

1ドル100円回帰後の為替レート

発表日：2013年9月6日（金）

～QE3縮小を巡る混乱は続く～

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

ドル円レートは9月5日に40日ぶりに1ドル100円台を回復した。これは、消費税先送り観測が後退した影響が大きいとみるが、もう一方でQE3縮小後の米経済の拡大期待もある。ただし、後者の要因については、米経済の拡大ペースに不確実性があり、当面は不安定さを抱えると予想する。目先、日米金利差が拡大しても、それで円安に向かうとは考えにくく、QE3縮小の混乱は尾を引くと考えられる。円安方向への変化は一進一退になる。

消費税増税は円安要因

9月5日にドル円相場は一時1ドル100円を回復した（図表1）。1ドル100円台の円安水準は、参議院選挙後の7月24日以来である。8月にかけては、96～99円/ドルの円高方向に推移していた。円高圧力のひとつは、消費税増税の先送り懸念である。参議院選挙の前後に、安倍首相に近い人たちが消費税先送り論を唱えたことが契機になって、それが円高・株安の重石になった。

どうして消費税引き上げが円安要因なのかというと、増税を契機に、企業の価格転嫁が促されるからである。インフレが進むという予想は、通貨価値を減価させる。また、安倍首相が消費税増税という痛みを乗り越えようとする姿勢は、成長戦略への取り組みと二重写しになる。消費税先送り＝成長戦略の消極化、を想起させる。

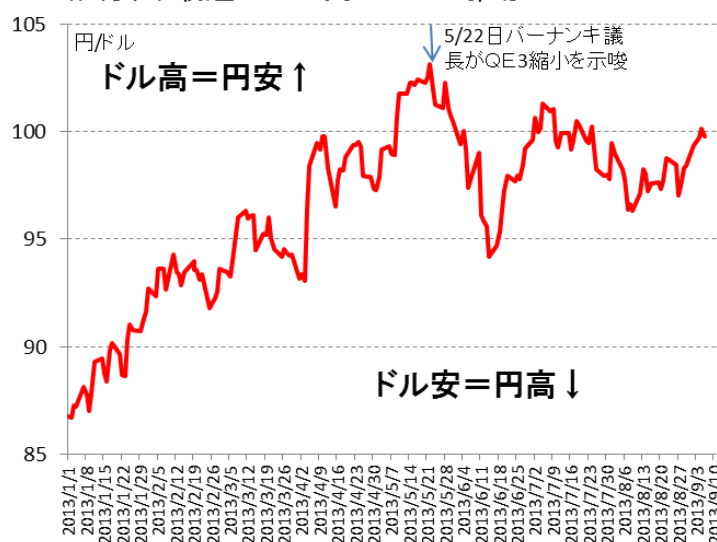
ここにきて円安に向かったのは、投資家たちが9月3日発表の財務省「法人企業統計」のデータをみて、秋の消費税引き上げの判断の可能性がより高まったとみたからだ。折から、安倍首相は消費税の判断材料のひとつとして、9月9日の4～6月GDP・二次速報を挙げてきた。「法人企業統計」は二次速報の基礎データである。そのデータが強い数字を示したことで、増税の可能性が高まったのである。

投資家たちは、経済データから消費税増税を判断すると首相が言っているのだから、数字が強いのに消費税を先送りする選択は採らないだろうとみている。首相がわざわざ「経済指標を確認して」と語ったのは、市場に対して予見可能性を示したいからだと解釈できる。まさか経済指標からの予見される結果を覆して、混乱を生み出さないで筆者でさえ思う。

米金利との関係

円安の背景は、消費税問題だけではない。FRBのQE3縮小の判断もまた為替を動かす要因である。このところの米長期金利は3%近くまで上昇してきている。QE3というつかい棒が、米長期金利を低位に抑えてきたが、5月に入

