

米利上げが日本経済に与えるリスク確認 発表日：2015年12月17日（木） ～リスク・シナリオに目配り～

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

とうとう米利上げが開始された。12月15・16日のFOMCでは、全員一致で利上げを決定した。基本的に、ゆっくりと利上げを行い、政策金利が物価上昇率を下回る状況を長く継続させる意向である。日本経済は今後ますます米経済への依存度を強めていく。利上げによるリスクの顕在化にはことさらに目配りする必要がある。米利上げの広範囲なリスクに対して、目先の材料で警戒感を緩めてはいけない。

怖いのは円高シナリオ

F RBが遂に利上げに踏み切った。FFレートのレンジは0.25～0.50%に引き上げられた。利上げ当日の米株価は急上昇して、事前の警戒感が和らいでいる。日本も、為替が円安に振れたことで同様に警戒感が若干ながら薄らいでいる。

しかし、そうした目先の変化に思考を奪われてはいけない。米利上げの影響は、もっと時間をかけて為替・株価を攪乱させる可能性があるからだ。

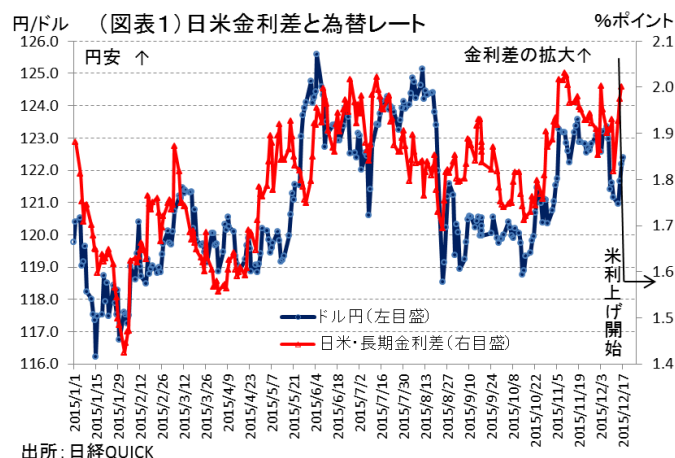
まず、実際にF RBが利上げをして判明したことから整理したい。FOMCの参加者17人のうち7人（最大多数）が2017年末に1.4%のFFレートを予想し、年4回の利上げを念頭に置いていた。9月時点で2017年末に1.4%超でみていた8人が12月には3人に減っていた。これは、もっと利上げが必要だとみていた人が減って、多数派が年4回を基準に考えることが妥当とみるようになったということだ。今後の利上げペースは経済データ次第なので、ことさらに重視されるようになった雇用統計が毎月初に発表されるのを確認して、年4回シナリオを前倒し・後ずらしして調整していくつもりなのだろう。

仮に、米経済の成長力が鈍化していくと、先行き2016年中の利上げ回数は少なくなると、米金利のイールドカーブは平坦化する。すると、日米金利差は縮小して円高・ドル安になる。これまでは、日米金利差が拡大して、円安・ドル高に推移する傾向が強かったが、それが変化するということになる（図表1）。

今後は、米経済の明暗が、為替・株価をさらに上下動させる展開になるだろう。だ

から、日本経済は今まで以上に金融市場の変化や、米経済の変動に大きく揺さぶられる可能性がある。

これは、新興国通貨が下落していくシナリオとも重なる。新興国通貨が売られたときは、一方ではドル買いが起こる。安全性を重視した資金退避は米金利を低下させて、円高圧力になる。ドル買い圧力が、ユーロや円にも分散されて、それが円高・ユーロ高になる可能性もある。新興国経済の売り圧力と、米



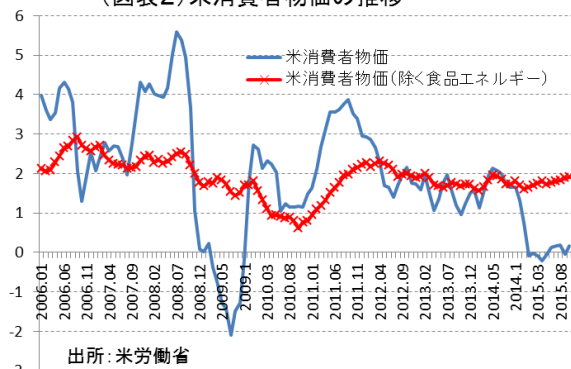
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

経済に対する利上げのマイナス効果は、別の議論として混同してはいけないが、両方とも円高圧力になる点では変わりはない。

日本経済の米経済依存は強まっている

好ましいシナリオとしては、米利上げが消化されていく流れである。米経済は、リーマンショック後に初めて利上げをしたが、これは実体経済の改善を反映したものと解釈できる。失業率が5.0%（2015年11月）まで下がったので、今後の景気拡大は消費者物価の上昇を予想される。現状、消費者物価（2015年10月）は総合が前年比0.2%、除く食品・エネルギーが前年比1.9%である（図表2）。政策金利が、消費者物価のコア指数を大きく下回っているため、実質金利は大幅なマイナスだと考えられている。しかも、原油下落によって、家計の購買力がサポートされているため、見た目の実質金利よりも緩和的という解釈も成り立つ。消費者物価の総合とコア指数の間に、原油などのコスト低下が極めて大きく働いているので、それが家計の購買力をより大きく上げているとみることもできる。

