

円安圧力、米金融緩和は「終わりの始まり」 ～黒田日銀に追い風～

発表日：2013年12月19日（木）

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

12月18日のFOMCでQE3縮小が決定された。雇用拡大の継続を前提に、FRBが2014年にかけて緩やかに金融緩和を縮小させていくことで、相対的に金融緩和が続くとみられ、為替は1ドル104円台にドル高・円安が進んだ。これは、消費税増税を前にした黒田日銀には好都合である。日本経済には円安メリットと物価上昇圧力が及ぶことになる。

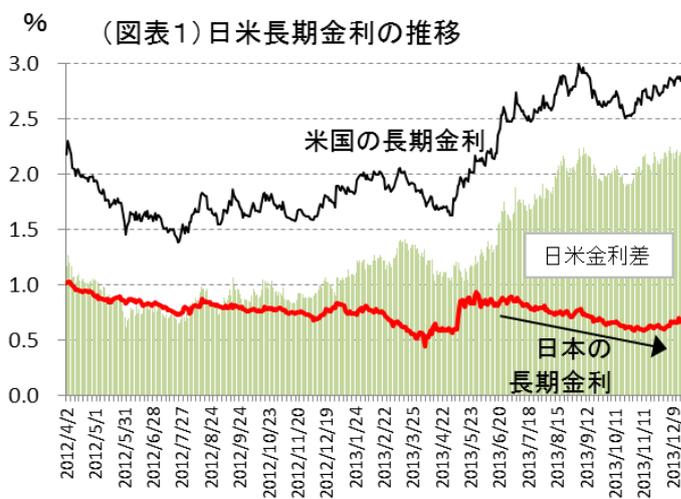
今後はさらに慎重な足取りで

バーナンキ議長は、2014年1月末の退任を控え、QE3の縮小に着手し始めた。米国の金融政策は、緩和終了に向けた遠大なプロジェクトをいよいよ開始することになる。いわば「終わりの始まり」である。バーナンキ議長は、自分が始めた異例の金融緩和路線に対して、当面は“緩和縮小”という方針を明確に示すことで、イエレン次期議長の采配により自由度を与えたように思える。記者会見では、次期議長もこの措置を全面的に支持していると、金融政策の継続性・連続性を強調していた。

注意しなくてはならないのは、FRBのアナウンスメントの読み方だ。金融緩和の終わりという方向性に前進するように見えて、「さらに慎重な足取りで購入ペースを縮小」という前進を抑える時間軸文言が加えられている。これは、マーケットに自分で金利観を描くように仕向けるための手法である。今は、多くの人がFRBは金融緩和色を強調しているとみているのだろう。

FOMCを受けた米株価の反応は、QE3縮小を好感して上昇した。実体経済が改善していく中で、FRBの金融緩和がなるべく長く継続するという見方に基づく反応である。

従来、中央銀行が舵取りを間違えやすいのは、実体経済に対して強すぎる引き締めを行ってオーバーキルに陥ることであった。FRBは、そうならないように、例えば、2014年に入って雇用拡大のペースが前月比20万人ペースを維持できないくらいに巡航速度が落ちれば、資産買入の減額幅を小幅に止めていき、相対的な緩和感を強調できるようにしている。今回のFRBのアナウンスメントは、予想外に雇用拡大ペースが鈍くなった場合に保険をかけるかたちで、時間軸文言を加えているとも言える。



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。

日米金利拡大は円圧圧力

日本にとってのQE3縮小の意味合いはどのようなだろうか。黒田日銀は、できるだけ長く量的・質的金融緩和の枠組みを維持して、ゼロ金利を継続する方針だ。FRBは、2014年中に開催される8回のFOMCで資産買入を基本的にゼロにして、2015年のどこかでゼロ金利を解除する。米長期金利は、FRBの利上げのタイミングを予想しながら上昇していくだろう。そうすると、米長期金利は3%を超えていき、日米長期金利差は拡大していく(図表1、2)。日米長期金利差の拡大は、ドル高・円安を促し、同時に日経平均株価も上昇していく。この円安の作用は、輸入物価の上昇を通じて消費者物価の押し上げにも効く。ユーロ・ドルでみれば、今までのユーロ高が今回のQE3縮小によって緩和されてドル高・ユーロ安方向に押し戻された。欧州経済に対するユーロ高の警戒感、ドル高によって緩和された格好だ。クロス・レートで見て、円はユーロ高・ドル高によって円安が進みやすく、輸入物価の上昇にも寄与しやすい。黒田日銀にとって、外部要因によりインフレ率の押し上げが進む状況は好都合だと映るだろう。

逆に、今後、長期金利上昇が進むようなことが起こって、その影響によって米雇用の拡大ペースが鈍ることがあったとしよう。その場合、相場は円高・株安に振れる。そうした局面では、FRBの「さらに慎重な足取りで購入ペースを縮小」という時間軸文言の保険機能がじわじわと効果を発揮して、好ましくない円高・株安の動きを反転させていくことになるだろう。

