

円安・ドル高・原油安の微妙な関係

発表日：2015年3月4日（水）

～ドル高の割に円安が進んでいない理由～

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

ドル高が進んでいる割に、ドル円レートは円安に向かいにくい。そこには、日銀の金融緩和予想が一頃に比べて後退していることがある。日銀が追加的金融緩和を手控えたまま、原油安に反応して金融緩和をする国があると、円高バイアスが生じることもある。そして、原油安によって日米長期金利が上がりにくくなっていることも円高要因である。一方、筆者は、最近では円安に依存せずに、株価が上昇している点で、これ以上の円安を望まなくてもよい環境だと考えている。

剥がれてきた円安プレミアム

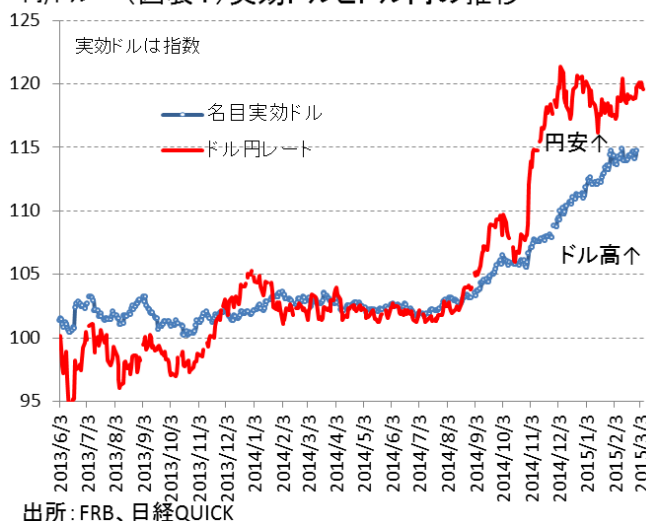
2015年に入って、ドル円レートは1ドル116～120円のレンジの中でおおむね横ばいで推移している。昨年来、円安予想が根強くあるが、今のところ、肩透かしを食わされているのが実情である。

一方、ドルの名目実効レートは、ドル高傾向を辿っている(図表1)。ドル高の水準は、リーマンショック直後の2009年3月以降で最高である。実効ドルとは、円だけではなく他の全通貨に対してドルがどのくらい割安・割高になったかを計算したレートである。2014年秋からは、資源国通貨が対ドルで売られる流れが強まっているので、実効ドルが上昇したことは直感的に予想がつくだろう。

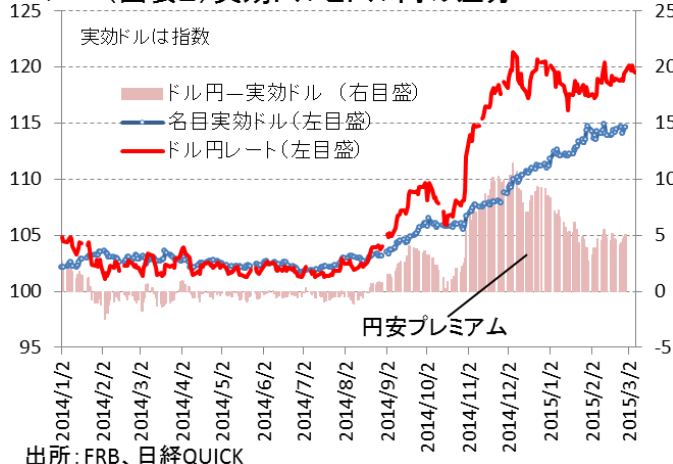
2015年に入ってからの実効ドルは、前月比平均1.5%程度のペースでドル高傾向が進んでいる。

では、なぜドル高が進んでいるにもかかわらず、もっと円安にならないのであろうか。ひとつの理由は、2014年秋からの円安局面では、日銀の金融緩和が作用していて、その効果は期待形成においても円安予想を醸成していたが、最近ではそれが後退してきているというものだ。ドルの実効レートに比べて、ドル円レートは2014年11月から12月にかけて、+7～+10円の幅で円安に振れていた(図表2)。

