

## 年末にかけて進む円安

発表日: 2015年11月9日 (月)

～FRBの利上げ観測と中国要因～

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

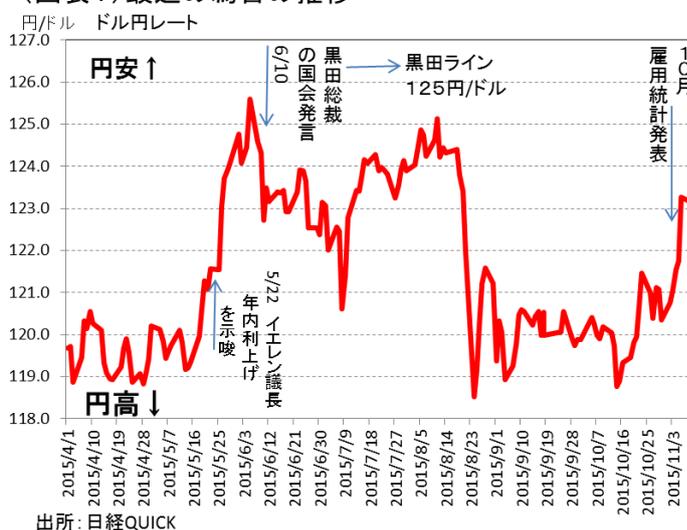
10月の米雇用統計が27.1万人の大幅増加になったことで、ドル円レートは1ドル125円近くまで進んでいく可能性が高まっている。現下の局面は、8月の世界連鎖株安の局面が終わって、次に米経済がFRBの利上げをこなしながら世界経済を牽引していく局面に移行している。ダウンサイド・リスクとして、8月に中国が人民元を切り下げたことで資本流出懸念が増したが、中国はそれにも配慮してきた。

### 8月の連鎖株安前の水準を目指す

為替レートが動き始めた。ドル円レートは1ドル123円台に移行した(図表1)。8月上旬の世界連鎖株安によって、為替が円高気味に振れたところから、再び円安方向に戻ってきた格好だ。変化の背景は、FRBの12月利上げの観測がある。10月の雇用統計が強い数字だったことを受けて、年内利上げが濃厚になってきた。米長期金利は、わずか10日前までは2.0%近辺で推移していたのに、年内利上げをほのめかすFRBの高官発言に刺激され、さらに雇用統計が27.1万人増という結果になったことが追い打ちをかけて、2.33%まで上昇した(図表2)。米長期金利は、2015年7月以来の水準まで上がったことになる。当面、FRBの年内利上げの観測が、それをサポートする材料によって固められていく展開が予想される。

もうひとつ、局面の変化を象徴するのは、米株価である。ダウの水準は、すでに10月中旬頃から8月の株価下落前の水準に戻っていた(11月6日17,910.33ドル)。米金利は、回復していく株価を追い駆けるように、8月前の水準に戻っている。日本株の回復がやや遅れているのは、中国経済の下押し圧力があるせいだと考えられる。為替の方は、中国要因の下押しが相対的に作用しにくいと考えられる。ドル高を促す要因には、ECBの追加緩和の示唆によって、ユーロ安が進んだという要因もあるだろう。今後、ドル円レートはいくらか時間をかけて8月前の124~125円/ドルの円安水準に戻っていくことになろう。

(図表1) 最近の為替の推移



(図表2) 米長期金利の推移



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。

## 黒田ラインはまだ存在するか

今後、気になるのは為替レートが節目になる 1 ドル 125 円に接近することである。日銀は、10 月 30 日の追加緩和を敢えて見送った。黒田総裁が自らの手で円安を大きく進めてしまうことを嫌がったのか、日銀が動かなくとも米利上げ観測によって円安になると放任したのかはわからない。円安水準が 2015 年 6 月につけた 1 ドル 125.86 円を超えて進むことを黒田総裁が静観するかどうかは、まだ半信半疑のところがある。

