易収支が悪化しており、これはドル円の下落材料になり得る。もっとも、国際商品市況(特にエネルギー価格)次第では幾分か貿易収支の改善もあり得るだろう。また、円安が進行していることで、輸出が伸びれば貿易収支は改善しよう。

そもそも、日本のように外需依存が高く、変動相場制の国では、自国通貨の下落により海外での価格競争力が増し輸出が増加することで、貿易収支は改善、通貨の下落も歯止めがかかりやすい傾向があるはずだが、ここの所このメカニズムが作用していない。理由は、事業会社による為替ヘッジ取引の活用、現地生産が進んだこと、サプライチェーン問題により生産が振るわなかったことなどが挙げられよう。ただ、最後の点については、次第に解消に向かっていくとみられる。とすれば、幾分か貿易収支の改善も期待できる。

最後に円の実質実効為替についてである(グラフ④)。足許は、長期平均から36%ほど円安方向に乖離している。2015年6月、日銀の黒田総裁は同指数をもとに、更なる円安について「普通に考えればありそうにない」と発言したことをきっかけに円高進行したことから、市場で注目されてきた。足許では、その当時以上に円安が進行しているが、黒田総裁より相応のけん制発言はなく、この指数の注目度が落ちている模様である。しかし筆者はそうした経緯に関わらず、この指数に注目している。筆者は、長期的に購買力平価説(いずれの国でも商品価格が近似するように為替が変動するメカニズムで、高インフレ国は通貨が減価しやすくなる傾向がある)が働くことを信じている。その結果、先進国の中で高インフレを免れている日本円は上昇しやすいとみている。

総括すれば、各種要因が重なりあうなか、広いレンジでの横ばい推移を予想する。もっとも、不確実性が高い環境下、日々経済データが公表されるなかで、また、当局者の発言がなされるなかで、見通しの妥当性を自問自答し、場合によっては変更もあり得る状況は続きそうだ。

グラフ③ 日本の経常収支



期間：2010年1月～2022年6月（月次データ）

グラフ④ 円の実質実効為替



期間：2005年1月～2022年7月（月次データ）

注：「長期平均」は1995年1月-2021年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。

出所：グラフ③、グラフ④ともにBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。