

追加緩和効果も米経済データ次第

発表日：2014年11月5日（水）

～ドル高効果にシンクロしてこそ威力を発揮～

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

日銀の追加緩和が華々しかったせいで、日本の要因だけで円安・株高が続くという錯覚が起こりがちだ。実際は、米経済の動向を窺いながら、FRBがどのようなペースで利上げに移っていくのかがドル高・円安の鍵を握る。2013年4月の緩和も、当時のQE3発動とシンクロした効果によって、継続的な円安を生み出すことに成功したと考えられる。今後は、米経済が原油安の恩恵を受けつつ、クリスマス商戦でどれだけ拡大するかにかかっている。

米経済の支援材料は原油安

10月31日の日銀の追加緩和は、円安・ドル高を促す決定打になったように見える。目先、年末までに1ドル120円を目指していきそうな流れである。

しかし、改めて認識しなくてはいけないのは、為替レートの流れを決めるのは、日銀ではなく、基本的に米経済次第だということだ。FRB自身も、利上げに向けた政策運営は、経済データ次第だという姿勢を鮮明にしている。経済データの強弱で、FRBの利上げ予想が早まったり、遅れたりする。米利上げ予想が強まると、ドル高・円安になる。

今後の米経済をみる上で、現時点でプラス材料として挙げられるのは原油価格の下落である。現在の原油価格(WTI)は、1バレル70ドル台まで下がり、過去4年間の平均価格に比べて、約2割の下落幅になっている(図表1)。米国はシェールガス革命で、エネルギーの自給率は高まったものの、完全に自給している訳ではない。輸入依存の分、原油市況の下落の恩恵も小さくはない(原油の海外調達率は過去5年間で65%から47%へと低下)。このコスト低下効果が、自動車販売など個人消費にもプラスに寄与すると考えられる。

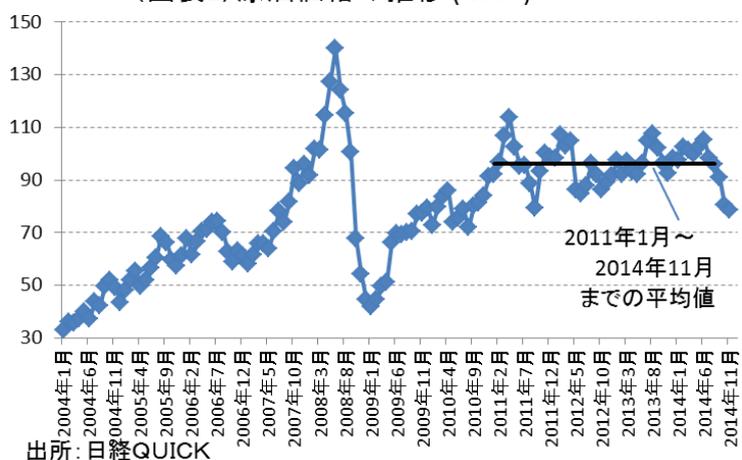
さらに、この原油下落の効果は、米国のみならず、欧州や新興国の経済成長にもプラスである。目下の景気減速リスクが、米国よりも欧州や新興国の方にあるとすれば、原油下落の効果は、減速リスクに歯止めをかけるカウンターパワーとして有力視できる。

また、米国発の経済の牽引力が、米クリスマス商戦の好調によって強まると、原油安との相乗効果で世界経済を押し上げるとも考えられる。

量的・質的金融緩和の本質は、米国金融政策とのシンクロ

ハロウィンの日に日銀が実施した追加緩和は、あまりに強烈な印象だったので、一瞬にして筆者は思考力を奪わ

ドル/バレル (図表1)原油価格の推移(WTI)



れてしまった。わずか2日営業日（10月31日、11月4日）で、日経平均株価が+1,200円（+7.7%）も上昇したことによって、多くの人にも、株高・円安の流れがさらに突き進むのではないかと先入観を抱かせたことだろう（図表2）。

実は、この追加緩和の真髄は、サプライズを起こして、皆が円安・インフレがさらに進むのが当然と思わせる点にこそある。

冷静に考えるために、2013年4月の「異次元緩和」が何によってもたらされたのかを再考してみたい。このときは、1ドル93円だった為替レートが、4月4日の緩和後に一気に99円台まで円安になった。安倍首相が登場した後の円安の流れをさらに押し進めたのが、「異次元緩和」であった。

黒田緩和を含めたアベノミクスが、相場を大きく動かすことができた背後には、米国のQE3が2012年9月に始まったことと、それと時期を同じくして、ECBが南欧諸国の国債を無制限に購入するとアナウンスするという、2つの大転換が手前にあったことが大きい。そうした流れとシンクロして、アベノミクスが海外で生じた過剰流動性を集めて、巨大な対日株式投資を生じさせた。黒田総裁の金融緩和が「異次元緩和」に化けたのは、アベノミクスの演出と海外の金融緩和のせいである。