2015 年 6 月と言えば、黒田総裁が 6 月 10 日に国会で「ここからさらに円安はありそうにない」と失言して、円安が止まった事件があった。このときから、黒田ラインと言われる 125 円のレジスタンスラインが意識されることになった。今回も、高値を突破できるかどうか、年末にかけて注目される。

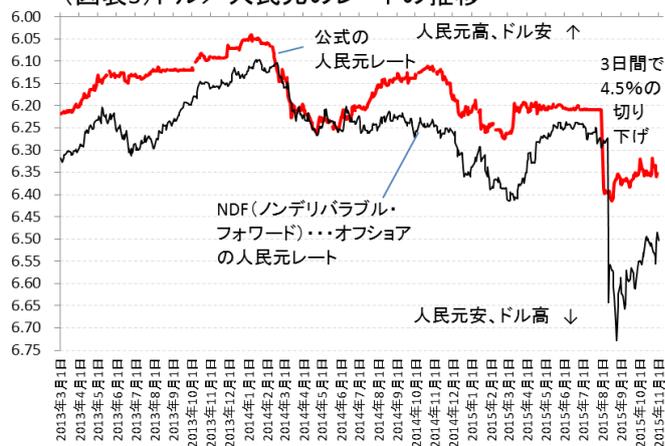
現時点でわからないのは、黒田総裁が、輸入物価の上昇を嫌っている政治的思惑にどのくらい配慮を示すかという点である。2016 年夏の参議院選挙を前にして、物価上昇が進むことは政治的には歓迎されたいと思われる。黒田総裁が円安に依存して消費者物価の上昇を促そうとする度合いは、もしかすると小さいのかもしれない。日銀は、消費者物価 2% の目途について、2016 年度前半から 2016 年度後半へと後ずらしした。この見通しの修正によって、黒田総裁は、円安主導の物価上昇をそれほど急ぐ必要はなくなっている。だから、現在の円安を急すぎる変化だとみれば、他の政府高官と平仄を合わせて牽制してくる可能性がある。その場合には、1 ドル 125 円前後に再び黒田ラインが意識されて、円安の天井となるであろう。

## 中国要因を考える

為替が円安方向に戻ってきたことは、主因は米利上げ観測の強まりであるが、それをサポートする別の要因があることも忘れてはいけない。中国要因である。もしも、中国経済の悪化が急速に進めば、8 月の連鎖株安と同じく、米株価下落と金利低下を引き起こすだろう。反面、今回は、中国経済のダウンサイド・リスクが警戒されていたほどは顕在化しなかったことからこそ、米利上げの予想が強まって、それがドル高を促した。

中国の指標は、財新版の製造業 PMI が 10 月に反転したものの、未だ明確に回復している確証はない。むしろ、金融面で人民元レートが下げ止まって、いくぶん上昇する兆しをみている方が、ダウンサイド・リスクの防止には効いていると考えられる(図表 3)。背後にある複雑な事情を説明すると、中国は IMF との間で SDR の構成通貨入りを固めつつあることが発端だ。中国政府は、8 月上旬に、為替の柔軟性を高めるアピールとして人民元を切り下げた。そのことでは、人民元レートの柔軟性をアピールするだけでなく、通貨価値の下落不安を高めてしまい、キャピタルフライトの不安感を高めてしまった。虎の尾を踏んでしまったのである。中国の投資資金は、人民元に先安懸念があると、投資資金の減価を嫌って資本流出が加速する。8 月上旬から公式の人民レート以上に NDF のレート下落は進んだ。中国人民銀行は、この悪循環を止めるべく、切り下げの直後から人民元買い・ド

