

## 円安・株高を演出する過剰流動性 発表日：2012年2月29日（水） ～長期金利は横ばいでもインフレ予想は刺激される～

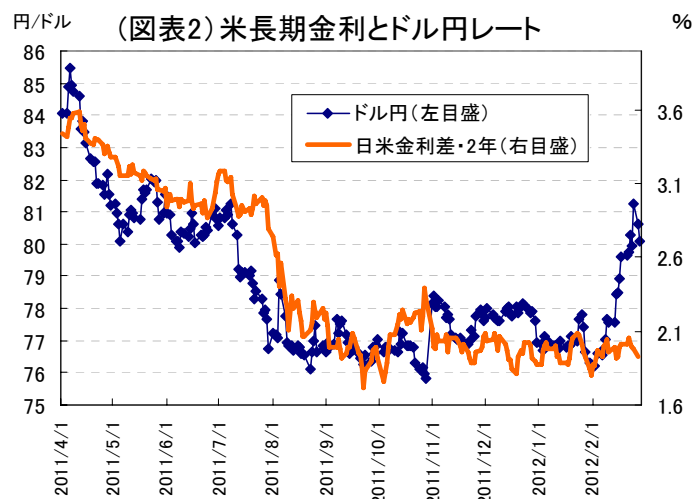
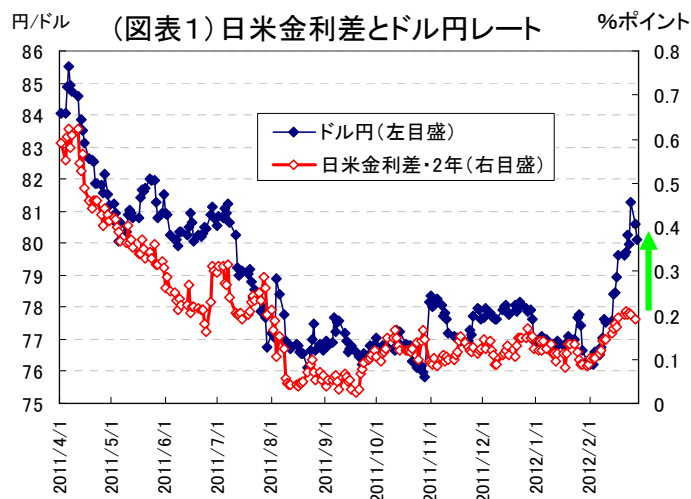
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL:03-5221-5223)

ドル円レートが1ドル80円台まで円安になって、日米の金利差だけで為替を説明しにくくなっている。おそらく、FRBの金融緩和が、長期金利を横ばいに抑えつつ、予想インフレ率を刺激していることが、円安と株価上昇の背後にあるのだろう。この動きは、ファンダメンタルズと乖離しているとは言い切れず、实体经济の改善とも歩調を合わせたものであろう。

### 金利差だけでは説明しにくい円安

ドル円レートが、1ドル80円よりも円安になる流れは、従来の金利差だけでは説明しにくくなっている。しばしば使われる日米の2年物金利のスプレッドによる説明は、2011年4月からはドル円レートが円高に振れる局面ではよく当てはまっていた(図表1)。それが、最近では+2.0～+2.5円程度ほど推計結果よりも円安方向に過大に振れている。また、同じように、米長期金利との関係もずれが生じてきている(図表2)。為替がオーバーシュートの領域に入ってきているようにも見える。

これを一時的な円安だと評価することは、分析者が使いやすい説明である。しかし、相場が間違っていて、分析手法が正しいなどと言い始めると、それは分析者として失格であろう。そこで、本稿では、為替レートが円安に動かされている理由を、別の要因で説明できないのかを検討してみることにした。



### 予想インフレ率の変化

ドル円レートを動かしているのは、金融緩和の効果に対する期待であろう。これは、日本よりも米国の金融緩和によって醸成されるインフレ予想である。筆者が注目するのは、米国の予想インフレ率(ブレイク・オープン・インフレーション・レート<BEI※>)である。

