

## FOMC後の為替相場を占う

発表日：2011年9月26日（月）

～欧州金融危機にかき消された期待感～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL:03-5221-5223)

FOMC後、各国株価は一段と大きな下げを記録した。FRBは、保有国債のツイスト・オペを決めたが、不幸にもギリシャ危機に飲み込まれて、金融緩和の期待感が裏切られた格好だ。ドル円は円高進行にならなかったが、クロス円では強烈に円高が進んでいる。円は危機時を意識したドル買いに連動したに過ぎない。ただし、今後、米金融緩和への期待が薄くなったことで、円高がこれ以上進むにしてもその勢いは弱まるとみられる。

### 不運に遭遇した米金融緩和期待

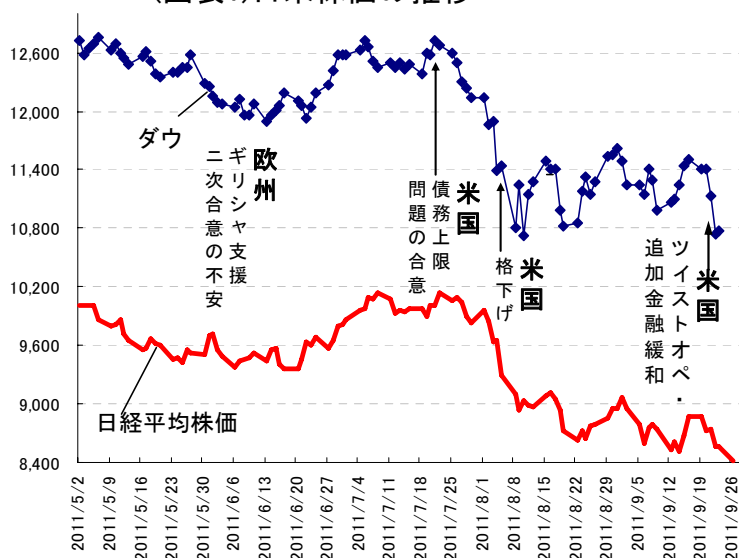
9月20・21日のFOMCでツイスト・オペ(Operation twist)が発表されたが、株式市場はこれを評価せず、日米欧の株価が大きく下落した(図表1)。ここで「QE3を実施するのを躊躇したバーナンキ議長が悪い」という解釈は短絡的過ぎるだろう。たとえQE3なる国債買い切りを実施しても、実体経済や株価の回復には限定的な効果しかなかったはずだ。流れは、もはや米追加緩和期待の問題ではなく、ギリシャ危機発の欧州金融不安がどこで止まるかである。ツイスト・オペでは悪い流れに歯止めをかける材料にならなかったに過ぎない。ここまで株価は大きく下落していたが、いくらかFOMCに期待をつないでいた投資家がいたのかもしれない。その希望的観測も、FOMCで梯子を外された。

FOMCにおける先行きの評価には、「経済見通しにはグローバル・マーケットの緊張を含めて、世界の金融市場に重大なダウンサイドリスクがある」と述べられている。このショッキングな評価は正鵠を射ているだけに、ツイスト・オペだけでは力不足だった。

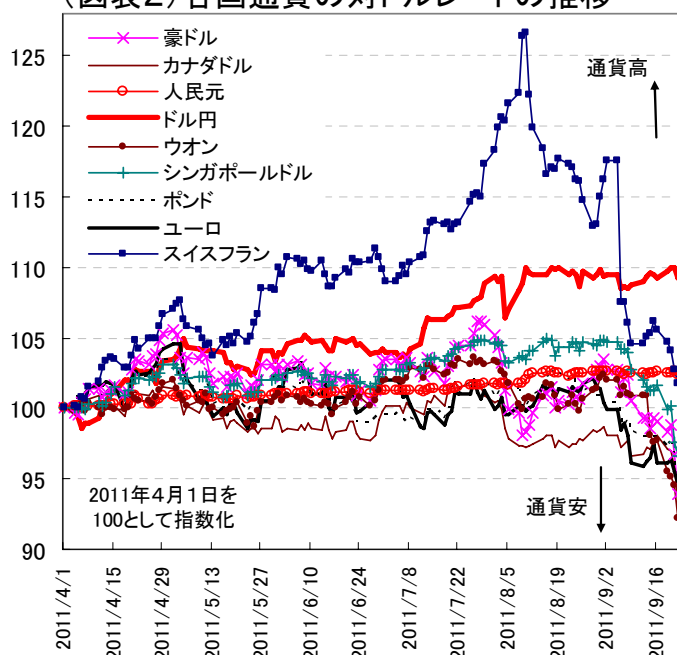
### 真空地帯になったドル円

不幸中の幸いは、一応、ドル円での円高が止まっていることだろう。金融不安が極度の緊張状態

ドル、円 (図表1)日米株価の推移



(図表2)各国通貨の対ドルレートの推移



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。見直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。

