

円独歩高の不思議

発表日：2016年1月15日（金）

～米利上げ後の市場混乱を読み解く～

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

年初来の為替変動をみて、対ドルで各国通貨が下落する中で、ドル円レートだけが反対の方向に動いた。円独歩高の様相を呈した。そこで、ユーロ高にならずに、専ら円高になったことは不思議であった。その理由はどこにあるのか。筆者が原油下落によってインフレ予想が下振れしたことに関係した何かの要因があるとみる。日銀の追加緩和の予想も12月の補完措置で裏目に出て、円高を助長した格好だ。

腑に落ちる説明が欲しい

2016年初以来の金融市場の波乱について考えてみたい。日本の株価が大きく落ちたことは、同時に円高が進行したことによるものである。では、なぜ、今、円高が進行するのであろうか。

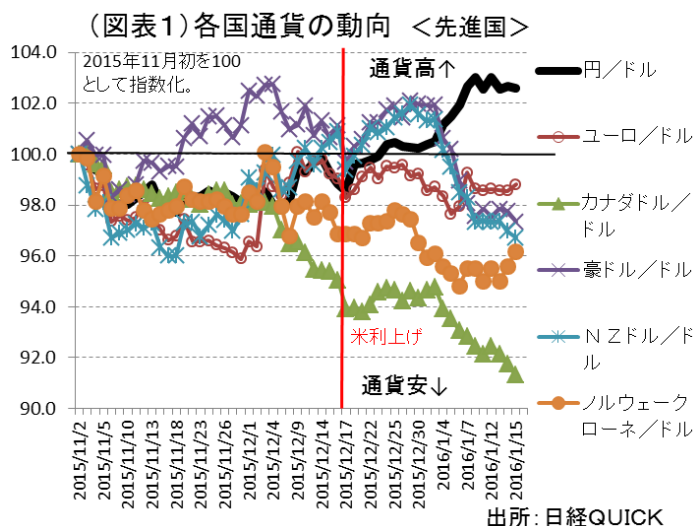
その答えを単に「リスク回避だ」とみなすと、わかりやすい。しかし、筆者はこの説明ではよくわからない面が残る。株価が下がればリスク回避だと判断できるので、株価が下がったことと同語反復にはならないか。仮に、日本がデフレ脱却を果たして、将来も物価2%ペースで上昇していくとすれば、円買いが質への逃避ではないという見方もできる。かつて、リーマンショック後は、「円がデフレの国の通貨であるから、通貨価値が増価する期待が働いて、相場が荒れたときには価値が目減りしにくい通貨として、円が率先して買われた」と説明された。しかし、2012年末からの黒田緩和によって、そうした期待形成は変化したのではなかったか。つい先頃まで、「日本はもはやデフレではない」と説明してきたのに、金融市場が混乱して円高が進む場面になって、「円はリスク回避によって率先して買われる」と説明するのは都合のよい議論を用いているようにも思える。過去、円はリスク回避の円買いだったから、その記憶が蘇って買われるのだという説明を持ち出すのも何だか座りが悪い。

円は他通貨に対して独歩高

データに基づいて、為替の変化を確認してみよう。まず、主要通貨に関しては、ユーロドルはそれほど増価していないのに、ドル円は円高に向っている(図表1)。通貨高になっているのは円だけである。

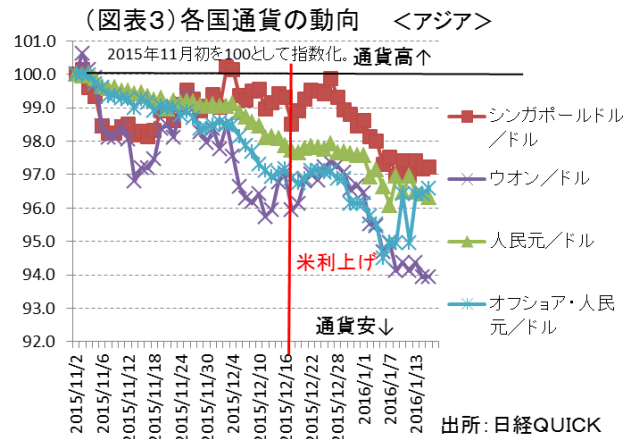
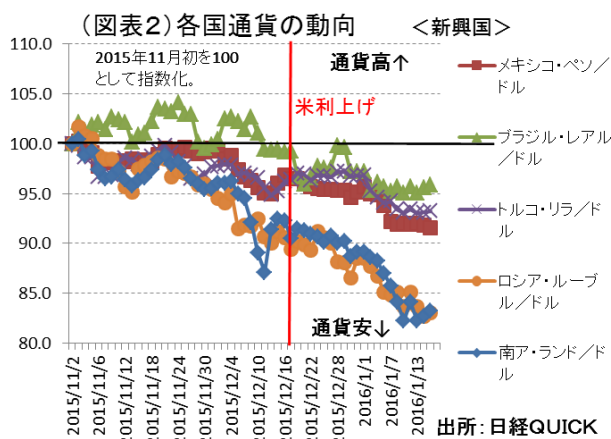
年初からは、豪ドル、ニュージーランドドル、カナダドルの下落が進んで、その反対側でドル円が上昇している。これらの変化は基本的に2015年12月16日の米利上げを受けたものとみられる。すでに2015年中は、米利上げを材料にして、新興国通貨が売られる動きが進んでいた。