(図表1) 最近のドル円レートの推移



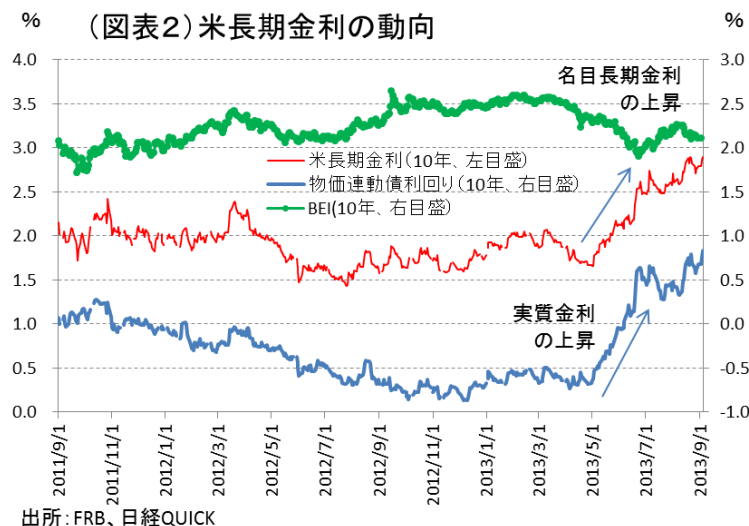
出所：日経QUICK

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。

ってからはその効果が薄れて、逆に先々の緩和解除を織り込んで、上昇方向にオーバーシュートしている。

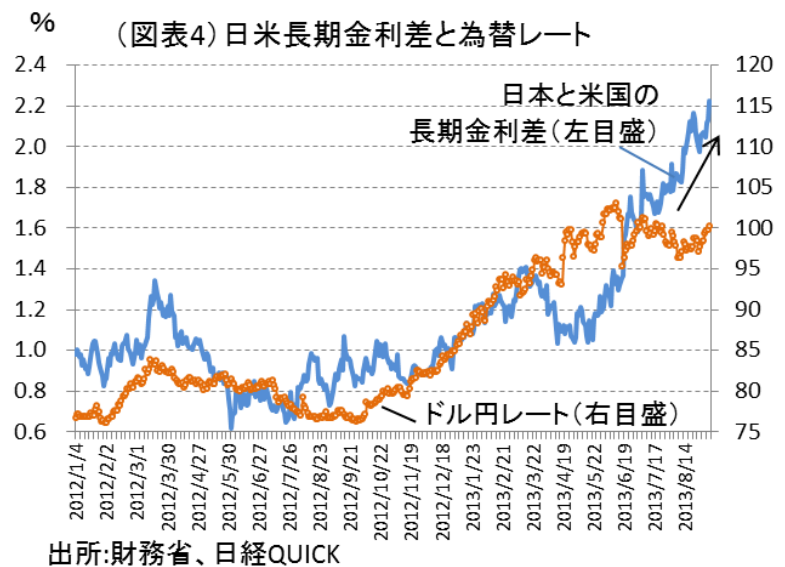
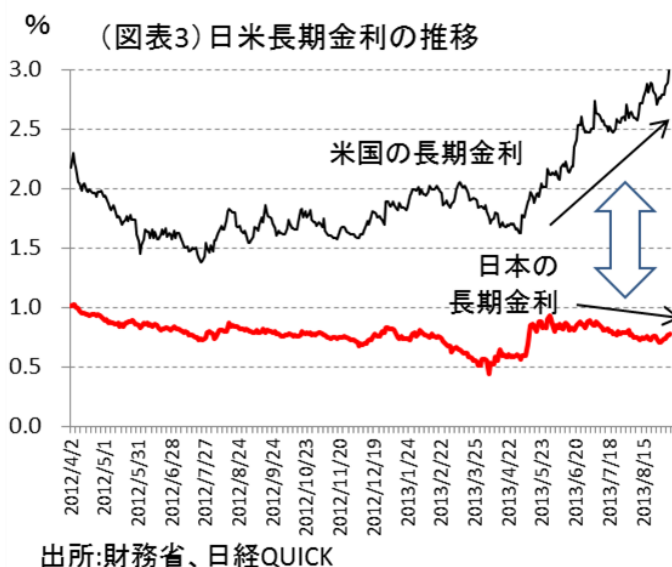
QE3 縮小は、9月17・18日でなかった場合でも、年内12月に着手されるだろう。いずれにしろ、これまで長期間に亘って流動性環境が潤沢だと考えられてきた見方は変わってしまっている。米量的緩和が終了してしまうと、長期金利の動向を左右するのは实体经济の成長力次第へと変わっていく。足元、ISM統計などは力強い。

それに呼応するかたちで、米国の物価連動債利回りもこれまでマイナス圏にあったところから、プラスへ浮上している(図表2)。これは、景気情勢の見方に応じて実質金利が上昇したことを受けた変化であろう。それがドル高要因になっている。

