

ギリシャ騒動後の為替動向

発表日: 2015年7月15日 (水)

～ 関心事は米利上げに移る～

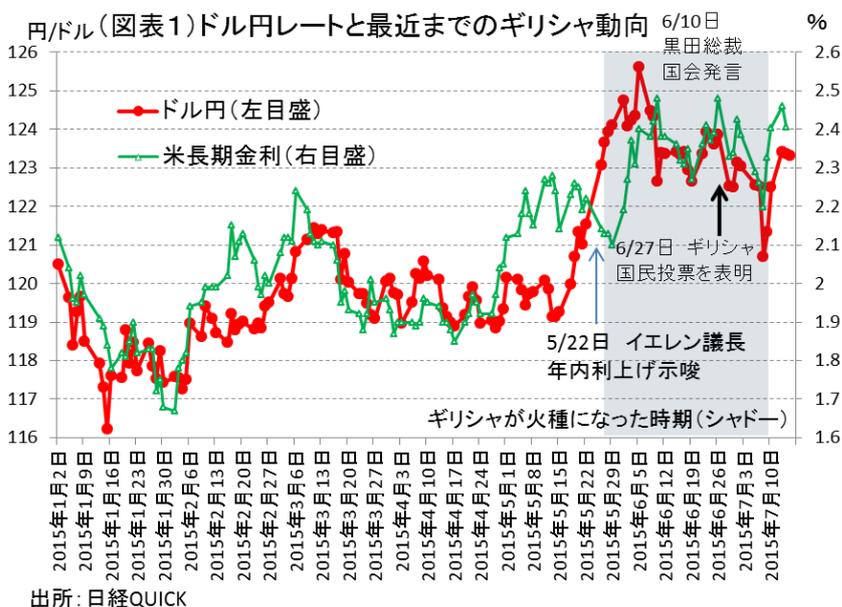
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ギリシャ騒動が一段落して、水面下にあった米利上げの問題が再浮上してきている。今後、米雇用拡大が徐々に確認されていき、徐々にドル高・円安の流れが強まると予想される。一気に円安は進まないとみるが、年内利上げが現実味を帯びるに伴って、1ドル 125～127 円の領域に移行する可能性は高まるだろう。試金石は、黒田総裁が牽制球を投げた1ドル 125円まで進むかどうかである。

台風一過の如く円高不安が消える

ギリシャ問題は、欧州首脳会議でチプラス首相が金融支援の条件を受入れた6月13日がクライマックスになった。その後、5月末から続いてきたギリシャ騒動の影響は、まるで台風一過のように消えてなくなったように思える。では、ドル円レートの先行きを考える上で、次なるテーマは何になるのであろうか。直感的に語られるのは1ドル 125円にトライして、そこから125～127円近辺へと円安が進んでいくシナリオである。理由は、5月中旬にイエレン議長が年内の利上げを示唆して、一旦円安に進んだ流れを、5月末頃からギリシャ問題が頭を抑えて円高不安を醸成していたからである(図表1)。ギリシャの騒動が落ち着けば、円高要因の重石が取れて、5月中旬からの円安トレンドが再開されそうだという見方になる。

この観測は、米金融政策を巡る見方とも整合的である。なぜならば、一時はギリシャ問題がもめ続けることで、FRBの利上げ開始は遠のくと語られていたからだ。ギリシャの債務返済が7・8月と困難に陥ると、その波乱がFRBを警戒させて、金融引き締めにも慎重な姿勢を生み出すと考えられてきた。それが、現在は一転して、米国の利上げ見通しが強まるという前提で、ドル高・円安の予想が強まっている。



鍵を握るのは米金利動向

米利上げ観測は、ギリシャ問題に注目が集まる中でも、暗黙のうちにドル円レートに強い影響を与え続けていた。米長期金利の変化をドル円レートの推移と重ねてみると、両方はおおむね対応する動

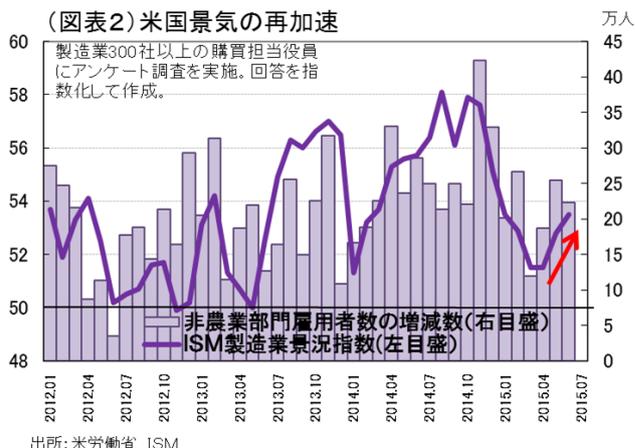
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

きになっている（前掲図表1）。米利上げ観測が、米長期金利を動かし、同時にドル円レートも影響を与えてきたということである。ただし、注意したいのは、5月末以降、ギリシャ問題が注目されていた時期に、米長期金利はそれほど上昇していなかった点である。

ここでは、ギリシャ問題が米株価を押し下げて、それが同時に長期金利を抑制していた可能性はある。筆者はギリシャ要因もあるが、実体経済の強さについて多くの金融関係者がまだ年内の米利上げにしっかりと確信が持てていなかったこともあると思われる。