アジアや他の新興国通貨が対ドルでどのように変化したのかを確認すると、総



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。

じて通貨は下落している（図表2、3）。つまり、新興国通貨の売りの反対側で、円が買われている。対ドルで見ると、新興国通貨売りがドル買いに向かっているが、対円ではさらに円が強くなっているのが実情である。ドル以上に円が買われる理由が何かあるはずである。



新興国・アジアについては、ロシアルーブル、南アランドの下落が目立つのも、資源国通貨であるからだろう。先に豪ドル、カナダドルが下落していると述べたが、これらも資源価格の影響を受けやすい通貨である。原油と始めとする資源価格が下落すると、資源国通貨は下がりやすい。ニュージーランドは政策金利を12月に引き下げたことが通貨下落を誘っているのだろう。しばしば、人民元の下落が金融市場の波乱として材料視されるが、下落幅だけでみると、資源国通貨の下落の方が大きい。

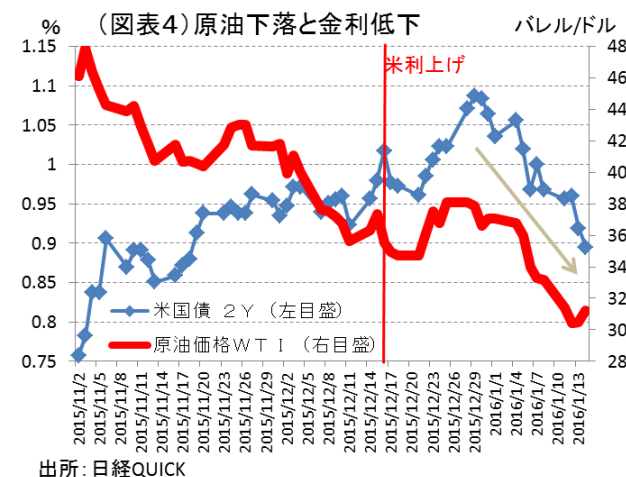
対ドルで各国通貨が売られる理由は、ドルの短期金利が高くなり、それがさらに上昇すると見込まれるので、買われ過ぎているとみられる高金利通貨を打って、ドルを買い戻すという巻き戻しが起こるからだろう。また、ドルで資金調達をした両建て取引もまたドル利回りが上昇すると、両建ての解消が起こって、ドル買いの圧力になる。そうならば、ドル高のもう一方で、円安が起こってもおかしくはないはずだが、そうはならない。その理由はすぐには理解しにくいところである。

原油下落の影響

なぜ、円だけが全面高になるのかという理由を考えてみたい。日本も欧州もともに量的緩和を実施しており、利上げをしたFRBに対して、通貨安に動いても何の不思議もない。それにユーロがあまり動かずに、円だけに買い圧力が生じることは、説明が付きにくい。ここには、ECBと日銀の間に金融緩和の度合いに差があることを暗示させる。

ひとつの理由は、原油の下落が物価見通しを下振れさせているのであろう（図表4）。米国債利回りを細かくみると、2～10年にかけて軒並み金利低下に向っている。注目したのは、2・3年という比較的短い期間の利回りが低下している点である。

FOMCメンバーの政策金利見通しは、先行き2018年まで政策金利の引き上げを予想している。しかし、今後3年間もFRBが利上げを継続できるのであろうか。過去の利上げ局面は、1・2年間で引き締めが終了することが一般的であった。今回はゆっくりと利上げをするので、引き締めの期間は通常よ



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。

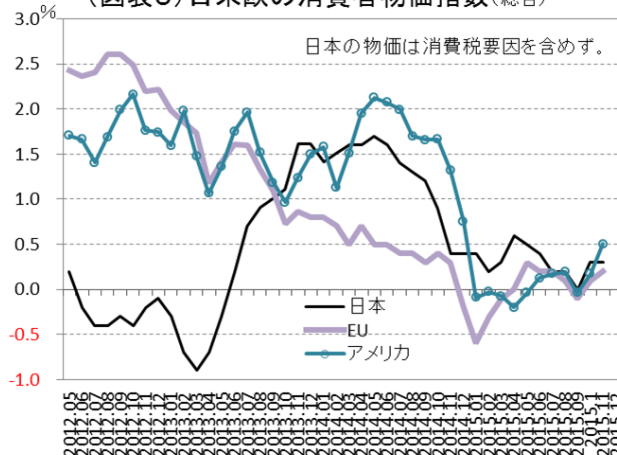
りも長くなる可能性は十分にある。ただし、そこでの前提は、物価上昇の圧力が継続的に高まってくる環境である。現在の原油下落はそうした将来の物価上昇の機運が低下するシグナルになる。

