

円安が定着していく背景

～1ドル85円へと向かっていく為替相場～

発表日：2012年3月16日（金）

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

これまで、しばらくの間、ドル円レートは日米の金利差では説明しにくかった。それが、3月14日のFOMCの発表によりQE3への期待感が後退したことで、米長期金利上昇・円安という関係が戻ってきた。趨勢としてドル高・円安は、基本的に米国のファンダメンタルズの改善が効いていることが背景にある。今後、景気拡大＝長期金利上昇となれば、それを受けて円安進行という図式になろう。ただし、過剰流動性が原油高騰を刺激するようになって、米景気の脅威に変わると、円安トレンドは意外に短い期間で終わってしまう可能性もある。

FOMC声明文にみるインフレ警戒

円安傾向が定着してきている(図表1)。3月15日には、一時1ドルが84.18円まで円安が進んだ。

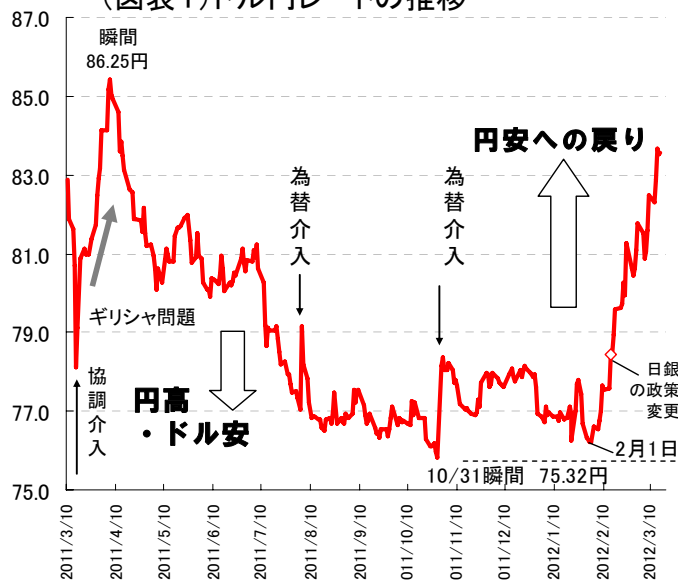
その背景には、金融市場がFOMCのスタンスの変化を読み取ったことにある。ポイントは、FOMCの声明文で、原油・ガソリン価格に言及したことにある。声明文の中には「最近の原油、ガソリン価格の上昇は一時的なインフレを後押しするだろうが、委員会はその後、インフレ率が、物価安定の2つの使命に合致していると判断する程度か、それ以下で進むとみている」とあった。この説明は、今くらいの原油高騰であれば大丈夫だという素直な読み方ができる。しかし、深読みすると、FRBが原油高騰に注意を払うようになってきた点に注目することが重要だ。

これまで、市場にはQE3観測が根強く、それが長期金利上昇を抑え込むとともに、流動性拡張によって株価上昇を促してきた。まさしく流動性相場の様相だった。このQE3観測は、FRBがインフレを心配しないことが前提であった。

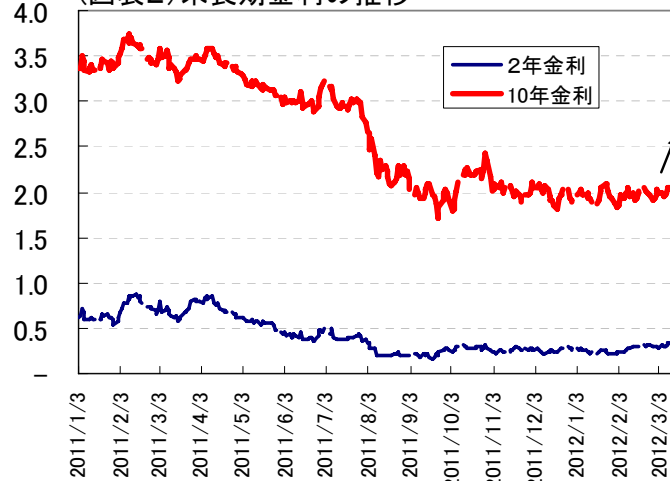
それが前回3月14日のFOMCで変わったと理解できる。FRBが原油高騰に注意を払い始めたことが明らかになり、QE3が遠のいた印象が変わった。