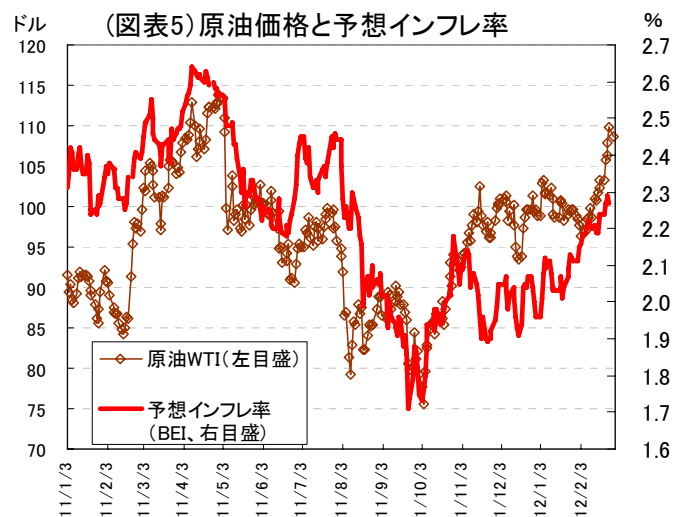
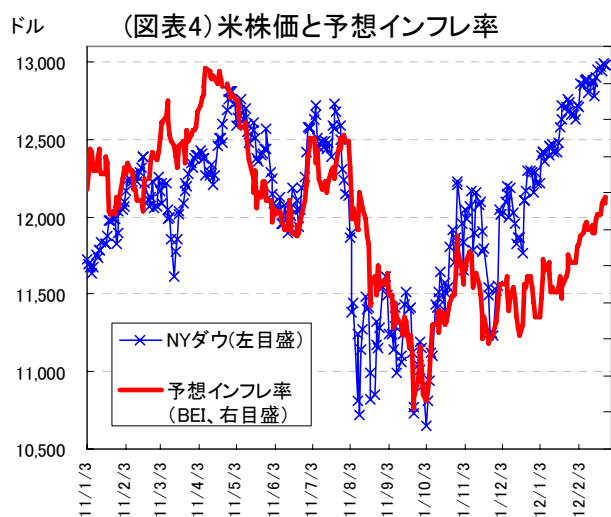
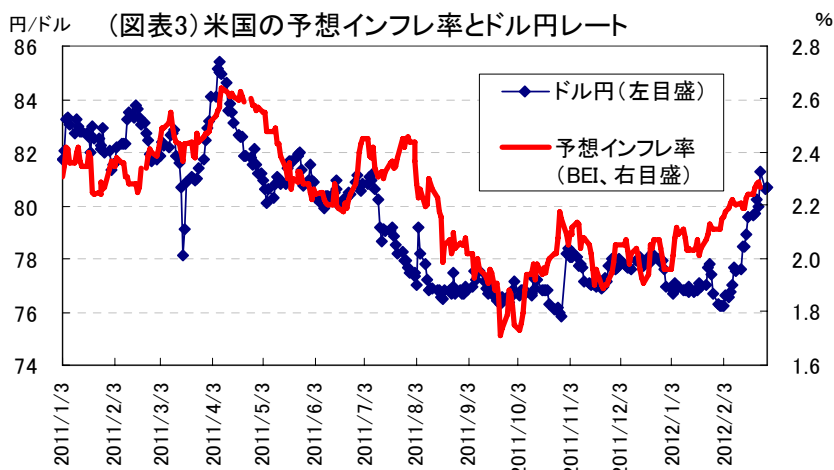
※BEI=名目長期金利-物価連動債利回り

米10年金利は、このところほとんど横ばいであるが、物価連動債利回りは徐々に低下が進んで、その差分である予想インフレ率は上昇している。FRBが2014年の遅くまで実質ゼロ金利を継続する意向を示して

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。

いるのに対して、金融政策の効果が浸透することを見越して物価上昇率が押し上げられる見通しがあるために、10年金利が横ばいになったまま、物価連動債利回りが低下するのだと考えられる。予想インフレ率は、ドル円レートが円安方向に動く変化と連動している(図表3)。

