

## ドル高の正体は投機マネーの退避か

発表日：2008年8月12日（火）

～原油反落と各国景気悪化からドル高へ～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

このところドルが他通貨に対して全面高である。欧州・日本の景気悪化でユーロ・円が売られ、ドルが買い戻されている。高金利通貨国でも金融引き締めにより実体経済が減速し、通貨安が進んでいる。同時に、原油市場では、いよいよ高値が反落し、資金の流れがこれまでと逆回転しようとしている。ドル高は、原油価格の反落によって締め出された投機資金が退避しているとみることもできる。ただし、仮に原油市場のバブル的拡張が逆回転しているとすれば、どこかに負のインパクトが隠れていて信用収縮を起こしている可能性がある。通貨下落した国々では投機資金の流出が、不動産・金融部門に大きなダメージを与え、今後の火種となる可能性もある。

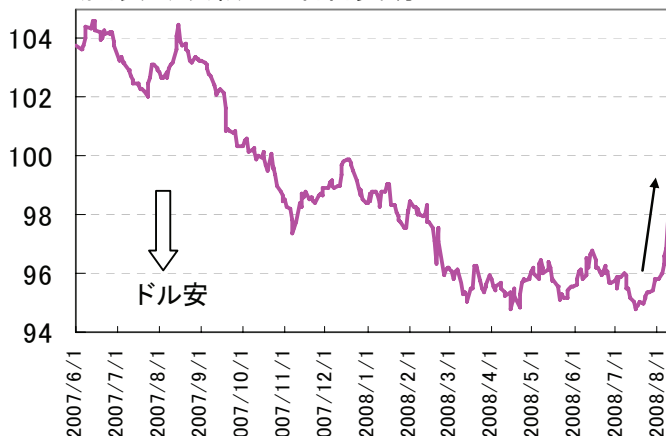
### 地盤沈下でドル浮上

ここにきてドルが上昇している（図表1）。それも他通貨に対して全面高の様相である。特に、対ユーロでは、ECBのトリシェ総裁が、8月7日の理事会後の記者会見で欧州経済に慎重な見方を示したことを契機に、ドルが急騰している。トリシェ総裁は、6月の記者会見で7月の利上げを示唆し、タカ派度合いが強まっていただけに、8月になっての慎重姿勢はコントラストが大きかった。

実は、対円でも、日本の景況感の下方修正が円安に効いた格好だ。改造後の福田内閣では、与謝野経済相が月例経済報告で景気後退を事実上示唆するような判断の下方修正を行っている。経済対策の小粒さと相まって、ドル円は円安方向に動きやすかったと言える。

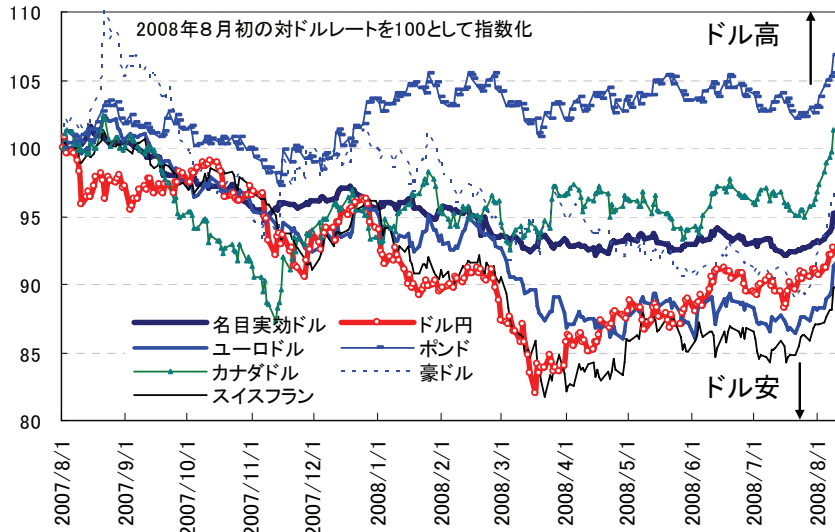
日本もそうだが、新興国では4～6月の成長率が良くない国がある。また、ニュージーランド、オーストラリアのような高金利通貨国では減速感が強まり、金融引き締めが景気減速に拍車をかけている。以前は、高金利を目当てに流入していた資金は、高金利通貨の急落によって逃げ場をドルに求めるようになった（図表2）。イギリス、カナダのように、すでに景気悪化に中央銀行が利下げをしている国では、対ドル・レートが高まらず、ここにきて通貨が弱含んでいる。

