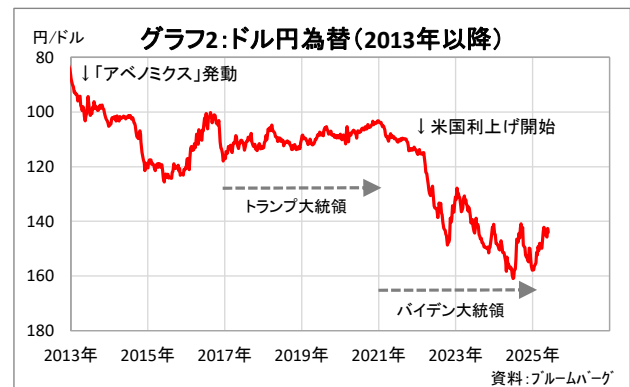
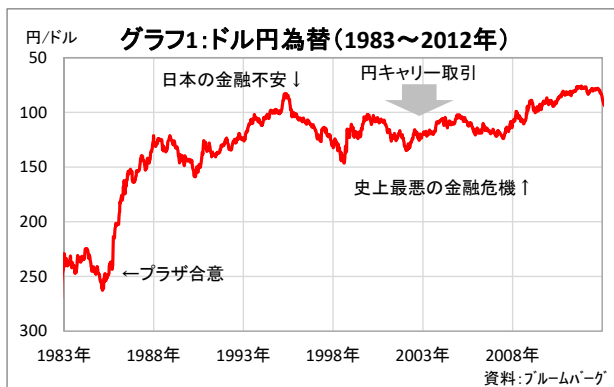


グローバル化から新たな時代に ～ドル円為替は？

1. 円高から円安へ大転換

「グローバル化の時代」に主要国株価は日本を除いて上昇基調が継続、米国を中心に長期金利は低下を続けました。一方でドル円為替は 2012 年までは円高、2013 年以降は日本株の反転上昇と歩調を合わせて円安基調に転じました。グラフ 1 は 1983 年から 2012 年までのドル円相場です。1985 年「プラザ合意」で「円高劇場」の幕が開きます。その後 90 年代後半には日本の金融機関に対する信用不安から円安に振れ、また 2000 年代には米国の住宅バブルとともに「円キャリー取引（低金利の円で調達、高金利のドル等で運用し金利差益を享受）」が活発化し円高を抑制する局面も見られました。しかし 2008 年の「史上最悪の金融危機」で再び円高が加速しました。

2013 年、「アベノミクス」発動により日本株の上昇と手を取り合って「円安劇場」が始まりました。2015 年の「中国人民元ショック」や 2016 年の英国の EU 離脱で一時的に円高に振れ、また 2017 年からのトランプ政権 1 期目では概ね横ばいで推移したものの 2022 年米国の利上げ開始とともに円安が加速しました。



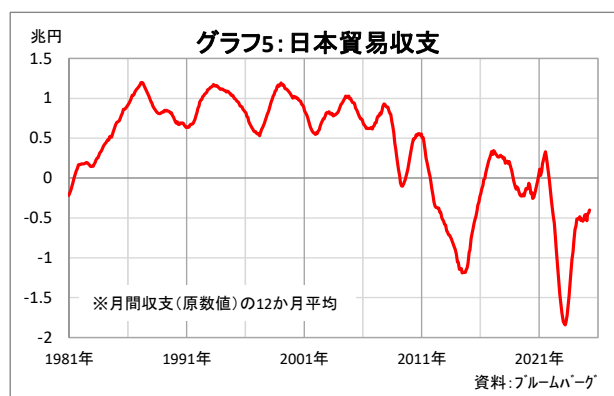
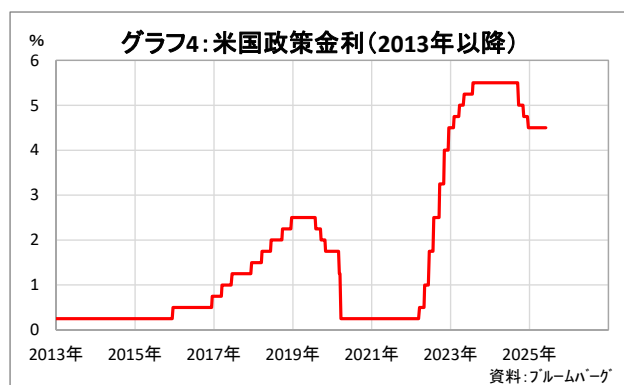
2. 2013 年以降の円安の背景

グラフ 3 はグラフ 2 と同じ期間の日経平均株価の推移です。「異次元緩和」による大量の流動性供給と日銀の株式 ETF 購入を背景に株価は中長期上昇基調に入りました。株価上昇によるリスク選好の高まりが円安をもたらす（本邦投資家の海外資産購入等）とともに、外国人投資家のヘッジ比率調整（株価上昇でヘッジ比率低下）による円売り需要を生み出しました。また円安が輸出企業比率の高い日本株指数の収益を押し上げ株価上昇を加速させるという好循環が生まれました。