いくつかの金融指標と予想インフレ率の連動関係を調べると、ダウ株価指数と原油価格 WTI の上昇は、予想インフレ率と連動するかたちになっていた(図表4、5)。いずれも、このまま金融緩和が継続されると、景気刺激効果を予想して、相場が押し上げられるという見方になっている。



足元の円安と、株価上昇・原油市況の上昇がどのように連動しているのかは一見すると説明しにくい。おそらく、これまでの円買い圧力がリスク回避志向によって動かされてきた経緯を踏まえると、リスク回避志向が変化したことと、対称的に投機マネーが活発化していることは、表裏一体の作用になっていて、円安と株高・原油高が同時進行しているのだろう。

最近の流行語に、「リスクオンとリスクオフ」という抽象的な表現がある。何でも雰囲気の変化を語る時に、リスクオンなどと言って説明する手法は筆者の好みではないが、確かにリスクテイクに積極化するようなマネーフローの変化は存在する。

### 実体経済との関係

マネタリーな世界での期待形成の変化は、実体経済とどのように結びついているのだろうか。例えば、最近の株価上昇が、完全に貨幣的なイリュージョンなのかということ、必ずしもそうではない。ダウの上昇を趨勢的にみると、米ISM指数の変動とよく似た動きをしている(図表6)。ISM製造業景気指数は、景気動向を窺う上での先行指標として知られていて、今回も世界経済が改善していく前触れとして、2011年11月か

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。

ら反転してきている。筆者は、株価上昇がこうしたファンダメンタルズの改善を先取りして動くことを肯定的には見ていない。今回も、趨勢として株価上昇の背後には、景気拡大があると考えている。

原油市況の上昇に関しても、世界経済が回復していくときに、エネルギー多消費型の新興国経済の拡大によって、原油消費の増大が予想させて市況が押し上げられる。しばしば原油高騰は、景気回復に冷や水を浴びせると言われるが、因果関係の解釈は正反対であり、景気拡大の副作用としてエネルギー価格が上昇するのだろう。

金融指標にみられる予想インフレ率の上昇は、ファンダメンタルズの改善と連動するものだろう。FRBも日銀も、奇しくも景気回復が進み始めるタイミングで、さらなる金融緩和の時間軸の強化に踏み込んでいる。ECBも超巨大オペで多量のマネーを市場に供給する構えをみせている。