になるとドル需要が高まって、ドル円レートの円高は止まる。正確に言えば、対ドルで円高に向かわず、ユーロ円をはじめ、クロス円での円高は急伸した。この状況は、対ドルで各国通貨が一斉に安くなり、円と人民元だけが横ばいだったことをみればよくわかる（図表2）。新興国通貨などが全面的に売られたことは、米投資家がドル資金を潤沢に抱え込んでおこうという金融不安シフトの表れである。これは、ギリシャのデフォルト・リスクを強く警戒した動きでもある。

最近のドルの資金需要には異様な高まりがみられる。Libor 金利は高止まりしているユーロだけではなく、ドルの金利も上昇してきた（図表3）。欧州金融機関が、米MMFに対してCPを買ってもらえず、ドル資金が不足していることが、Libor 金利の跳ね上がりを引き起こした。リーマンショック後に起こったようなカウンターパーティ・リスクが起り、金詰りになっている。

ところで、なぜ、「有事のドル買い」と呼べる状態の中で、円だけが対ドルで売られることが起こらないのか。クロス円で円高が進み、対ドルでの関係が維持されるのは真空地帯にいる感触である。

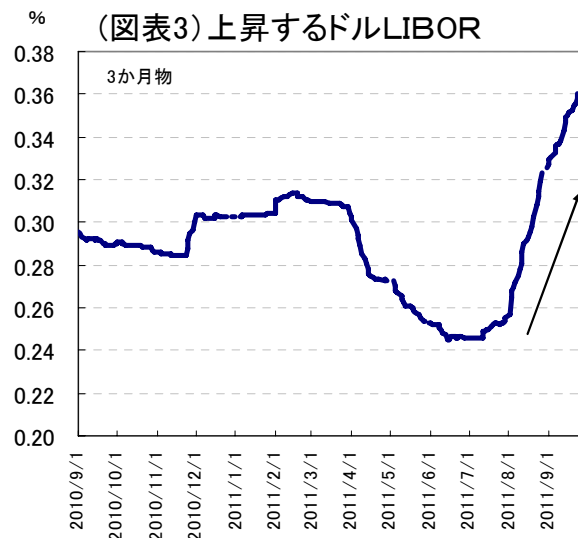
ドルと同時に円が買われる動きの奇妙さは、これまで安全資産と言われた金など商品がここにきて下落に転じる中で、円だけが堅調さを維持していることにも表れている（図表4）。円は他通貨・商品とは位置づけが異なっていて、債券と同じようにリスク回避手段であるという固定観念（バイアス）がドル買い・円買いの反応になっていると思える。

しかし、よく考えると、リスク回避の円高が言われ続けてきたが、円はドルと同じ重みではない。金融危機のときは国際決済通貨としてのドルの必需度合いが高まるが、円資金はそうではない。各国投資家にとって、円の決済需要は限定的であり、円を抱えておくメリットは大きくない。あえて言えば、米金融緩和はドル売りの材料だから、円にも分散してバランスを取っているという考え方もできる。

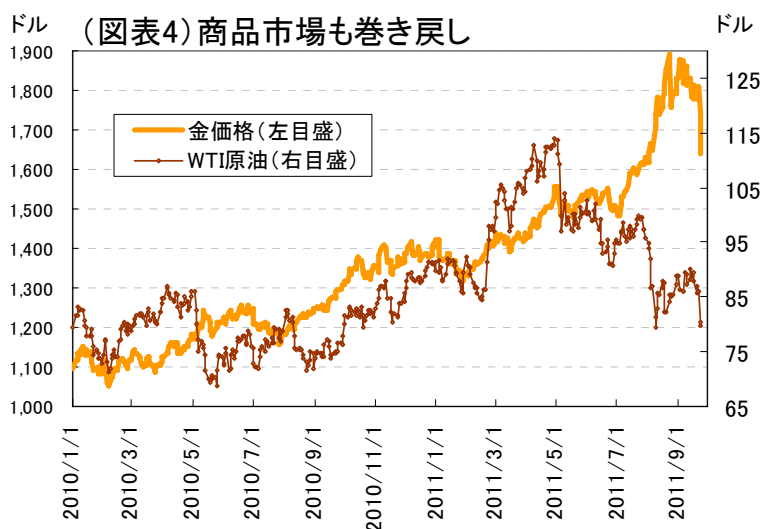
### 円高の天井は近い

9月のFOMCに対しては、以前から日本政府や日銀が、円高を加速させるのではないかと身構えてきた。野田首相や安住財務相は「必要ならば断固たる措置をとる」とことあるごとに述べていた。FOMCでは円高加速にはならなかったことで、当面、日本の通貨当局が円高警戒感を解くとは思えない。リスク回避の円高が、ドル高圧力を上回って進む可能性を警戒しているからだ。おそらく、米金融緩和の予想がさらに高まればドル安圧力によって、徐々に円高が進むことになる。