（図表1）反転した名目実効ドル・レート



出所：FRB

（図表2）主要通貨の対ドルレートの水準変化



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

こうした各国通貨の下落傾向は、各国景気がインフレ懸念を介して、各国の金融引き締めを誘発させ、結果的に景気悪化に連鎖した結果だと言い換えることができなくもない。気が付いてみれば、そうした各国経済の悪化が、資金のドル回帰を促したと考えることもできる。

それに対してドルが相対的に強い理由には、米国政府の経済運営があるだろう。ブッシュ政権は、1,000億ドル規模の所得税減税を実施し、4～6月は年率1.9%を維持した（1～3月0.9%）。7月初に降って湧いた米住宅公社の経営問題に対しても、米財務省を中心に、いざとなれば公的資金投入も辞さない構えで臨んだ。ブッシュ政権が減税政策もGSE救済法の双方を議会との調整を極めて短期間でまとめて成立させたことは、日本から見れば舌を巻くばかりだ。米国の政策運営は、減税の息切れ懸念など、予断を許さない面もあるが、ドル体制を支える配慮にかけてはその手際の良さが目立っている。このことも、「消去法のドル買い」の面がある一方で、「やはりドル回帰」という側面をつくっている。

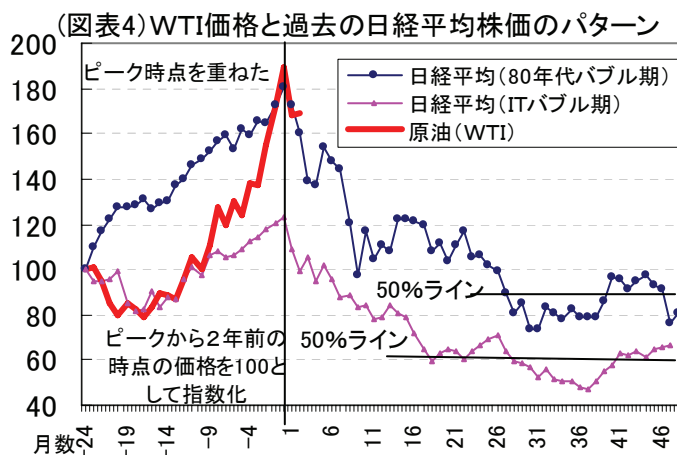
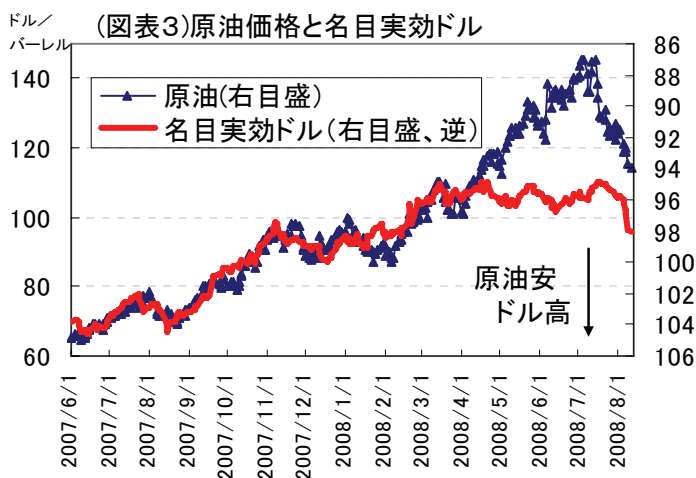
### 原油反落は投機的バブルの崩落

ドルの堅調について、留意しなくてはならないのは、今のドル回帰が実体経済の回復を反映したものではなさそうということである。本当にここで米国の景気反転が起こっているのならば、株価反転とともに長期金利上昇が起こるはずである。7月初からのGSE救済の動きの中で、長期金利の水準は4%前後の範囲を抜け出せない。これは、ドルへ回帰した資金は、債券購入にも回り、株式に向かわない傾向であろう。長期金利が上昇しないところには、「質への逃避」を伴ったような慎重なドル買いになっている側面が垣間見える。

