

世界連鎖株安の二次作用、円高リスク

発表日：2015年8月25日（火）

～ドル一極集中の見直しなのか？～

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

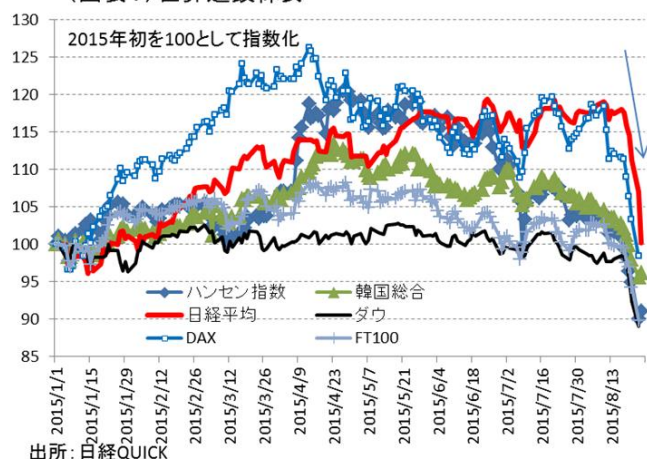
中国発の世界連鎖株安は、リスク回避という二次作用をもたらして、為替レートについても徐々に円高・ユーロ高を意識させる展開になっている。米長期金利が低下しているのは、投資資金がリスク回避に動いているせいだろう。現在は、米国経済だけが成長できるという経済成長のデカップリング（非連動）が脅かされて、ドル一極集中が見直される可能性が警戒される。今後、新興国通貨が売られ、ドル買いも手控えられたとき、円とユーロに買い圧力が高まることは好ましくない。

為替レートのジャンプ

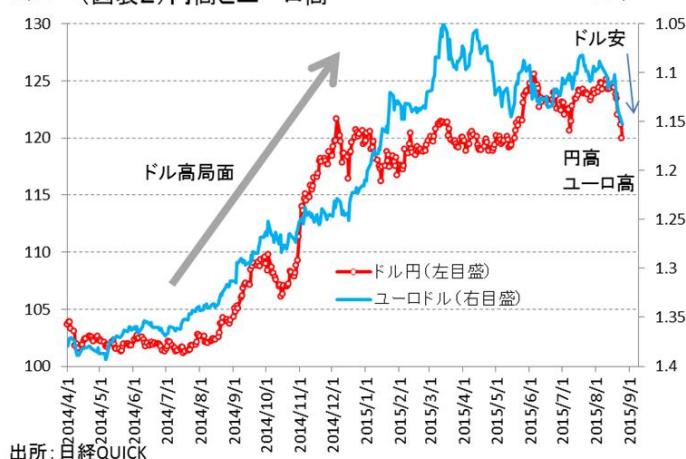
NY ダウが一時▲1,000 ドル以上も前日比で下落したことは驚愕であった（8月24日終値▲588.40ドル）。8月25日の日経平均株価も、前日比で一時+300円近くまで上昇することもあったが、終値は▲733.98円となった。日中の振れ幅は上下 1,087.85円という、最近では経験したことのないような乱高下であった。まさしく、日米欧株価がスパイラル的に下落していく暴落局面の渦中にいることを印象付ける。

発端は、中国経済の変調であるが、株価暴落が進むにつれて、投資家のリスク回避志向による防衛的な資金移動の側面も見えてきている。それを象徴するのは、米長期金利の低下とユーロ高・円高の進行である。ドル円レートは、一時的に1ドル116.09円まで円高が進んだ。その後、25日の日中の変動は118.21～120.11円/ドルとなった。前日は121.7～123.5円/ドルのレンジであったから、為替水準が円高にジャンプしたことがわかる。ユーロドルも1ユーロ1.17ドル近くまでユーロ高に振れた（変動は1.152～1.160ドル/ユーロ）。前日が1.122～1.138ドル/ユーロだったから、ユーロ高の水準訂正も大きかったと言える。その裏側では、ドル高は正を急激に進んでいることになる。それは、9月と予想されていたFRBの利上げ観測が、そのから当分先に後ずれしたことを暗示させる。見通しの変化もあって、米長期金利は一時2.00%を割り込んだ。2%割れは2015年4月末以来である。ここには質への逃避によって、売却された株式資金が債券に回っている動きも加わっている。米長期金利が低下すると、日米・米欧金利差が縮小して、円高・ユーロ高が起こるという見方もできる。この間、日本とドイツの長期金利は、米金利ほどは強烈に低下していないので、質への逃避はドル資金の中で急激に起こったとも理解できる。

(図表1)世界連鎖株安



円/ドル (図表2)円高とユーロ高



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。

ドルー極集中とデカップリング

世界的なリスク回避の背景にあるのは、ドルー極集中の見直しであろう。実体経済では、アジア、欧州経済が悪化しても独り米経済だけは成長し続けられるという見方が根強かった。だから、米利上げの行方に金融市場の注目が集まって、ドル高が進んだ。現在、金融市場が総崩れしている状況は、ドルー極集中の図式が疑われているようにも思える。

かつて、リーマンショックのときに「デカップリング」という議論があったことを記憶している人は多いだろう。リーマンショックで米経済が打撃を受けても、中国など新興国経済はその打撃を受けず、高成長を継続するという見方があった。それに対して、2009 年頃からは新興国経済もやはり米経済の悪影響から免れられないというリカップリング論が表れた。結局、最初の頃は、非連動＝デカップリングにみえても、時間が経つと再連動＝リカップリングに向うということが教訓である。