（図表3）上昇するドルLIBOR



（図表4）商品市場も巻き戻し



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。見直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。

ただし、ひとつ言えることは、米金融緩和への期待感が9月のFOMCで相当に弱まったことである。ならば、今後、円高傾向が即座に変化しないにしても、その圧力は今までよりも弱いものになるはずだ。筆者の予想では、ドル円で円高の天井に近づいている。円高は、年内で1ドル=74~79円のレンジに止まるとみる。

## 米金融緩和について

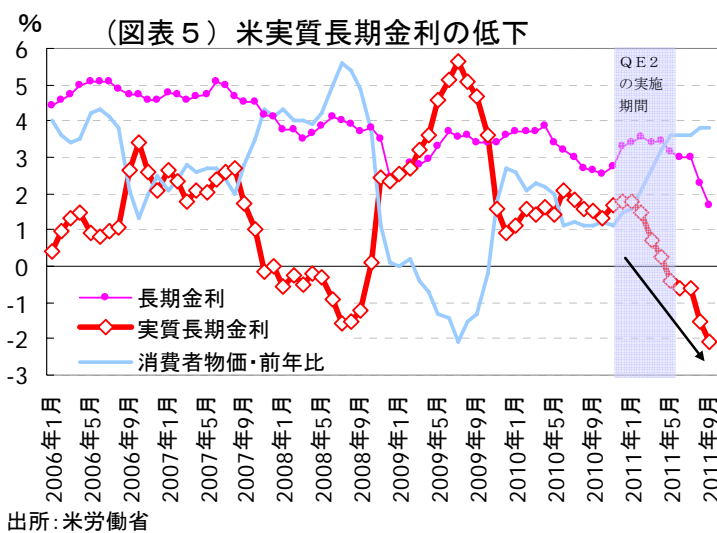
ところで、FRBのツイスト・オペをどうみればよいのかの評価をしておこう。筆者は、バーナンキ議長はよく考えて行動したと評価する。理詰めだと考えると、QE3よりも賢い選択だ。

ツイスト・オペの手法は、2012年6月までに満期期間が6~30年の国債を4,000億ドルほど購入し、同額の3年以下の国債を売却するやり方である。FRBのバランスシートは膨らまない。これから半年間で4,000億ドルの長期債を購入するというペースは相当に大規模である。短期のところは、2年間までの金利に時間軸効果が効いているので、債券売却でも金利上昇は抑えられる。債券市場は、FRBの決定に反応して、長期金利が一時1.70%まで低下した。

バーナンキ議長がQE3を選択しない理由には、かつてのQE2のときと違って、デフレ懸念が高まっていないことがある。8月の消費者物価の前年比は3.8%まで上昇している。1年前の2010年8月は前年比1.1%だった。QE3は新興国のインフレ圧力を刺激し、商品市況の高騰などを経由して米国のインフレ圧力を強める。長期金利から消費者物価を控除した実質長期金利は、計算上ではマイナスになり、QE2を実施したときよりも設備投資や住宅債務に対する刺激は強まっている(図表5)。実体面では、先日、オバマ大統領の打ち出した景気対策メニューの中で住宅ローンの借り換えをさらに促そうという対策とあいまって家計債務の負担を軽減できる。

政治経済学の視点でみると、バーナンキ議長はFOMCの中にインフレ警戒を重視するタカ派を抱えていて、外野にはやはり追加緩和に反対を表明する共和党の議員がいる。インフレに寛容な政策運営に舵を切ると、政策運営に対する摩擦は強まる。それに、もしもインフレを加速させることになったとすれば、それは時間軸効果を失わせるマイナス効果をもたらすだろう。バーナンキ議長にとっては、効果が定かではないQE3を選択するよりも、長期金利をなるべく長い時間押し下げておけるツイスト・オペの方が刺激効果を大きく及ぼせると踏んだのであろう。

ただ、不幸だったのは、FRBの金融政策の効果が好影響を及ぼせる力量はいずれにしても大きくなかったことだ。それがゆえに、金融緩和の期待感は、完全にギリシャ危機に飲み込まれて、株価下落を反転させるに至らなかった。



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。見直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。