もうひとつ、ドル高の背景として忘れてならないのが、原油反落である。名目実効ドルは、サブプライム問題が陰を落としてきた2007年初夏以降、原油高に対応する形で切り下がってきた（図表3）。原油価格は、2008年5月以降、ドル安のペースを乖離してオーバーシュートした格好で急騰を続け、7月上旬に終値ベースで145ドルでピークアウトした。7月までバブル的高騰をみせた原油価格は、現時点ですでに反落の過程に移行した公算が高い。

過去のさまざまな相場反落の経験では、価格が上方にオーバーシュートした部分の応じて、その後ピークアウトしてから下方へのオーバーシュート現象が起こっている。例えば、日本の80年代バブルや2000年のITバブルではともに株価がピークアウトした後、しばらくして株価が5割前後の水準で推移するパターンを描いている。この経験則を当てはめると、原油市場は数年後に1バーレル＝70ドル前後に収斂していくことになる。WTIが70ドル台であった時期は、サブプライム問題が深刻になっていく2007年6月末から9月初までの水準であるので、その辺りが落ち着きどころかもしれない（図表4）。

こうした筆者の見方は、過去のバブルのパターンが、WTIの値動きにも反映するであろうという認識に基づく。少し前までは、原油価格がバブル的な状況であるかどうかは、大きく見解が分かれる論点で



あった。筆者の新しい記憶では、「原油市場への投資資金は、ヘッジファンドなどの投機筋ではなく長期資金がほとんど」とか、「新興国の根強い需要が、高値を下げさせない」などといった言説が当たり前のように唱えられていた。バブルのときほど渦中にいる人々は、自分たちがバブルの真っ只中にいることを信じたくない心理を持つものである。今になってみれば、原油価格はバブル崩壊の様相を色濃くしていて、実需への期待はあっけなく崩れた。むしろ、新興国経済の景気悪化が自己実現的に、原油の実需を弱くすらみせている。

こうした原油反落を誘発した背景には、投機マネーの牽制効果が強いと考えられる。ここ数ヶ月は、原油市場での投機的取引に関する監視強化が強まり、かつてのような一本調子の価格上昇を許さなくなっている。大きかったのは、2008年5月に米CFTC(米商品先物取引委員会)がエネルギー商品取引の監視を強化すると発表したことだろう。6月には米議会で、ブラックボックス化した原油取引の透明性を高め、投機を制限しようという活動がさかんになった。例えば、米国下院エネルギー委員会の公聴会では、NYMEXにおける原油先物取引の71%(2008年4月)が投機筋であることが明らかにされている。同時に、取引所の区分する実需と投機資金にも抜け穴がいくつも空いていることも知られてきた。オバマ大統領候補は、クリントン政権末期にCFTCの投機規制を受けない電子取引が、破綻したエネルギー企業エンロンがロビー活動をしたことがきっかけで設けられたと指摘する。こうした「エンロン・ループホール」のほかにも、インデックス・ファンドが投資銀行との間でスワップ取引を行い、実需の投資分として原油市場に流入する「スワップ・ループホール」もある。投資銀行は石油タンクを保有していて、原油取引では実需としてカウントされるという抜け穴を利用した取引である。それ以外に、ロンドンなどを通じて資金流入の可能性がある「ロンドン・ループホール」というルートもある。

