

# 利上げは時に円高要因

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

## 円高の根本的な原因

2月以降の円高の根本的な原因は何か?と問われれば、筆者の答えは「ドル高が米経済を蝕んだため」である。ここでいうドル高とは対円のみではなく、実効レートでみたドル高だ。ドル実効レートの上昇基調が顕著になったのは、FRBの利上げが本格的に意識され始めた2014年後半。ドル実効レートは14年6月末を100とすると、16年1月末時点で125まで上昇した(ブルームバーグ算出)。資源・新興国通貨の下落が続くなか、円やユーロをはじめとする欧州通貨が大幅に下落した結果、ドルの一人勝ち状態となった。

こうした利上げ観測の高まりとそれを映じたドル高は新興国経済の苦境に追い討ちをかけたほか、米製造業に打撃を与えた。ISM製造業景況指数は14年10月をピークにほぼ一貫して低下、16年2月には6年半ぶりの低水準を記録した。ドル高がもたらす負の側面を浮き彫りにしたと言えるだろう。また、ドル金利の先高感も原油安を誘発する。原油を投資商品として考えた場合、その最大の弱点は金利が付かないことだ。FRBの利上げが視野に入る局面ではドルをキャッシュで保有するインセンティブが増すので投資家は原油を売ってドルのキャッシュポジションを積み増す傾向にある。故に、市場ではドル高・原油安が同時進行する。

## ドル高は米企業収益を圧迫

ドル高・原油安は、じわりじわり米企業の収益を下押ししてきた。米企業収益(商務省集計)に目を向けると、昨年10-12月期は前年比▲11.5%と2桁のマイナスを記録。これはリーマン・ショックの影響が最も色濃く反映された08年10-12月期に次ぐ下落率だ。そこで懸念されるのはこれまで円安・ドル高の原動力となってきた雇用の強さが失われることだ。実際、過去に企業収益が落ち込んだ局

面においては大半のケースで労働市場が軟化していた。ドル高・原油安が一段と進行して企業収益が圧迫された場合は労働市場の軟化に警戒が必要だ。

## 利上げと同時にリスクオフを織り込む

筆者はUSD/JPYと日米2年債金利差との連動性が失われていることに注目している。従来、利上げ観測を吸収した米2年金利の上昇はUSD/JPY上昇に結びついてきたが、最近はこの関係が崩れている。2013年以降の日米金利差から導出されるUSD/JPYの理論値は132円であり、これは実効レートと約20円も乖離している(4月7日時点)。この説明としては「利上げ観測が高まると、ドル高(特に資源・新興国通貨)・原油安が惹起されるため、同時に将来のリスクオフを織り込んでしまう」が適当だろう。投資家はリスクオフ時に低金利通貨の売りポジションを手仕舞う(低金利通貨を買い戻す)ことで「逃げる」ため、金利差が拡大しても大胆な円売りに踏み切れないということだ。要するに「利上げ=円売り」という比較的単純な戦法が通用しなくなっているということである。

## 利上げが円高要因に

それでも筆者は先行き12ヵ月でUSD/JPYが118円を回復すると予想している。足もとで進みつつあるドル安(特に資源・新興国通貨)が米経済を潤すことで、再び利上げの地合いが整うと判断しているからだ。米経済が力強さを取り戻し、複数回の利上げシナリオが市場参加者に共有されれば、USD/JPYは上昇基調に回帰しよう。一方、このシナリオに対するリスクはFRBが市場予想以上にタカ派な姿勢を見せることで投資家心理が悪化、そのこと自体が米景気を引き締めしてしまうことだ。そうなれば、米景気が腰折れして強烈なドル安圧力に晒されるだろう。