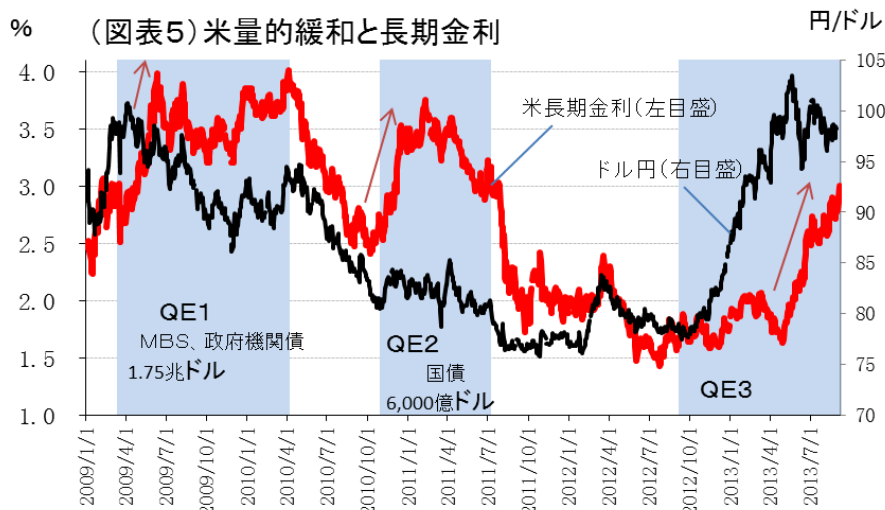


一方、留意しなくてはいけないのは、為替レートが単純明快に日米長期金利差によって動かされている訳ではない点だ。確かに、最近の米長期金利の上昇によって、日米長期金利差は広がっている(図表3)。金利差とドル円レートの関係は、ここ数か月間は以前ほどは連動しなくなっている(図表4)。長期金利の上昇は、①实体经济の強さを背景にした要因と、②金融緩和解除への変化を織り込んだ過剰反応の2つが混在していると考えられる。

過去、QE1とQE2が実施された時期に米長期金利が上昇することはあったが、必ずしも日米金利差に反応して、ドル円レートが円安に動くようにはなっていない(図表5)。量的緩和下では、過剰反応が起こりやすく、金利差と株価・為替の間の経験則が過去と連続しなくなるのだろう。なお、QE1とQE2が終了した後は、米長期金利は低下している。ドル円レートはそうした金利差縮小にも反応してはいない。