米長期金利は、今までの上昇圧力を抑え込んできた「つかい棒」が外れて、2.0%を超えて上昇することになった(図表2)。同時に、日本の長

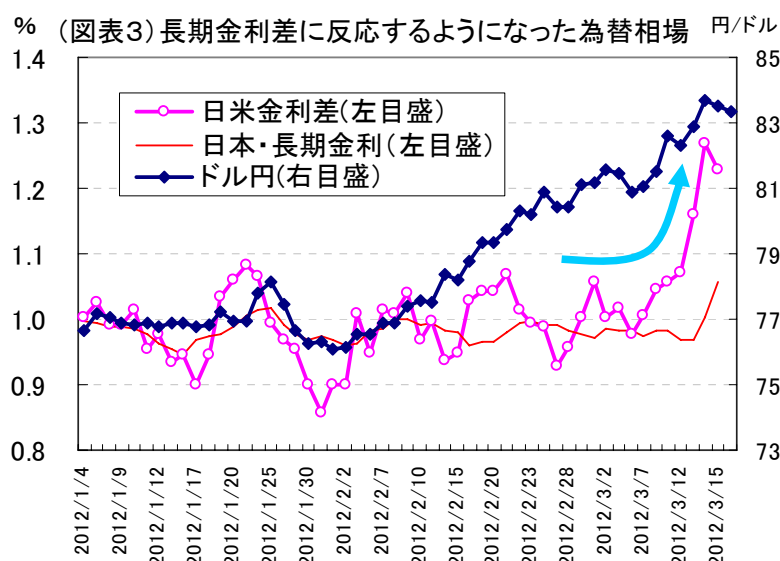
円/ドル (図表1)ドル円レートの推移



% (図表2)米長期金利の推移



期金利も少し上がったが、日米の長期金利差は拡大した。その金利差拡大は、ドル買い・円売りにつながって、1ドル82円から83円台へと相場をジャンプさせる。これから年度末にかけて1ドル＝85円へと接近することが予想される。今後、いよいよ長期金利と株価が歩調を合わせて上昇する局面になったとみることができる。



速すぎるシナリオ

ここまでの米国の株価上昇テンポが速すぎると感じたのは、筆者だけではあるまい。これまでは長期金利があまり上昇することなく、株価だけが過剰流動性によって押し上げられる特異な状態だった。筆者は、この流動性相場の流れが何処まで続くのだろうかといぶかしく思っていた。

バーナンキ議長にすれば、過剰流動性をさらに注ぎ足すようなQE 3のシナリオは必ずしもメインでなかったのだろう。QE 3は、ダウンスайд・リスクに対する保険のような役割で、その発動をにおわせつつも、景気拡大がうまく行くのであれば、QE 3のカードを切らなくてもよいと位置づけられていたのだろう。

しかし、予想以上に原油価格が早く上昇してきたので、今度はQE 3のカードが切るに切れなくなってしまった。この原油高騰の背景には、1月25日のFOMCメンバーの金利見通しの公表がある。ここで、いずれはFRBはQE 3を行うだろうという予想が強まり、投機的取引を刺激した。

原油高騰の表面化によってうまく設定したはずのQR 3のカードが使えなくなったのは、金融緩和効果がコントロールしにくくなるまで広がったことの皮肉な結果にもみえる。FOMCでわざわざ原油高騰に言及したのは、FOMCのメンバーたちが投機的取引を牽制するために、強力なゼロ金利の時間軸を弱める方向に舵を切ったという見方もできる。

達観して考えると、原油高騰リスクへの警戒は、FRBの金融緩和の限界を示唆するものでもある。インフレ懸念が本格化すると、現在はゼロ金利を継続する構えのFRBとて翻意する可能性がある。仮に、FRBの金融緩和の姿勢を翻して、インフレ懸念を重視して緩和スタンスを止めたときには、為替はドル高からドル安へ変化し、そして株価上昇から株価下落へとなって流動性相場は手仕舞われるだろう。

やはり、1月25日のFRBの時間軸は絶対的な緩和継続のコメントメントではなく、経済環境に応じて変化する可変型スイッチに過ぎなかった。

景気拡大の再開と円安

円安について、趨勢的な要因として捉えると、円安＝ドル高の背後には米景気の拡大がある。米長期金利の上昇についても、単にFRBの政策見通しに基づくだけでなく、景気動向を織り込んでいることを念頭に置くことが重要だ。今回、FRBが長期金利の「つかい棒」を外したとすれば、米長期金利はこれからますます経済動向の影響をダイレクトに受けることになる。ドルは景気に敏感に動くということである。

特に、ドル高が進むきっかけになりやすいのは、米雇用統計であろう。2月の雇用統計は、3か月連続で非農業部門の雇用者数が前月比+20万人台の拡大が示され、景気拡大が再加速することを印象付ける数字になった。こうした傾向は、今後とも継続すると考えられるので、ドル高・円安のトレンドは定着すると考えられる。

もうひとつ、ここで円安トレンドが定着しそうな理由として、投機筋の潮目が変わったことを挙げておきたい。シカゴIMMの円売りポジションの変化に注目すると、長く円高の流れをさらに進めるように円買いポジションが厚く積み上がっていたのが、ここに来て円売りポジションに転換した(図表4)。2011年春以来のことである。