(図表3)ドル／人民元のレートの推移



出所：日経QUICK

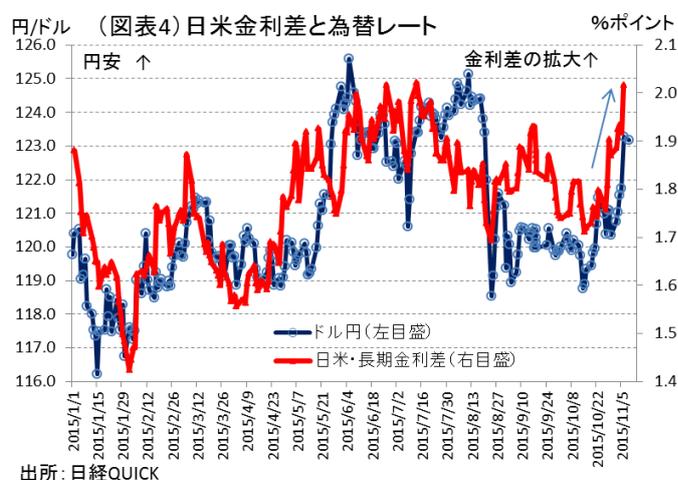
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ル売りの介入を行って、人民元レートの高め維持に奔走した。その効果として、中国の外貨準備残高が大きく目減りすることになった。

そうした中、訪米した習近平主席は、再度の人民元の切り下げを否定し、資本流出の背後にある先安の思惑にくさびを打ち込もうとしてきた。中国は戦略的に行動し、影で強烈な人民元買いの介入をして、人民元レートを押し上げているのであろう。その結果、資本流出は、その勢いを弱めてきて、中国経済の投資縮減の懸念も一時的に後退しているとも推察される。中国経済が、資本流出によって悪化に拍車がかかる懸念は一頃ほどではなくなり、上海総合指数の下落もこのところは止まっている。

ここまで中国の事情を縷々説明した理由は、世界の連鎖株安の背後に、資本流出により中国経済が悪化する警戒感があって、それが最近では止まってきたことが、日米欧の株価持ち直しにも一役買っているということの言いたかったからである。中国が人民元買いの介入をしてレートを釣り上げていることが、資本流出不安を抑制し、世界連鎖株安を防止していることは確かであろう。

今後も、中国が人民元を持ち上げるためにドル売り続けるならば、外貨準備はさらに取り崩されて、それが米長期国債の売りに拍車をかけていることだろう。この変化も米長期金利を上昇させて、日米金利差拡大による円安を助長する要因になる(図表4)。中国にしてみれば、通貨防衛のための引き締め(=人民元吸収)を行っているのと同じなので、国内市場で低金利政策を取っていることと矛盾がある。短期金利は、跳ね上がりやすいのではないかと推察される。



中長期的な視点でみると、今後、人民元高の状態が継続させるとすれば、中国の製造業の弱体化は進んでしまうのではないかと懸念もある。目先の資本流出の防止策は、長い目でみて中国経済の回復にはマイナスでしかない。人民元のジレンマは本質的には解決されておらず、中長期的な悪影響には目を瞑り、中国は短期的影響への配慮を選択したに過ぎない。

## 2016年も試練は続く

次回のFOMCは、12月15・16日である。そこで利上げが開始されれば、さらにその後ドル高が進むかと言えば、そう簡単には運ばないだろう。理由は、新興国通貨の下落が警戒されるからである。金融市場の混乱は、質への逃避を通じて、米長期金利をも押し下げるだろう。一本調子のドル高にはならず、米経済の底堅さを確認しながら、ゆっくりとしたドル高・円安となるとみられる。年内利上げをFRBが果たした後は、2016年前半にかけて試練が待ち構えているというのが筆者の見方である。1ドル125円のラインを突破しても、それ以上の円安には時間がかかるとみている。

日銀の追加緩和もそうした中では切りにくいのではないかと。2016年になると、消費者物価は、エネルギー要因が剥落して、前年比のプラス幅が拡大する。すると、賃上げのプレッシャーにはなるとしても、2016年4月以降は実質賃金を押し下げる要因として、ネガティブに受け取られる。黒田総裁が狙っているのは、2016年度後半に向けて、名目賃金が上昇して、消費者マインドの改善が消費拡大を喚

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。

起することである。2016年夏の参議院選挙を控えていることも、追加緩和で大幅な円安にするシナリオを考えにくくしている。まとめると、2015年後半にかけて1ドル125円近くまで為替レートが円安に向かっても、そこから先の円安は進みにくいとみられる。