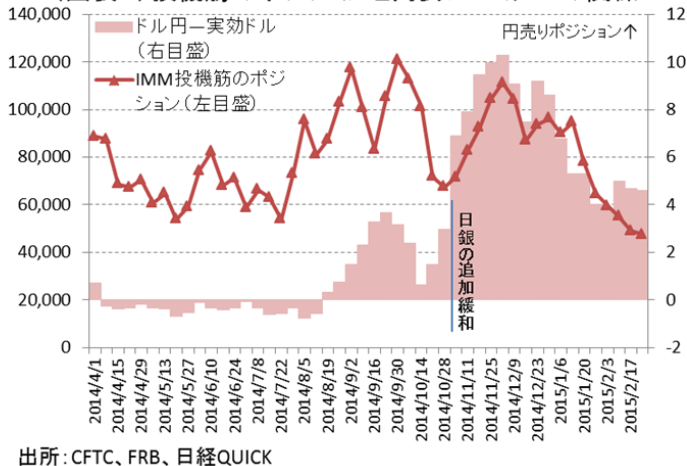
円/ドル (図表1) 実効ドルとドル円の推移



円/ドル (図表2) 実効ドルとドル円の差分



(図表3) 投機筋のポジションと円安プレミアムの関係



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。

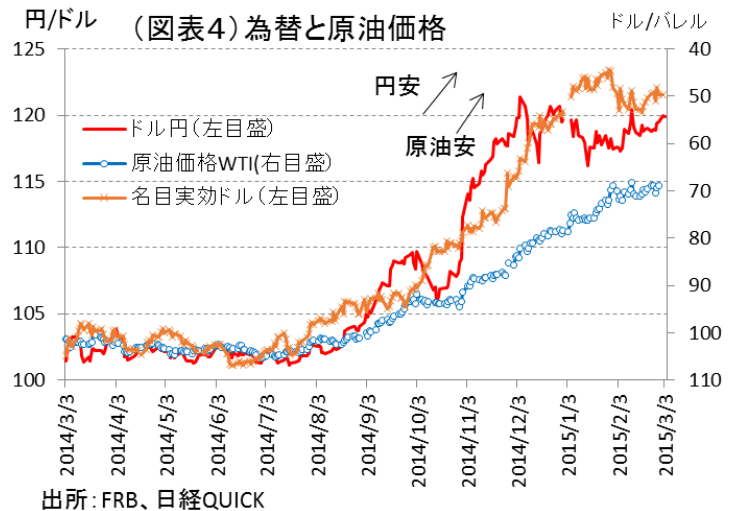
これを金融緩和による「円安プレミアム」と名付けると、そのプレミアムは 2015 年に入ってから+4~+5 円程度まで縮小してきている。この円安プレミアムの変化は、最近の投機筋の売りポジションとおおむね対応する関係になっている（図表3）。

つまり、2014 年秋に、日銀が追加緩和に踏み切ったときには、早期緩和の予想（2015 年 4 月緩和）が強かったが、現在はその予想が徐々に後退してきて、それに伴って円安圧力も減殺されていると考えられる。

追加緩和予想については、原油価格が下落してきて、消費者物価指数の伸び率がマイナスに転じることがあれば、さすがに日銀も追加緩和に動くだろうという見方が根強くある。しかし、そうした見方は、2015 年 1 月後半から、緩和据え置き観測によって徐々に修正を迫られている。そこでの観測とは、政府が今以上の円安を望まなくなっているというものだ。円安に伴って輸入物価の上昇が進むことは、生活者からの反発を生させる。政府としては 2015 年 4 月の統一地方選挙を前にして、追加緩和観測が強まることで、円安批判を望まないという見方になる。また、春闘交渉に関連して、今後、賃上げが進んだとしても、円安による物価上昇が大きくなれば、実質賃金が伸び悩むことになりかねない。政府は、物価上昇率がそこそこに据え置かれて、今は実質賃金の上昇を演出したいと考えているだろう。こうした思惑を背景にして、日銀はすぐには追加緩和に動かないだろうという見方が、円安プレミアムを徐々に解消させている。

原油下落を追いかける金融緩和の動き

もうひとつ、ドル円レートが 2014 年後半に円安方向に動いてきたときには、原油安との連動関係もみられていた（図表4）。原油安が進んだのは 9 月以降であり、ドル円レートでの円安が進んだのも同じく 9 月以降であった。どうして原油安が、円安と連動するのかを説明すると、（1）原油安が資源国通貨の売りを誘発して、受け皿としてドル買いを強めることで、ドル高・円安を誘発するという論法がわかりやすい。また、（2）ドル買いの圧力としては、基本的に 2015 年央に予想される米利上げがある。日本円は、ドル高に引きずられて、円安になる。



ただし、ここにきて原油価格は下げ止まりの様相をみせている。原油安に端を発する資源国通貨の売りは一服してきたように感じられる。その一方で、最近のドル高傾向は、原油安に連動するというよりも、各国の金融緩和の裏返しの側面もある。例えば、オーストラリアやカナダの金融緩和によって、豪ドルやカナダドルが対ドルで下落している。これらの国々は、資源国と重なる部分もあるが、それらの国の中央銀行では既往のエネルギー価格の下落によって、インフレ期待が低下したことで、金融緩和に動きやすくなっているという事情もあるだろう。達観してみると、原油安という当初のインパクトに慣性力が働いて、各国の金融緩和を誘発しているという図式である。

日本にとっては、日銀の追加緩和予想が弱まった分、各国の追加緩和予想が強まることを通じて、円高方向への圧力にもなってしまふ。最近になって相対的にドル円レートが円安になりにくくなってきた背景には、各国の金融政策のスタンスの違いも微妙に作用していると考えられる。