あれから約 7 年が経過して、今度はアジア・欧州経済が悪化しても米経済だけは強気を通せるというデカップリング論が、株価下落によって脅かされている。役者の配置は変わったが、デカップリングからリカップリングへと振り子が動かされることの再現をみているようである。

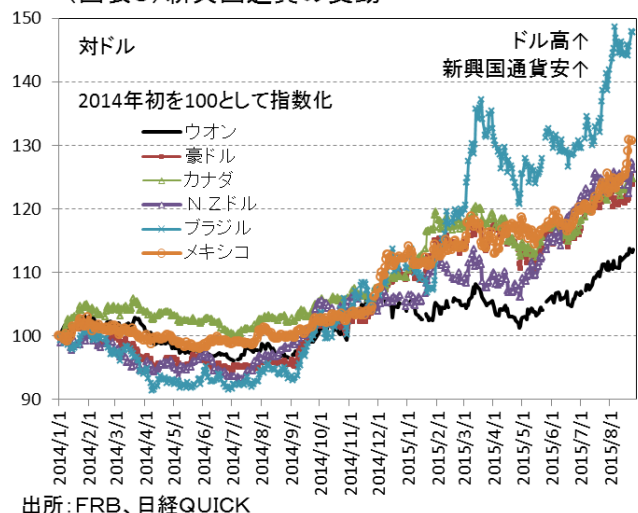
新興国通貨の売りは変わらず

変化の中で特徴的だったのは、ドルー極集中の見直しが起こった反面、新興国通貨の売りが止まらなかったことである（図表 3）。ドル買いが足踏みしたようにみえるのに、新興国通貨売りは止まっていないことをどう理解すればよいのか。これは、米利上げが延期されても、再び新興国通貨が買い戻される訳ではないことを示している。そこには中国の人民元の切り下げも後押しになって、新興国の実体経済が悪化して、新興国投資への消極姿勢が継続するという背景があるからだろう。

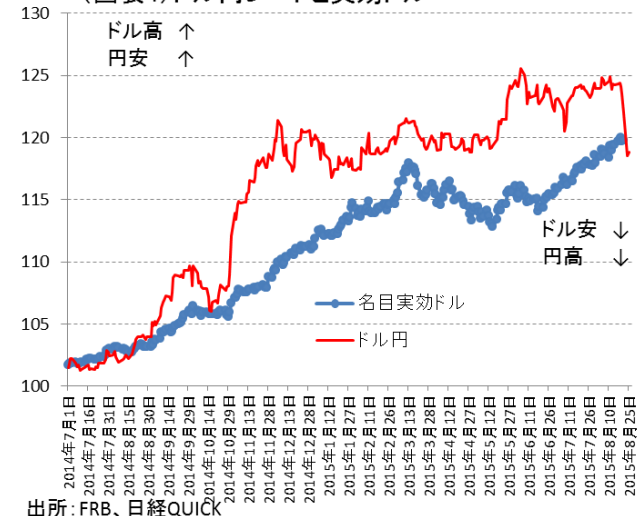
そのように理解すると、もしも、これから世界の連鎖株安に短期間で歯止めがかからなかった場合、ドルー極集中がさらに是正されて、予想以上にユーロ高・円高の傾向が強まるリスクが警戒される。これまで、ドルの名目実効レートは上昇している中で、それと平行に動いてきた、ドル円レートもここに来て円高方向に大きく振れている（図表 4）。

日本の事情から言えば、ここに来て円高リスクが顕在化すると、黒田総裁が就任して以来の円安・インフレ期待の流れが弱まるということになる。アベノミクスが掲げたデフレ脱却の旗印は、国内要因ではなく、再び海外要因の変調によって脅かされている。黒田総裁は、現在進行中の変化に人一倍強い関心を持って注視しているに違いない。

（図表 3）新興国通貨の変動



（図表 4）ドル円レートと実効ドル



円高リスクへの対応

もしも、これから円高＝円安修正のリスクが顕在化して、日本経済がその悪影響に脅かされるようになると、日本の政策対応はどうなるだろうか。

まずは、日銀の追加緩和が発動される蓋然性が少なくない。追加緩和は、円高是正を主眼にしたものになるだろう。黒田総裁は、従来から「物価の基調が変わってくれば、躊躇なく政策の調整を行う」と繰り返してきた。円高リスクが強まれば、経済・物価見通しの修正を余儀なくされて、2016年度前半の物価上昇が展望できなくなる。よって、追加緩和の可能性が高まるのである。

しかし、日銀の追加緩和が発動されたとしても、それで趨勢的な円安傾向に戻れるかどうかは不透明な部分がある。大きな流れを考えると、米利上げのタイミングが年内利上げの延期へと動いたとき、ドル安傾向はさらに進むと予想される。そうしたとき、新興国通貨の買い圧力はなかなか高まらず、円やユーロへの通貨高の流れが向く可能性がある。日銀の追加緩和が、ドル安圧力を迎え撃つ効果は限られてしまう。

柔軟に考えると、日本経済にとってメリットが大きいのは中国経済が復調してくることである。広く新興国経済が復活してくることだと言い換えてもよい。そうした効果によって米経済へのリスクが和らぐと、新興国通貨が買い戻されて、バランスの良いドル高になっていくだろう。

今後、日本でも、中国経済の成長促進としてどんな支援ができるのかが議論されてもよい。国際協調の枠組みでは、G20の枠組みでも新興国経済の挺入りを議論することができるだろう。ほかにも、日本が政治主導でいくつかの方策を検討することもできるはずである。