現状、日米欧の物価指標は、原油下落によって総合指数が小幅のプラスに止まっている（図表5）。今後も、極端な原油下落が多かれ少なかれ続くとすれば、物価指標もまた上向きにはなりにくいと考えられる。

そうした先行きの物価観が、2・3年先の金利見通しを下方修正させた可能性がある。FRBは、11月初の雇用統計をみて、賃金・物価の継続的な上昇を確信したのだろうが、そうした見方はすでに共有されにくくなった可能性がある。従って、米金利の低下に伴って、日米金利差が縮小して、それが円高圧力になったと考えられる。

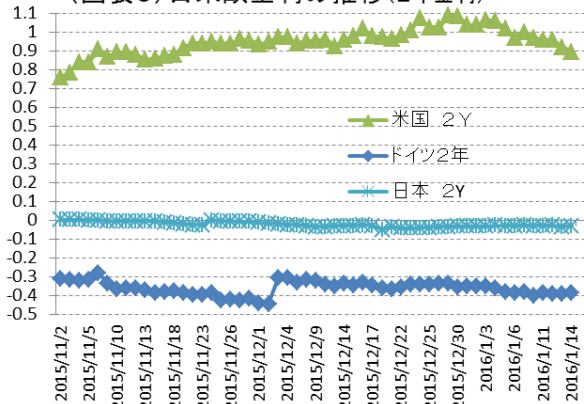
欧州の場合、日本に比べて短期のマイナス金利の幅が大きい（図表6）。預金ファシリティ金利を2015年12月以降は▲0.3%にしていることがあるだろう。日本も2年金利はマイナスだが、欧州のように政策金利をマイナスにしていない。日米金利差と、日欧金利を比較すると、日米金利差の方が金利差縮小の度合いが大きく、それが円高圧力になっていると推察できる（図表7）。この差がドルに対して円高が起りやすく、ユーロは対ドルで割高になりにくい一因だとみられる。

前年比（図表5）日米欧の消費者物価指数（総合）



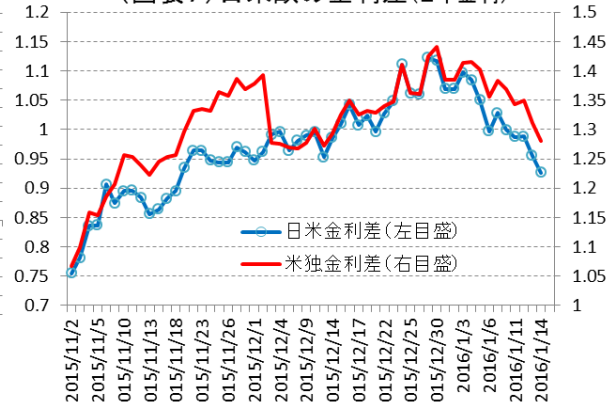
出所：総務省、米労働省、EUROSTAT

（図表6）日米欧金利の推移（2年金利）



出所：日経QUICK、財務省

（図表7）日米欧の金利差（2年金利）



出所：日経QUICK、財務省

日銀の追加緩和観測

もうひとつの背景は、日本の金融政策である。日銀に対する追加緩和の予想は常に存在する。為替は、その緩和予想の強弱によって動かされている。日銀が行った2015年12月18日の補完措置は、追加緩和の予想を後退させる効果をもたらした。これは、日銀にすれば予想外の失敗である。2015年10月末には、経済・物価展望をともに下振れさせたのに追加緩和は行わなかった。それなのに、12月には補完措置を発表した。これに戸惑ったのは筆者だけではない。年末にかけて原油価格は低下が進む。2015年10月末には1バレル44～47ドルだったWTI原油は、12月は34～44ドルと下がった。3か月前比で▲2～▲3割の下落幅である。通常であれば、物価見通しが下落方向に行けば、追加緩和予想が高まるはずだが、10月に追加緩和が見送られ、その代わりに長期国債の買い増しを含まない補完措

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。

置が実施させた。ポイントは、補完措置に長期国債購入の増額がなかったことである。日銀が長期国債を含む本格的な追加緩和に動くのは、かなり高いハードルを飛ばなくてはいけないのかと、金融関係者に思わせた。これが、円独歩高の隠れた要因である可能性は十分ある。

市場の心を知悉している黒田総裁が大慌てしたことは想像に難くない。補完措置によって期待形成が変わったことに気付いたからこそ、スタッフ任せではなく、自分で年初から追加緩和を臭わせたのだろう。目先の金融政策決定会合は、2016年1月28・29日の会合である。新体制になり、四半期ごとに展望を述べる体制になっている。2015年11月以降の原油下落に対して、黒田総裁がどのような評価を加えるか、そして追加緩和のヒントをどのように提示するかが非常に注目される。