原油安の意外な作用

日本経済にとって原油下落が多なる恩恵を与えることは言うまでもない。筆者は、原油下落が「減税」と同じ

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。

効果を持つと考える。正確に言えば、海外の資源国が原油価格を切り下げられると、国内の企業・家計は購買力を高められるが、その作用は日本政府の財政収支を悪化させずに行われる「減税」となるのだろう。

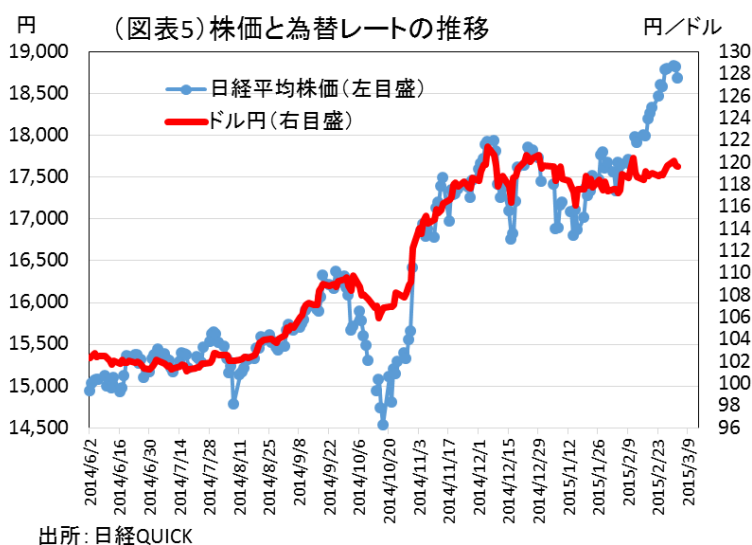
その効果は、マーケットの動向にも微妙に影響を与えている。最近の株価と為替レートの関係では、円安が進まなくても、株価上昇が進んでいる（図表5）。これは、原油価格の下落が、原油安→企業収益拡大→株価上昇、というルートでマーケットに織り込まれているからだと考えられる。

ところで、もう一方でドル円レートは横ばいで推移していて、株価上昇との連動性が崩れているのは、なぜなのだろうか。

仮説を立てて説明をすると、（1）原油安は日本の貿易収支を改善させて、ドル売り・円買いの作用を及ぼす、という論法がわかりやすい。さらに、

（2）原油安に伴って、物価下落が起こることは、長期金利の低下に寄与する。日米長期金利が低下すると、ドル安・円高に向いやすい。そこでは、原油安が家計消費を増やし、企業収益を押し上げると、景気拡大によって、政府の税収が増えて赤字幅を縮小させることが意識させる。これは、長期金利の上昇を抑制させる期待を生む。

先に述べたように、ドル円レートには、基本的に米経済拡大によるドル高の流れが作用しているが、短期的な面では、原油安が長期金利上昇を抑制して、ドル円レートには円安が進みにくいバイアスを働かせていると考えられる。



今後の為替レートの動きに対する注意点

今後のドル円レートの推移は、趨勢的には円安方向だと考えられるが、円安に向う足取りは緩慢なものとなるだろう。要因を分解すると、（1）米利上げによるドル高予想に沿って円安が進むことが基本線になる。一方、（2）日銀の金融緩和が行われずに、資源国などでの金融緩和が追加させると、相対的な関係として円安状況が解消されてしまう。従って、（1）と（2）の対立する関係の綱引きによって、筆者はゆっくりと円安方向に為替レートが向かうとみている。

焦点になるのは、日銀の追加緩和予想がどのように変わっていくかということだろう。今後、日本の消費者物価が前年比マイナスに転じていくと、限界的には追加緩和予想は高まる。しかし、そこで追加緩和をしないと、逆に、円安プレミアムが解消されるという円高圧力が働くことになろう。2月の消費者物価の結果を受けた4月の日銀の政策決定会合、4月の消費者物価の結果を受けた6月の決定会合が、タイミングとして重視されることになろう。

筆者は、先にみた通り、最近の株価は、円安に過度に依存した状態を脱却してきているので、これ以上の円安を人為的に誘発する必然性は乏しくなっていると考える。これ以上の円安を望まなくてもよい環境だと考えているから、多少の円高リスクには耐えながら、実体経済の強さを取り戻すのが本質だと認識している。

最後に、目下のところ、最も警戒しておくべきことは、米利上げに伴う波乱だということを確認しておきたい。2015年6月に予定通りにFRBが利上げに踏み切ったときには、それなりの混乱が起るだろう。その中で、日銀の追加緩和のカードは、「危機が起これば躊躇なく追加緩和する」ために取っておくことが賢明であろう。そうして、新興国市場などへの混乱が広がらず、かつ、米経済がしっかりと底堅く成長を持続していくことを確認するのが望ましい金融政策になる。

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。