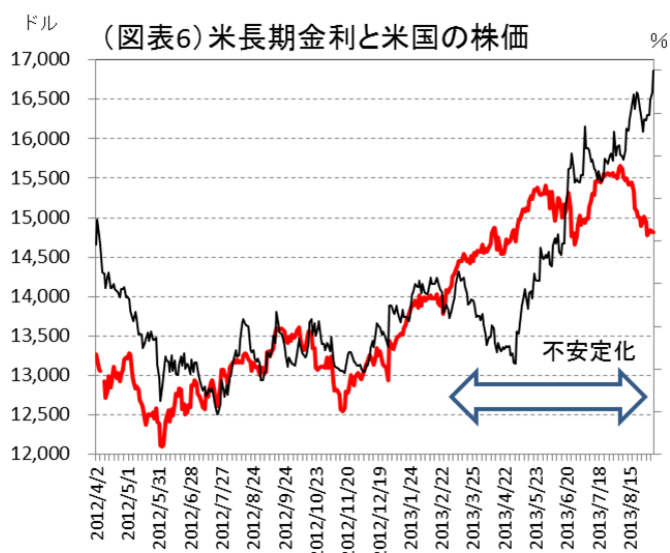


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

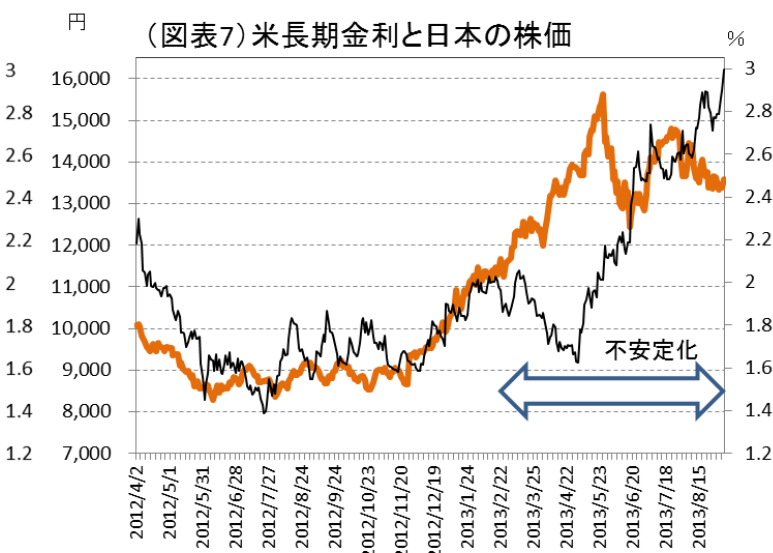


バーナンキ退任に向けた米金融政策

最近の株価・為替は、アベノミクスとQE3の2つの影響力の相互作用によって動かされている。2012年9月にQE3が始まって、過剰流動性が世界中の金融市場に拡散した。ダウは2012年11月から上昇基調を強め、日経平均株価も同じくらいの時期から上昇に転じた(図表6、7)。



出所:FRB、日経QUICK



出所:日経QUICK

ドル円レートは、アベノミクス(黒田総裁の金融緩和期待感を含む)の影響力が強く作用して円安へと動かされた。超円高局面を2012年11月に抜けられたのは、金融緩和の影響を抜きには語れない。

しかし、心地のよい期間は永続しないことも認識しなければならない。2013年3月1日からの自動歳出削減が始まって、米景気が腰折れしないことが確認されると、バーナンキ議長は早々にQE3縮小へと動き出すことになる。12月にFRBがフォワード・ガイダンスを失業率基準へと切り替えて、時間軸効果を強化したにもかかわらず、QE3継続の路線を手仕舞うのは思いのほか早かった。

当初、筆者はバーナンキ議長が、米雇用拡大に相当の自信を持って、QE3縮小に臨んでいると推察した。議長は、私たちが知らない経済データを見ていて、そこに何かの自信を見出したのではないかと想像した。

しかし、6~9月と時間が経過すると、バーナンキ議長が何らかの根拠を把握していて、QE3縮小に臨んだのではない公算が高いと思われるようになった。バーナンキ議長の退任は2014年1月末に決まっていた、その期日から逆算して超金融緩和の後始末に着手し始めた可能性がある。つまり、バーナンキ議長は、最後の賭けに出たが、思惑通

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。

りには進まない部分もあり、その混乱が未だに尾を引いているとみられる。

後から振り返ると、株価は2013年3～4月には金融緩和が効き過ぎたと思えるくらいに上昇し、現在はその急上昇の反動に悩まされていると理解できる。このところ、株価と米長期金利が逆相関にみえるような関係になっているのは、金融緩和修正の悪影響が残存していることの表れであろう。

消費税後のテーマ不足

安倍政権が10月上旬に消費税率を上げるという最終判断を下したとしても、筆者はそれで以前のような金融市場における求心力を取り戻せるとはみていない。消費税問題は、予定通りに実行したとしても、今以上にアベノミクスの評価を高めるものではない。むしろ、成長戦略をより骨太にする方が、金融市場に対する前向きなアピールになる。

ただし、問題はテーマ不足である。この先、三本目の矢を打ち出す前のような期待感を醸成することは難しいだろう。確かに、景気情勢が2013年10月～2014年3月までは消費税前の駆け込み需要の勢いを借りて、成長率は比較的高くなるだろう。金融市場の有力テーマになりうるような「第四の矢」は、弾薬庫には残っていない。アベノミクスに対する成長戦略への期待感は、6月辺りまでで出尽くしてしまった印象がある。

今後、2013年末にかけての為替相場は、1ドル95～105円のレンジで推移するとみる。一時的に100円を超えたドル円レートも、まだ不安定であり、90円台に戻る可能性がある。ドル円レートのレンジは、円安が進んだとしても105円程度までだと考えられる。当分は、一進一退の動きになるとみられる。

FRBのQE3縮小も、9月の開始が見送られたとしても、毎月発表される雇用統計で十分に力強い数字になるとは限らない。むしろ、12月から開始したとしても、時期尚早という懐疑的な見方が残る可能性がある。足元での為替相場は今まで円安・株高を演出してきたアベノミクスと米QE3という双発エンジンが当初のようなパワーを発揮できないだろう。