翻って、今回の追加緩和はどうか。FRBがテーパリング完了を発表したタイミングに、日銀の追加緩和をぶつけてきた。ドル高・円安が双方向に進むことをアピールするのが、黒田総裁の狙いに思える。やはり、黒田総裁は、米国次第であるという点も十分に考慮している。

注意すべきは、今度は金融緩和ではなく、引き締め方向のイベントなので、2013年4月とは違っていることだ。これまでの量的緩和策であるQE1・QE2ともに、その緩和期間が終わると、米長期金利が低下して、ドル安・円高へと為替レートが動かされる展開になっていた（図表3）。その経験則に沿うと、テーパリングはドル安要因にもみえる。米長期金利も微妙に低下する圧力が生じているようにみえる。

しかし、達観してみると、今回はFRBが満を持して緩和解除に動いているので、単純にドル安にはならないだろう。すなわち、FRBはファンダメンタルズの改善トレンドが続いて、ドル高傾向を維持できる公算は高いと考えているのだろう。

ドル円レートは、日銀の追加緩和前からドル高にサポートされて、円安傾向で推移しているのも、そうした見方を反映しているせいだろう。黒田総裁の見方も、これから米ファンダメンタルズが着実に改善していき、その変化がドル高を促し、それとシンクロする格好で円安が進むという風に読んでいるのだろう。米経済に関するシナリオは、着実な景気拡大、利上げ消化、長期金利上昇となるだろう。

（図表2）追加緩和に対する為替・株価の反応



（図表3）米量的緩和と長期金利



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。

緩和効果の短期消滅リスク

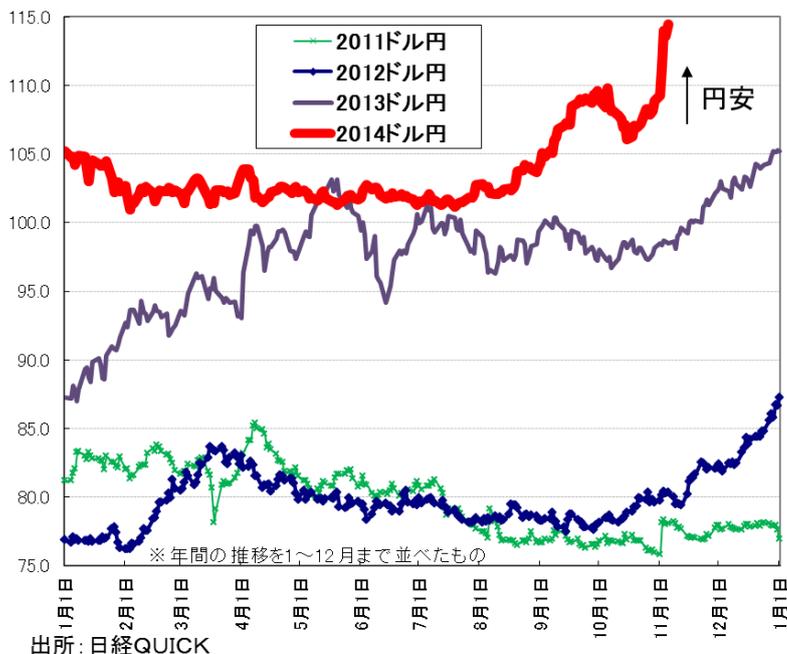
反対に、米経済の要因で、日銀の追加緩和が短期間で消えるリスクはないか。

ひとつのリスクは、米経済が予想外に弱く、利上げに耐えられそうにないというシナリオである。センチメントは、毎月の雇用統計によって見通しが揺さぶられやすいが、筆者は目先の焦点は米クリスマス商戦の動向次第だとみる。筆者の予想では、前述の原油安に加えて、株価上昇の資産効果も加わるとみるので、リスクは大きくないと考える。つまり、円高リスクは小さいという評価だ。

一方、正反対のリスクもある。米国が利上げを前にして警戒すべきは、賃金上昇が急に進んで、インフレ・リスクが強まる展開だろう。失業率だけで評価すると、米国の労働需給はかなり引き締まっているように思える。しかし、労働コストはほとんど上昇せず、コア物価も低調である。この図式が崩れて、FOMCのメンバーたちが利上げに積極的になり、ゼロ金利解除後も利上げを継続しそうだとなると、米株価は下落するだろう。

筆者は、2012・13年と同じパターンで、年末にかけて円安は進みやすいとみる(図表4)。日銀の追加緩和が持続的に円安効果を発揮できるかどうかは、2015年に入ってから米利上げをうまくこなせるかどうかになっているだろう。

円/ドル (図表4)ドル円レートにみられる年間変動パターン



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。