前年比% (図表2) 米消費者物価の推移



米経済の成長力が、家計消費拡大を推進力として高まっていけば、日本からの輸出拡大にもプラスである。折りしも、TPPの大筋合意が決まり、早ければ2016年内にそれが発効して、日米あるいは日米アジアの貿易取引が拡大する期待感が高まっている。世界経済は、中国減速により、米国・中国の双発エンジンから米国中心の単発エンジンへと推進役が切り替わる局面に差し掛かっている。だから、米経済が利上げを消化していく展望は、日本やアジアが米経済に引っ張られる関係を強めると理解できる。

一方、中国経済は徐々に成長力を鈍化させている。NIES 諸国はそのマイナス効果を色濃く受けており、目下の日本経済にはそれが消極的な作用をもたらしている。当面は、中国経済の低迷が続くとすれば、相対的に米経済の牽引力への期待感が大きくなる。

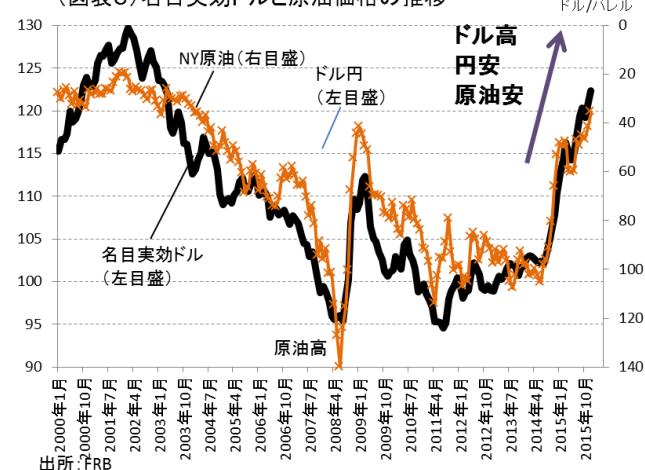
筆者は、メイン・シナリオとしては米経済がより成長率を高めていき、日本経済がその牽引力によって恩恵を受けると考えている。原油安と、利上げペースが緩やかであるという条件がその論拠になっている。注意したいのは、今後、米利上げが何の波乱も起こさず、米経済を順調に拡大させるかについてである。経済予測を行っている人は、何か波乱が起こるといったシナリオを前面に出せない宿命がある。

その分、リスク・シナリオを事前に想定していく準備が大切になる。

リスクの表面化はすぐに起こるとは限らない

米利上げの影響を考えると、影響が即座に表れるとは思わない方がよい。例えば、投資ファンドなどへの悪影響はしばらく時間を経過して問題が表面化するからである。低格付け社債の価格下落は、ファンドの解約を誘発して、時間が経過した後にデフォルト懸念を想起させた。原油など資源価格の下落

(図表3) 名目実効ドルと原油価格の推移



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。

と相まって、投資の損失が徐々に蓄積した悪影響が表に出てくる可能性はある。もともと資源価格は、ドル高のときに原油安になるという経験則がある（図表3）。今後、資源価格が下落してドル高が進むという関係が強まると、資源投資に失敗した損失が、時間をおいて表面化してくることが予想される。一時はシェールガス革命とまで言われ、開発が進んだはずだが、そうした事業のダメージも水面下に隠れているはずである。

また、そもそも現在は、段階的な利上げのまだ第一歩に過ぎない。これから政策金利が高まっていくと、現在よりも引き締め効果が及んでくるだろう。物価上昇率が2%前後であっても、名目金利水準が引き上がってくれば、住宅投資のような分野では投資抑制が徐々に起こっていくだろう。

一方、FRBの利上げペースも、インフレ懸念が現実味を帯びない状況下ではゆっくり進むであろうが、反対に賃金・物価上昇に加速感が生じる兆しが表れると、想定外の利上げが進む可能性がある。米失業率が低い状況下では、一旦、インフレ懸念が台頭すると、タカ派的な姿勢を示すFOMCのメンバーも現れるだろう。FRBが利上げを急ぐリスクもまだ捨て切れない。

最後に、ドル高が米経済に与える影響もある。ドル高は、米国が他国から輸入するときには輸入品が割安になって有利に働く。反面、製造業などでは競合する国々の製品価格が引き下げ可能になって、競争上、不利になるデメリットもある。関連して、ドル高によって中国では人民元が割高方向に引っ張られる。それが中国の輸出競争力を低下させるという弊害も考えられる。反対に、通貨安になった新興国の中には通貨防衛のための利上げを行って、景気を犠牲にする場合もあるだろう。

まとめると、注意すべきリスクは、（1）相場変動による金融セクターの損失、（2）利上げが続いたときの累積的な引き締め効果、（3）インフレ・リスクが想起されたときの“ゆっくり”シナリオの見直し、（4）ドル高進行による弊害、といった論点である。