



## 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, CFA

2023年4月11日

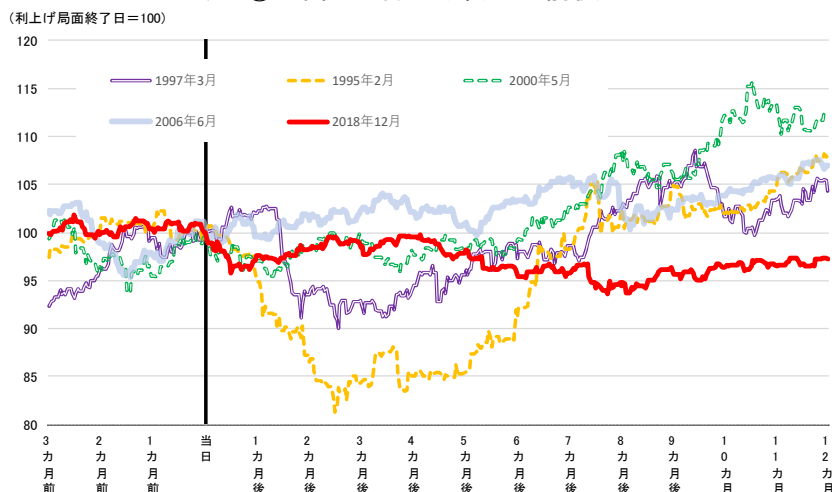
## ～ドル安円高を予想する～

結論は、このタイトルに示されている。昨年末、一部のメディア取材において、大幅な円高予想を示すために「2023年末は1ドル112円に到達する可能性がある」とコメントした。さすがに、実際に112円に到達するかはわからないが、今年度は円高進行するだろう、という見通しを引き続き持っており、足許で確信度を高めている。

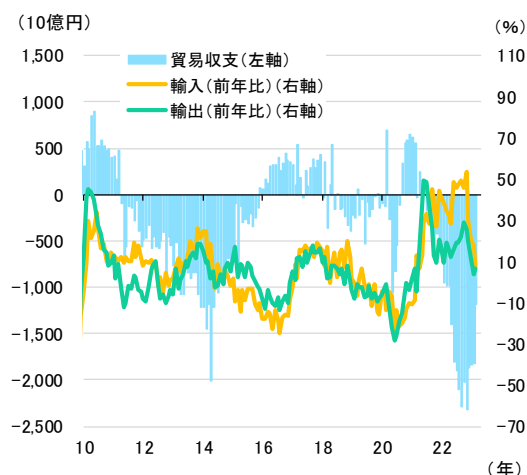
理由は5つある。まず1点目として、米国における利上げは終盤に近付いていると予想されることが挙げられる。米金利先物市場では、次回5月のFOMCにおける利上げ確率は5割程度にとどまっている。米国の2月PCE（個人消費支出）デフレーターは前月比0.3%と伸び率が鈍化しており、インフレ鎮静化が進んでいることも、先物市場での織り込みに影響しているだろう。なお、1990年以降、利上げの終了後は米金利、ドル円ともに横ばいか下落（金利は低下）する傾向がみられている。グラフ①

次に2点目として、日本の貿易収支の改善が挙げられる。昨年は円安の要因として、貿易赤字であることが取り沙汰されてきたが、足許では貿易赤字は縮小傾向にある。そして、今後もこうした傾向が続く、あるいは貿易黒字への転換もありうるとみている。当社の1月の投資環境レポートでは、「既往の円安進行が時間差を置いて貿易収支の改善に寄与する「Jカーブ効果」が発現するとみている。」との見解が示されていたが、足許ではそうした見通しに沿った動きが顕在化しており、今後もこうした展開が続くとみている。実需の面から円買いドル売りのフローが強まると予想する。グラフ②

グラフ① 米国の利上げ終了日前後のドル円



グラフ② 日本の貿易収支と輸出入前年比



期間：利上げ局面終了日である1995年2月1日、1997年3月25日、2000年5月16日、2006年6月29日、2018年12月19日を各起点として、それぞれ92日前から365日後の日次データを使用  
注：利上げ局面終了日を100として指数化している。

期間：2010年1月～2023年2月（月次データ）

[\(次頁に続く\)](#)

出所：グラフ①はFRB（米連邦準備制度理事会）、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成  
グラフ②は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。