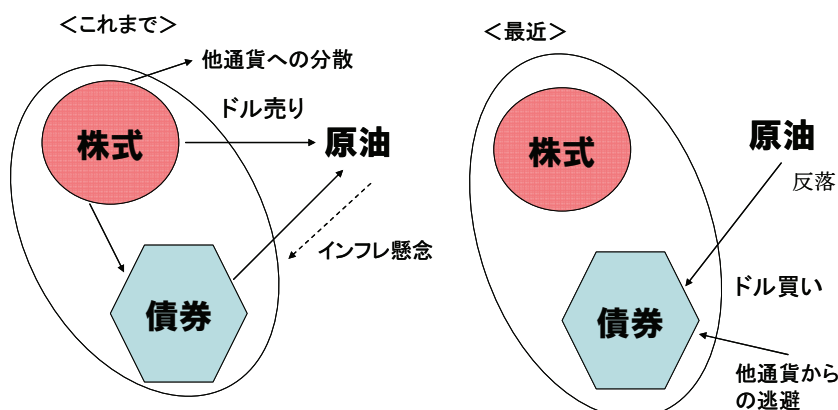
そもそもWTIは、日量30~60万バレルに過ぎず、世界の産出量8,166万バレル/日の0.3~0.7%に過ぎないが、WTIの取引量においては2~3億バレルと圧倒的な市場の厚みを持つ。原油の金融商品化は、実需を前提とした価格決定が成り立たない構造をつくっている。そうした中で、今や「年金など長期資金だから投機資金にあらず」という見方は覆り、WTIの3割を占めるインデックス・ファンドの取引資金から投機な取引が派生し、原油高を演出してきたという見方が強まっている。こうした批判が、最近になってインデックス・ファンドの資金が原油市場に流入する動き自体を牽制し、原油反落の流れを後押ししている。

## 投機マネーの逆回転

これまでの原油高騰は、ドル安・株安にリンクして進んできた経緯がある。その背後には、サブプライム問題によって、ドルや株式投資に集中していた投資マネーが、債券や商品へとシフトする動きがあった(図表5)。「質への逃避」や「単純性への逃避」という現象である。ところが、債券投資と商品投資には相反する側面があった。商品投資が、実体経済のインフレ傾向を強める作用を持つのに対し、債券投資にはインフレを嫌う性格である。世界的なインフレが原油高を背景に進んでいったことは、一旦は「質への逃避」で債券市場に集まった資金を今度は商品投資へ移動させることになる。2007年央以来のマネーシフトは、そうした二段調整の構造があったと理解できる。

現在、起こっている原油反落の動きは、これまで原油高騰を演出してきたマネーシフトの巻き戻しを伴っていると考えられる。

(図表5) サブプライム問題の下での資金シフト



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

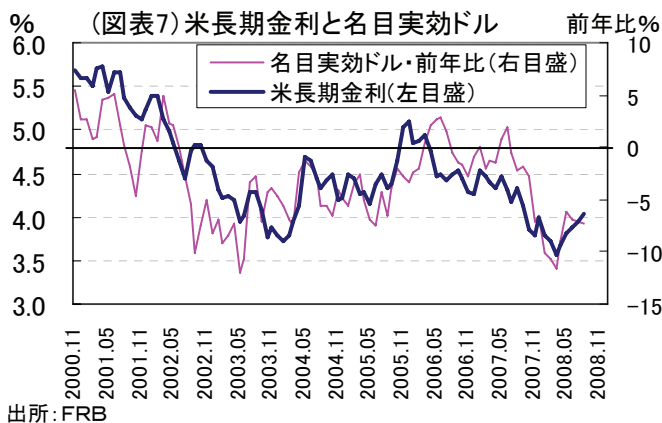
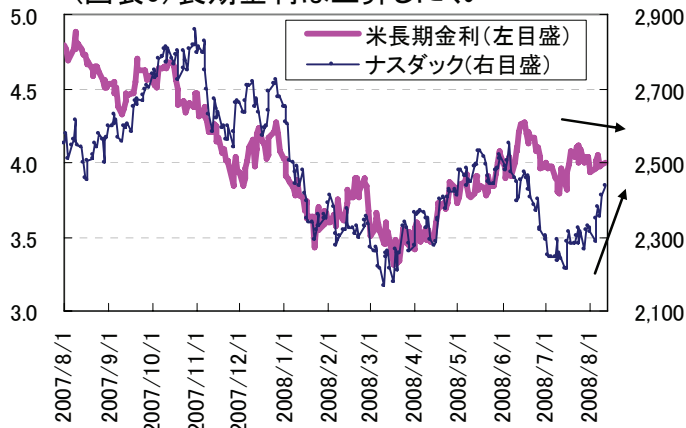
すなわち、(1) 商品から債券へのシフト、(2) そして他通貨からドルへのシフト、(3) 株式市場へのシフトの3つのフローである。しかし、このうち、(3) の株式市場への資金移動は、世界経済の悪化が進んでいる効果が強いと、相対的に弱い動きに止まっている可能性がある(図表6)。日経平均株価についても、少し前の時期には、ドル円レートが円安に振れると、それにぴったりに連動して株価上昇が起こっていたが、直近ではその動きは見えにくくなっている。むしろ、円資産では長期金利の低下が進んでいる動きが目立つ。

