

ドル円相場の見通し

—市場の焦点は徐々に新型肺炎終息後に—

当レポートの主な内容

- ・ 新型肺炎の感染拡大を受けて円は一時101円/ドル台まで上昇した後、105-108円のレンジ内で不安定な展開を続けています。ドル円相場はしばらく神経質な展開が続くと予想していますが、今後1ヵ月ほどで市場の焦点は新型肺炎終息後の日米両国のファンダメンタルズに移っていくと思われれます。

当面、神経質な展開を予想

新型肺炎の感染拡大を受けて円は一時101円/ドル台まで上昇した後、105-108円のレンジ内で方向感の乏しい展開を続けています。OPEC+による減産交渉が決裂し、原油価格が低下したことをきっかけに米国10年国債利回りが急落したことも円高進行の背景にありました(図表1)。

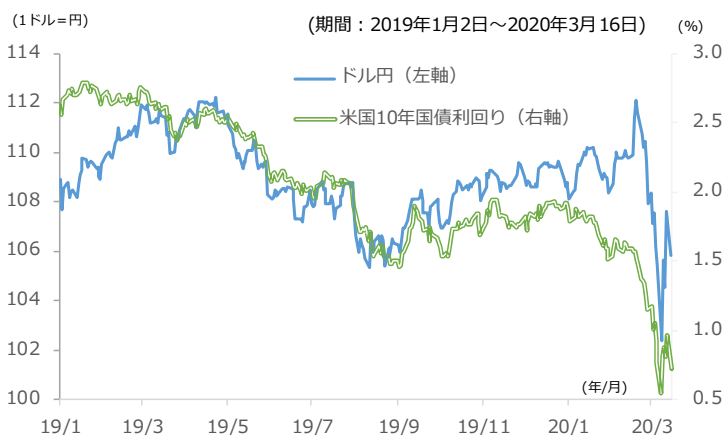
しばらくは、新型肺炎の感染拡大スピード、世界経済への悪影響を睨みながら神経質な展開が続くと予想しています。単純化して考えれば、新型肺炎の拡大が続き、市場に世界経済に対する悲観的な見方が広がれば、安全資産である米国債とともに円が買われ、円高ドル安が進み、その逆の場合は円安ドル高が進むと考えられます。しかし、今後1ヵ月ほどで為替市場の焦点は新型肺炎終息後の日米両国の経済ファンダメンタルズに徐々に移っていくと思われれます。以下では、為替レートを決める3つのファンダメンタルズ要因の新型肺炎終息後の姿を考えてみたいと思います。

日米の実質金利差

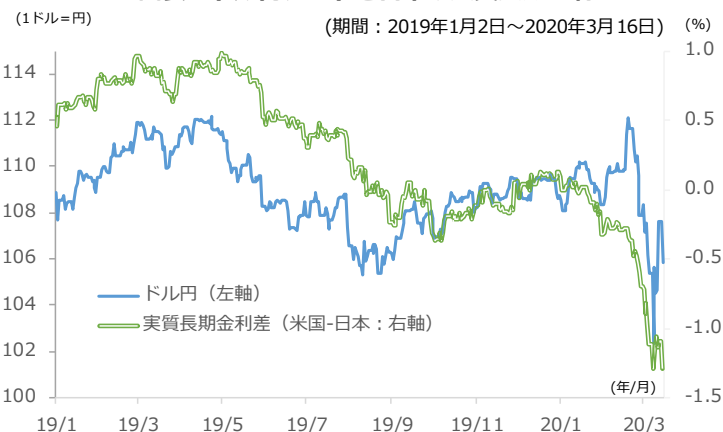
長期的にはドル円レートは両国の実質長期金利差(米国-日本)と深い関係がありました。米国の実質長期金利(*)は本年2月末の-1.25%から円高のピークとなった3月9日には-1.86%まで低下し、日米金利差は急激に縮小(マイナス幅が拡大)しました(図表2)。これを受けて円が対ドルで急上昇する形となりました。2000年以降、米国の長期実質金利がマイナスになったことは今回を含めて3度しかありません(図表3)。新型肺炎が猛威を振るい、米国経済が景気後退に陥れば、実質長期金利はさらに低下するとも思われれます。それでも、新型肺炎は少なくとも年中盤までには終息に向かい、米国経済は来年にかけて回復に向かうと予想しています。マイナスの実質金利には景気を刺