筆者の予想では、為替相場は2014年5月辺りまでは米国要因が強く働いて、ドル高・円安が進むとみる。米長期金利が3.2%程度まで上昇して、日本の長期金利上昇が0.8%までで止まると仮定すると、一旦は1ドル108円程度まで円安が進むと予想する。しかし、2014年中は、米雇用拡大は一本調子で進むかどうかはわからない。日本側の要因としても、消費税率が引き上げられた後の経済情勢を見極めたいという作用が働くので、夏場に消費の反動減が収まるまで円安は一服するだろう。

そうした変動あったとしても2014年秋以降のドル円レートは、再び日本側の不透明感が後退して、1ドル108円まで戻るとみている。2014年末に米経済が好調さを取り戻していくという前提では、円安のレンジは110円の円安水準まで進む可能性もあるだろう。

FRBの時間軸操作

今後のFRBの出方を考える上で扱いが難しくなりそうなのは、完全失業率の変化である。FRBは、2012年12月に「6.5%以上」という条件設定を行った。ただし、米失業率は労働参加率の低下(非労働力化)による攪乱もあって、2013年11月は7.0%まで下がり、今のペースでは2014年央には6.5%を下回る公算が高い。さらに、年末の失業給付の延長打ち切りが、受給目的の職探しを止めさせる効果を及ぼせば、労働参加率を低下させて失業率がさらに下げる可能性もある。バーナンキ議長のスタンスは、「失業率だけに注目してはいけない」というもので、声明文では「失業率が6.5%を下回っても相当の期間」、異例の低金利を続けるとしている。FRBは一旦は失業率を政策運営の基準に掲げたが、その数字だけが独り歩きすることを警戒して、ここにきて重視する尺度から格下げをしている。

とはいえ、イエレン次期議長が正式に就任した後、新しいFOMCのメンバーで金融緩和の縮小を議論するときには何らの判断基準が必要とされることになるだろう。特に、タカ派的なメンバーが増えて、彼らが金融緩和の行き過ぎを唱えるときには、労働市場の回復度合いが十分でないイエレン次期議長などは問題提起をするのではないかとみられる。バーナンキ議長は、6.5%の失業率について指標性を一旦は格下げしたが、イエレン次期議長が再度注目してくる可能性はある。

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。

金融緩和の終わりは

今回のFOMCを受けて、2014年の金融環境は緩和圧力が相対的には長続きしそうな印象を受ける。反面、その可能性が覆るようなリスクはないのだろうか。つまり、ドル高・円安、そして日米株価上昇のシナリオがおかしくなる波乱の可能性である。

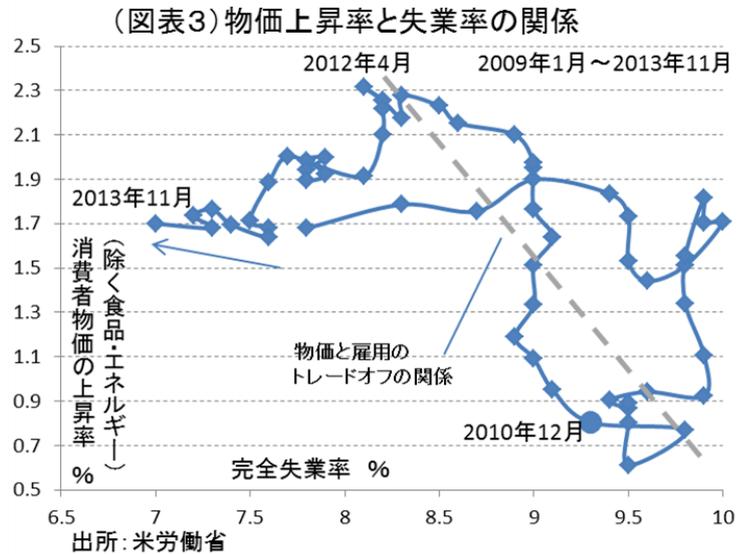
ひとつは、前述のように米雇用拡大ペースが鈍化するリスクである。雇用鈍化は、ドル高を脅かす。しかし、その点は時間軸文言が相対的緩和感を抱かせるので、保険的な対処ができるだろう。

それとは別のリスクを述べると、インフレ・リスクである。バーナンキ議長は、記者会見で「多くの指標は賃金2%程度の増加を示している」として、「インフレ率が徐々に加速することを示唆している」と指摘している。現在までの米消費者物価は1%程度まで物価上昇率は低下して、インフレ・リスクが高まる気配は見えていない。完全失業率と消費者物価の関係は、失業率が低下しても、物価は一向に上昇してこないのが実情だ。物価と雇用の関係を描いたフィリップス曲線の変化になぞらえると、両者のトレードオフの関係が消えた状態である(図表3)。

F R Bが金融緩和の状況を放置して、時間軸政策

を自由に使えるのは、実は物価と雇用のトレードオフの関係が成立せず、物価が上昇してこないからだとも言える。もしも、今後、物価上昇率が上向き始めると、FOMCのメンバーたちも、ゆっくりしたペースで資産購入を縮小する方針を維持できなくなり、2015年以降の利上げに含みを持たせるような発言を強めるだろう。

筆者は、2014年一杯の為替レートは、円安進行→足踏み＝円高方向への修正→円安進行の再開とみているが、物価上昇率が高まってくると、2014年後半のドル高・円安のシナリオは成立しにくくなると考える。金融緩和の「終わり」がインフレによって急展開するリスクにも目を配らなくてはならないだろう。



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。