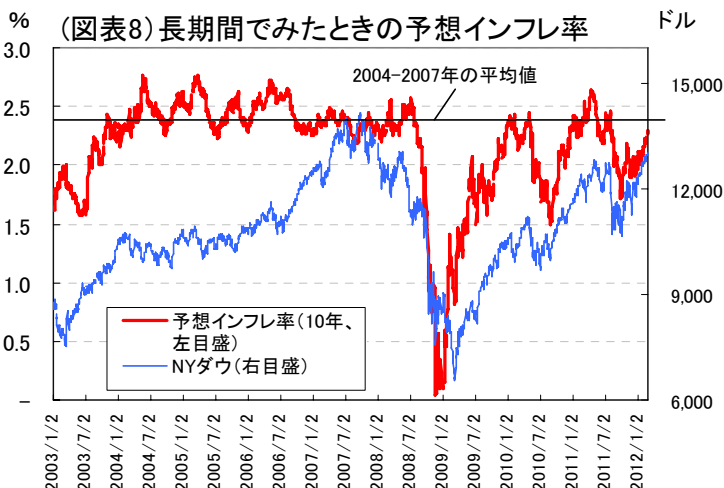
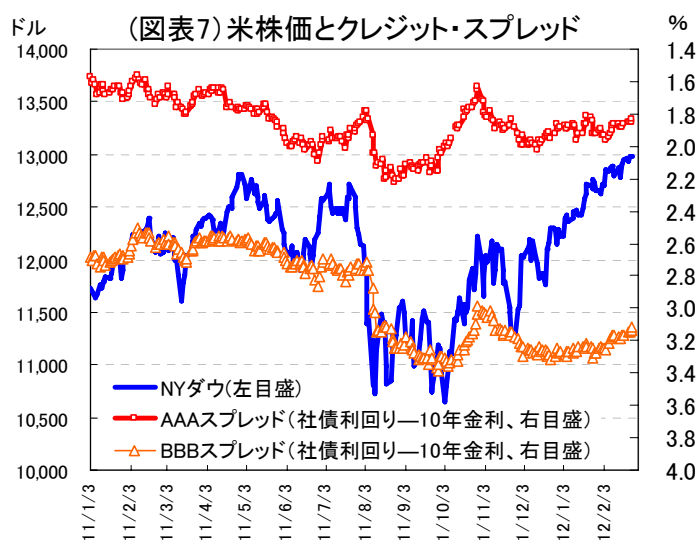
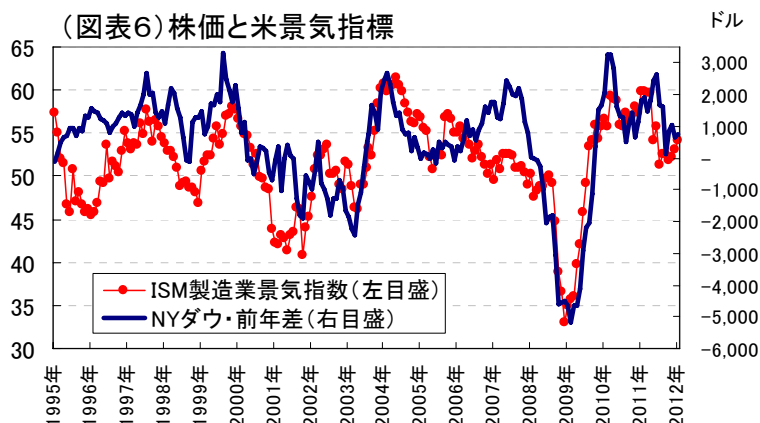
景気が立ち上がり始める初期局面で、金融緩和を継続し続けることを表明すると、見かけ上は金利横ばいにみえても、実質金利が低下するかたちになって、刺激効果としては強いインパクトになると考えられる。ISM指数の反転などの景気先行指標には、そうした実質金利の低下によって米経済が刺激された変化が映し出されていると解釈できる。

### 先行きの金融緩和効果

半面、今回の株価上昇に関して、やや割り引いてみた方がよいという材料もある。株価が上昇するときには、クレジット・リスクに対する見方が楽観的に変化する動きと対応することが多い。今回は、足元のところで、クレジット・スプレッドは相対的に縮小してきていない(図表7)。FRBの流動性拡大が、予想インフレ率を刺激しているように見えて、一方でクレジット・リスクに対する警戒感を大幅に和らげるまでには至っていない。

この点は、リーマンショック以来の爪痕がまだ根深く、格付けの高くない企業の財務体質を懐疑的にみる投資家心理が影を落としていると思われる。

最後に、予想インフレ率の改善がどこまで進みそうなのかを考えておきたい。リーマンショック以前の予想インフレ率は、2.2~2.7%で安定していた(図表8)。最近では、予想インフレ率が2.4%まで上昇してきているので、すでに最近の水準は過去のトレンドラインまで戻ってきていて、今後より一段と予想インフレ率が高まるかどうか



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。

は見通しにくい。

この関係は、為替レートにもある程度共通していて、ドル円レートと予想インフレ率の関係で言えば、1ドルが85円近くまで戻せば、過去の経験則の範囲内でみて十分に予想インフレ率が高まった状態だとみることができる。

株価についても、今後、ファンダメンタルズの改善が確認されてくると、クレジット・スプレッドが徐々に低下して、さらに水準が切り上がっていくとみられる。そうした意味で、マネタリーな期待先行の動きがしっかりした景気回復の流れに変わっていくことを確認するのが、次の展開として重要になる。