(*) 実質長期金利は「名目10年国債利回り-コアCPI」で算出

図表1 ドル円レートと米国10年国債利回り



図表2 ドル円レートと日米の実質長期金利差



図表3 米国の実質長期金利



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

激する効果があります。このシナリオに従えば、米国の長期金利は中期的には上昇に転じ、それにあわせてドル円レートも円安ドル高に向かうと思われれます。

日米の経常収支

自然体で経常収支が黒字の国の通貨には常に買い需要が発生し、その通貨は相対的に強くなる傾向があります。日本の経常収支は、東日本大震災後にエネルギー輸入の増加を背景に一時的に黒字が縮小しましたがその後再度拡大して現在に至っています（図表4）。世界経済が年後半に持ち直し、外需が拡大すれば、経常黒字の拡大は円高要因になると考えられます。日本の経常黒字、米国の経常赤字は恒常的に円高ドル安の方向に作用すると考えられます。

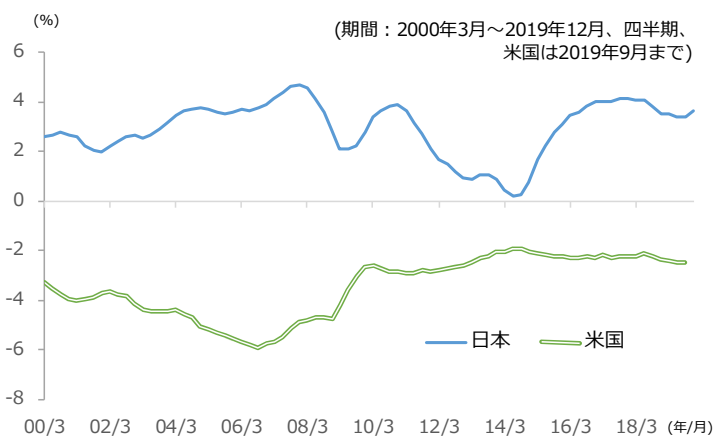
購買力平価説

購買力平価説（PPP：Purchasing Power Parity）によれば、相対的にインフレ率の高い国の通貨は長期的に減価（低下）すると考えられます。日本のインフレ率は継続的に米国を下回ってきたことから、IMF（国際通貨基金）の購買力平価は1990年以降一貫して円高方向に進み、2020年は96円/ドルと現在よりもやや円高水準を示しています（図表5）。

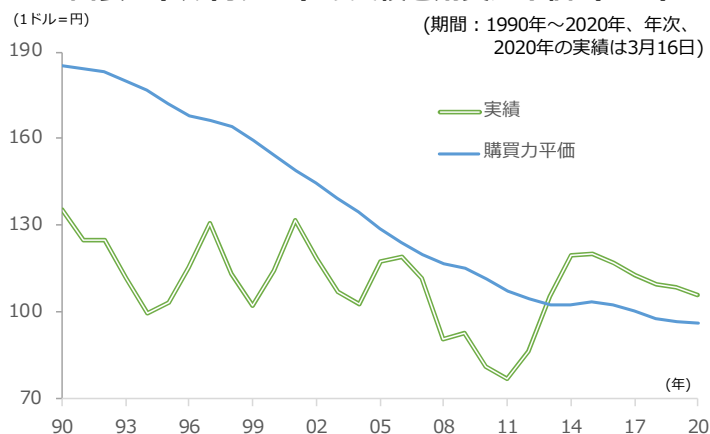
新型肺炎終息後のドル円レート

新型肺炎が終息した後の世界は新型肺炎拡大前の世界から大きく変わらないと予想しています。個人の行動・消費パターンに若干変化が見られても、資本主義の世の中が続く限り、効率的に利潤を追求する企業の行動パターンに変化はないと思われれます。両国の潜在成長率については、日本の1.0%、米国の2.0%程度とこれまでと変わらない水準を想定しています。名目長期金利は日本では依然として日銀の政策により0%程度に抑えられ、米国でも循環的に上昇しても、生産性の改善でインフレ圧力の低下が継続すれば、1.0-1.5%程度で推移すると考えています。長期的に為替レートの決定要因になると思われる日米の国力の差については、GAF A(*)の先進的なプラットフォームに見られるように米国の相対的な優位性が強まることも考

図表4 日本・米国の経常収支（GDP比）



図表5 ドル円レートの実績と購買力平価（IMF）



(図表4-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

えられます。国際収支の発展段階説からは日本の経常黒字はしばらく継続すると考えられます。このような環境のもと、金利差は円安を示唆してはいますが、経常収支や購買力平価説からは円高が想定されます。そのため、新型肺炎終息後のドル円レートは「リスクオフ」の後退がやや円安方向に作用しつつも、現状の105-108円/ドルから大幅に円高にもドル高にも進まず、105-115円/ドルのレンジ内で推移すると予想しています。

以上（作成：投資情報部）

(*) GAF AはGoogle, Apple, Facebook, Amazon

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額 × 購入口数 × 上限3.85% (税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額 × 0.3% 以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額 × 実質上限年率2.09% (税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額 × 上限年率0.0132% (税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)