2022 年以降は米国の急激な利上げから日米金利差が拡大し円安に拍車がかかりました。もっとも大局的な観点からは貿易収支の構造変化が指摘できます。長らく日本は巨額の貿易黒字を記録しドル売り円買い需要を生み出すとともに、米国等から円高圧力を受け続けてきました。ところが 2011 年の震災後、エネルギー関連の輸入が急増し貿易収支は黒字から大幅赤字に転換、2021 年以降はコロナ後の経済再開やロシアのウクライナ侵攻により原油価格が高騰し再び赤字が拡大しました。

このように 2013 年以降は貿易収支の悪化を底流に「アベノミクス」による流動性供給、日本株の上昇、そして米国金利上昇が長期的な円安基調をもたらしたと思われます。



3. 「新たな時代」では

米国金利と同様にドル円為替も大きな流れはなかなか生じず、不安定な動きを繰り返すのではないかと考えます。本レポート 5 月 22 日号で記しましたように、米国金利のトレンドが出づらいとすれば、金利が為替の基調を生み出すこともありません。

「円キャリー取引」には ①内外金利差、②潤沢な流動性と高いリスク選好度、③市場の安定（透明性）が必須となります。日米金利差が 3% 存在するとしても 3% の金利差益を得るためには 1 年間その戦略を維持しなければいけません。為替市場において 3%（ドル円では 4～5 円）程度の変動は短期間でもしばしばみられます。「新たな時代」は「グローバル化の時代」と比べ不確実性が高く「円キャリー取引」に適した環境とは言えないと思います。一方で「分断の時代」では輸出を伸ばすことは困難で円高の潮流が生まれることも想定しづらいところです。

あえて円高基調が生じるとすれば米国から想定以上の通貨高圧力がかかり（「プラザ合意 2.0」という憶測も一部で囁かれています）、「割安」な実質実効レートが修正に向かうことでしょうか。円安基調が継続するとすれば、日本経済の改革が滞り国内資産の海外脱出が加速するケース等が想定されます。考えたくないことですが、長期的には東アジアの地政学リスクの高まりが円安をもたらすことも否定はできません。



4. ドル離れは起きるのか？

「グローバル化の時代」の主役を担った米国が内向き志向を強めることにより、ドル離れが加速するのではないかという見方が浮上しています。欧州中銀のラガルド総裁は「ユーロの国際的役割を強化する絶好の機会」と発言し、中国人民銀行は国内大手行に対し越境取引での人民元使用を引き上げるよう要請したと報じられています。ウクライナ侵攻によりロシア政府が保有するドル等の外貨資産が凍結されたこともドル離れの気運を高めているとも言われます。

「新たな時代」で分断が進めば欧州内はもちろんのこと、欧州と他地域との取引においてユーロ建て取引が増加し、グローバルサウス等、途上国では人民元建て取引が大きな役割を担う可能性は高いと思います。ただし今後ともドルは基軸通貨としての地位を維持すると考えます。原油や金がドル建てから他の通貨に変わることは想像できません。基軸通貨は複数にはなり得ず、ユーロや人民元がドルに代わってその地位を担うことは想定しづらいところです。

グローバルでドル資産を金や暗号資産に移す流れがありドルの地位が低下するという見方があります。確かにその通りだと思いますがこの議論には注意が必要です。ドル資産を金に換えた人がいれば必ず金をドルに換えた人がいます。後者が得たドルをそのままドル資産で保有すれば為替取引が生じることはなくドル安圧力とはなりません。後者が受け取ったドルを他の通貨に交換した場合にのみドル安圧力が生じることになります。逆にユーロ資産を金や暗号資産に移す場合、ユーロをドルに交換し金や暗号資産を得るわけでドル高圧力となります（もちろん金や暗号資産を売りドルを受け取った人がユーロに交換すれば中立）。これが基軸通貨のユニークな特性だと思います。

本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2025 年 4 月以降のレポート

4 月 1 日号	3 月の市場動向と 4 月の注目点
4 月 3 日号	トランプ大統領が事前予想を上回る「相互関税」を発表
4 月 7 日号	2024 年度の金融市場
4 月 9 日号	2024 年度第 4 四半期の市場動向と今後の注目点
4 月 17 日号	トランプ大統領の関税攻勢と金融市場
5 月 1 日号	4 月の市場動向と 5 月の注目点
5 月 12 日号	グローバル化から新たな時代に ～金融市場を取り巻く環境の変化
5 月 15 日号	グローバル化から新たな時代に ～株価上昇は継続するだろうが、．．
5 月 22 日号	グローバル化から新たな時代に ～長期金利の低下基調は終了？
6 月 2 日号	5 月の市場動向と 6 月の注目点

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者
関東財務局長（金商） 第 404 号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目 9 番 1 号
電話 03 - 4223 - 3134

*本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。

*本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

*なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。