本来、原油反落は実体経済への好影響が期待されて株価上昇を促すと考えられるが、まだその効果は十分に確認できない。債券市場に資金が滞留している状況が変化するには、米国金融システムに追加的なショックが加わらないことを前提に、2008年10～12月辺りから原油価格の下落がじわじわと企業収益にプラス効果を浸透させていくのを待たなくてはならない。

また、今は急速に進みつつあるようにみえるドル高も、債券市場に滞留した資金が他のドル資産に組み替えられることに伴って進んでいくと考えられる。長期金利の水準変化は、2000年以降は名目実効ドルの前年比とオーバーラップしており、この関係は債券市場に資金が滞留しているうちは、為替相場がドル高へ本格的に進んでいく流れにならないとも考えられる(図表7)。

筆者は、2008年末までに1ドル=105～115ドルの円安のレンジで推移すると予想するが、その予想は今のドル高の流れが極端に強まることを見越していない。

(図表6) 長期金利は上昇しにくい



## 原油バブルの崩壊にも要注意

原油反落は、2008年度後半の日本経済には最大のプラス要因であると考えられる。今は、実感が乏しくても原油価格がしっかりと下がってくれば、早ければ10～12月くらいから交易損失の縮小というかたちで企業収益へのマイナス圧力がやわらぎ、川上の企業では既往の価格引き上げが収益蓄積に貢献すると考えられる。

しかし、その一方で警戒しておかなくてはならないのは、原油価格のバブル崩壊が、海外では金融部門のダメージとして蓄積する可能性だ。我が国のバブル崩壊の経験でも、80年代後半は地価高騰のコスト上昇に苦しんだが、バブルが弾けて初めてバランスシート調整の打撃に気が付いた。今の原油反落も、その背後に隠れたレバレッジの部分があるのならば、ロスカットや信用収縮によって海外の金融セクターに何がしかのダメージを残すはずだ。原油に投資された資金＝資産の裏側にある負債、イコール信用の状況にも注意を払っておかねばならない。

もうひとつは、高金利通貨国では過去に流入した過剰流動性が、住宅部門あるいは不動産市場に回っていたことも気にかかる。これらの地域では自国の金融市場が小さいため、流入した資金が実物資産の投機に回りやすかった。これまで対内資金流入が後押ししていた資産バブルが、通貨暴落を起点にして逆回転するリスクがある。この作用は、当該国の金融機関のバランスシートまで毀損させかねないので、それも恐ろしい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ほかならぬ日本でも、今、都内不動産市場では需給悪化懸念が台頭している。これも、海外マネーが不動産ファンドを経由して流入してきた効果が、サブプライム問題で途絶えてしまい、信用拡張の逆回転を起こしていることに起因する。国内銀行が不動産融資の審査を厳格化するのは、海外マネーが手を引いた後の不動産市場での二次被害を警戒するがゆえの対応であろう。日本の不動産市場でも相当に深刻な影響が及んでいるので、新興国、とりわけ資源国において日本以上に大きな反動に見舞われそうなことは想像に難くない。今後の世界経済は、そうしたバブル崩壊の濃淡が新興国ごとに表れていくと予想される。

今のドル高は、そうした世界経済の変調を反映したシグナルと捉えるのが、正しいのではなかろうか。サブプライム問題、すなわち証券化バブルの崩壊は、その余剰マネーが一旦は原油市場へとシフトして、原油バブルを生み出した。今、その二次的バブルが崩壊しようとしていることは、米国金融市場から別の地域へとフィールドを変えて別の被害を生み出そうとしている可能性がある。堅調だった新興国はすべてダメになると理解するのは正しくないが、今後、新興国を含めて各国の景況感には濃淡が表れることを警戒せねばなるまい。