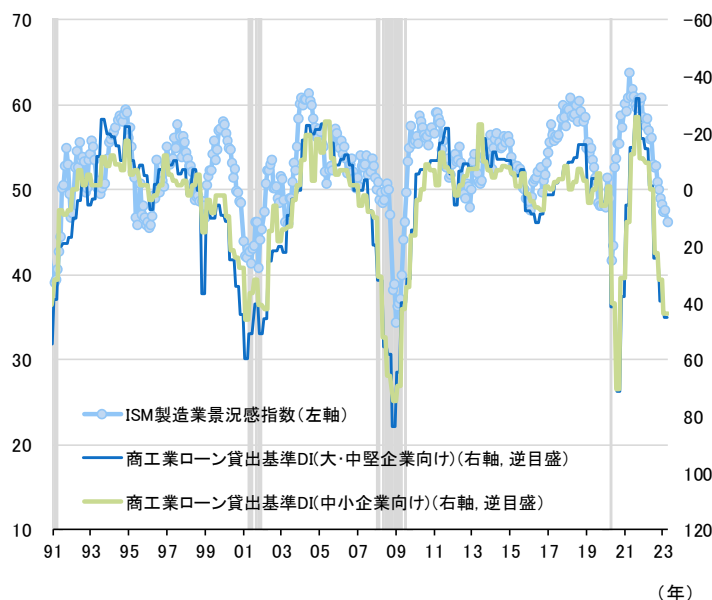
3点目として、米国の実体経済の減速感もドル安円高の材料となろう。既に、ISM製造業景況感指数など一部の経済指標では減速感が示されているが、各種経済指標で減速感が強まるかもしれない。特に、銀行の貸出態度厳格化の影響には注意したい。既に厳格化傾向にあるが、昨今の信用不安を機に、より厳格化する可能性がある。この場合、米国の実体経済を冷え込ませるリスクがあるとみている。グラフ③

4点目としては、長期平均比で大幅に割安な円の実質実効レートが修正される可能性もドル安円高の材料となりうる。円の実質実効レートは長期平均から37%下方に乖離している。このように割安な状態は今にはじまったことではないが、筆者としてはこうした状態が長期的には解消するとみており、年内にもそうした動き、すなわち円高進行が起きるとみている。グラフ④

最後に、5点目であるが、米国の債務上限問題への懸念である。現時点では、懸念するほどではないが、特段の対応がなされなければ夏場にかけて懸念が高まることになろう。特に、今年の米国の政治を巡る環境は、米国債が格下げされた2011年と類似する点が多い。さすがに、今回も米国債格下げというようなことが起こるとは考えにくい、債務上限問題が解決せずに政府閉鎖に至る可能性が高まるかもしれない。この場合、ドル安円高が進むだろう。

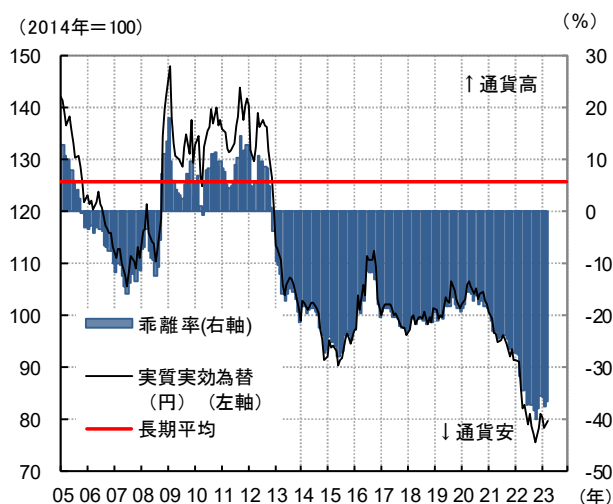
これらを踏まえて、年内に、足許の水準から10%超のドル安円高進行が起これると予想する。

グラフ③ 米国における商工業ローン貸出基準DI（厳格化-緩和化）とISM製造業景況感指数



期間：1991年1月～2023年3月（月次データ）。なお、商工業ローン貸出基準DIは3カ月に1回公表で、グラフでは2023年1月まで示されている。  
注：背景灰色部分は、景気後退期

グラフ④ 円の実質実効レートの推移



期間：1991年1月～2023年3月（月次データ）  
注：「長期平均」は1995年1月～2022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はFRB、NBER(全米経済研究所)、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成  
グラフ④はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成