これまで円高予想が根強く、投機筋は円買い・ドル売りのポジションを続けてきた。それが、投資家がリスク回避の姿勢を変えたために、現在は一転して円安予想へと変わってきているのである。

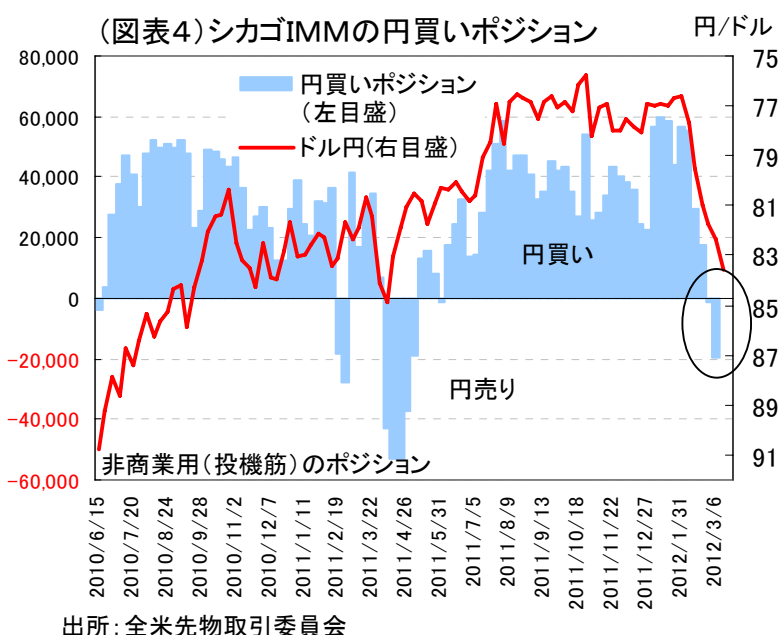
今後、景気が再拡大していく場合、基本的に欧米中央銀行ともすぐには利上げへと動く構えはみせないだろう。米欧ともバランスシート調整圧力を軽視していないからだ。中央銀行は、リーマンショック後、欧米とも以前のような景気回復力はなくなっているため、通常よりも緩和的なスタンスを長く採って、体力回復に注意を払おうと考えているのであろう。

円安・原油高騰のジレンマ

日本経済の実体経済面について言えば、円安をサポートする材料となるのは、貿易赤字である。2011年の貿易収支は赤字に転落し、今年の初頭から円安材料として貿易赤字が話題になった。

では、貿易赤字は、足元の円安を受けてどう変わると予想されるのか。その点、筆者は、2011年の貿易赤字が原油輸入の拡大が大きく寄与したことに注目し、円安局面では円建ての鉱物性燃料の輸入額が増えるかと予想する。つまり、円安である程度は輸出数量が拡大したとしても、円安＝輸入物価の変化が収支の改善を遅らせる作用が働くとする。

また、原発再稼働の問題が、2012年夏の電力需要期に台頭してくると、ますます鉱物性燃料の輸入増加の予想が強まり、貿易赤字が長期化する見通しになる。投機マネーの拡大による原油高騰によっても、貿易収支が黒字に戻るという期待感は低下する。貿易収支の赤字化は、しばらくは円安材料として注目されることになるだろう。



円安局面が終わるとすれば

最後に、ここまでの逆の発想で、しばらくは続きそうな円安局面がどこで終わるかを考えてみたい。円安局面が予想外に早く終わるとすれば、それは過剰流動性が原油高を著しく加速させる場合であろう。インフレ懸念が高まれば、いくら現時点で時間軸を長く設定していてもFRBは利上げに転換することを躊躇することなく選択するだろう。もともとタカ派的な傾向があるECBも、長期資金供給オペにみられるハト派の手法と決別せざるを得なくなる。

FRBは、原油高騰が米個人消費を慎重化させる段階までくれば、利上げの犠牲を払ってでも引き締めをした方がよいと考えるだろう。そこまで行けば、米实体经济の悪化によって、ドル買いからドル売りへと流れが変わる。そうした意味で、原油高騰とその影響を両睨みでみておくことが為替動向を見通すうえでは重要になる。

なお、日銀に関しては、先々、FRBとECBが低金利政策を修正した後でも金融緩和路線をねばり強く堅持するだろうから、我慢強く緩和的なスタンスを継続することによって円安を促すことになる。ドル高・円安の主導権がFRBや米経済にあるので、もしも、原油高騰によって外部環境が変化して円安が進まなくなると、追加金融緩和を要求されることになる。円安進行とエネルギー価格上昇でしか、物価安定の目途を達成できそうにないという点では、日銀にとっては好都合に見えるが、エネルギー価格上昇が進んで脅威になってくれば円高リスクにさらされて、ジレンマに悩まされることになってしまう。