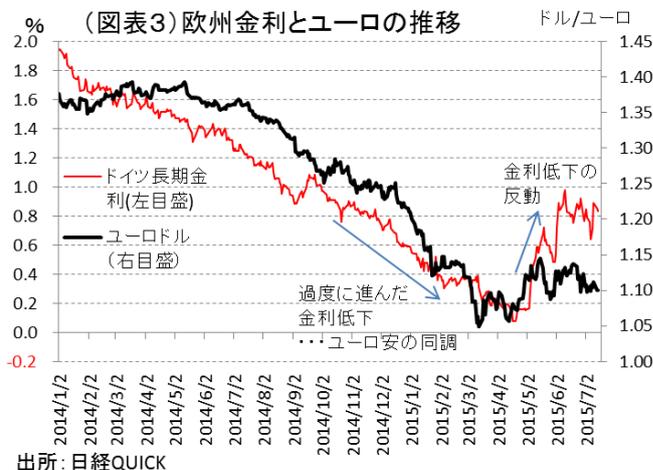
だから、今後は、さらに米経済指標の改善を確認しながら、米長期金利が上昇して、それに応じて円安が進むことになろう。最近の米指標を確認しておくと、1～3月は足踏み感があつたが、ここにきて徐々に雇用拡大、

企業マインドの改善が進んできている（図表2）。現時点でのFRBの利上げ予想は、12月が最も有力であり、次いで9月の予想が高い。ギリシャ問題が後退したことによって、しばらくすれば再び9月予想が相対的に強まって、年内利上げに向けた確信が強まっていくことになろう。



ドイツの長期金利要因

もうひとつ、注目したいのは、ギリシャ問題が山を越えて、ユーロ高へと進まなかったことである。ドイツの長期金利は、4月中旬以降に急上昇して、ユーロドルは一旦、ユーロ安の流れから底離れしたようにみえた（図表3）。5・6月はユーロ高方向に戻していく中で、ギリシャ問題がユーロ安の重石になっていると理解されることが多かった。ところが、7月13日にギリシャ問題が山を越えると、意外なことにユーロドルはユーロ安へと変化する反応をみせた（ユーロ円はユーロ高・円安）。



この点の解釈は、もしも、ギリシャがユーロを離脱していれば、ドイツの財政悪化要因になって、ドイツ金利が上昇すると考えられていたことに起因する。実際は、逆に、ギリシャ不安が遠のいて、ドイツ金利は潜在的に低下した。だから、ユーロ安になったのだろう。

また、チプラス政権の緊縮合意は、予想されていた波乱を回避させて、その安心感がドル高を助長したという見方もできる。ドル円との関係は、対ユーロではほぼパラレルにシフトして中立的な反応になった（ユーロ高・ドル安ではなかった）。

いずれにしても、イベントリスクが後退して、金利動向が為替レートの決定要因としてクローズアップされることになっている。

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。

日銀の追加緩和予想

これまでドル円レートは、おおむねドルのトレンドに沿って動いている。詳しくみると、局面によってトレンドを離れて円安に振れることが、何度か起こっている。例えば、2014 年秋はその典型例である（図表4）。これは、日銀の追加緩和が実施された影響である。ドル円レートが金融緩和に強く影響を受ける傾向は、日銀総裁が黒田総裁に代わってからの特徴とも言える。

もっとも、ごく最近の追加緩和予想は以前に比べると、いくぶん後退しているように思える。6月10日には、国会で黒田総裁が「さらに実質実効為替レートが円安に振れることはなかなかありそうにない」と発言して、円安牽制効果を発揮したことも一因だろう。

さらに、政治日程としては、2016年7月頃に参議院選挙が予定される。選挙を意識すると円安はマイナスである。有権者の間で、食品・日用品の物価上昇を誘発する円安がこれ以上は歓迎されにくくなったことは、安倍政権のスタンスを変化させた。それを窺って、日銀の追加緩和予想も後退している側面はある。筆者も、相対的な変化として日銀の追加緩和の予想が後退していることは認める。目先、追加的金融緩和を材料にして円安が進むようには思えない。

そこで、この先の追加緩和予想を考えると、やはり鍵を握るのは米利上げだろう。すでに、米国ではドル高が実効ベースでかなり進んでいて、行き過ぎたドル高の弊害が意識されやすい点で、日銀の追加緩和予想には不利である。しかし、たとえそうだとしても、FRBの利上げが確実視されれば、ドル高は進まざるを得ないので、2015年後半のどこかで、日銀に対する圧力にも真空地帯が発生するとみている。すなわち、日銀の追加緩和についても、FRBの利上げに同調させるかたちで行われれば、米国側からのプレッシャーはかかりにくくなると予想する。FRBの年内利上げがあるとなれば、日銀が10月頃に追加緩和する可能性も捨て切れない。

物価の環境についても、先々、日銀が追加緩和を行ってもおかしくない環境はある。目下、原油価格が1バレル50ドル台に低迷していて、このまま横ばいで推移すると、消費者物価が9～11月もエネルギー要因で上昇しにくくなる。そうなると、日銀が円安を誘導して過度に物価上昇を演出する図式にもなりにくいだろう。

筆者は、FRBが利上げに踏み切ろうとすると、日銀の追加緩和が現実味を増すと考える。為替市場でも、追加緩和のインパクトへと関心が集まるだろう。過去は、2012年のとき、ドル円レートを25%減価した。2014年秋は10%の減価圧力になった。次回の金融緩和は、緩和の余地が限られているだけに、以前よりは小さなインパクトになっていくことだろう。

