

ドル安・円高の逆風、3つの不思議

発表日：2016年2月12日（金）

～底が抜けた黒田ライン～

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

為替レートは一時1ドル110円台をつけた。いかにもオーバーシュートである。いくつかの疑問がある。(1)なぜ、米国の金利正常化が足踏みするだけで、これほどの混乱になるか。(2)日欧のマイナス金利が促す通貨安圧力はどこへ行ったのか。最期に(3)原油安がプラス効果を及ぼすはずなのに、それが悲観改善に作用しないのはなぜか。市場センチメントに隠れた謎の原因を解きほぐしてみたい。

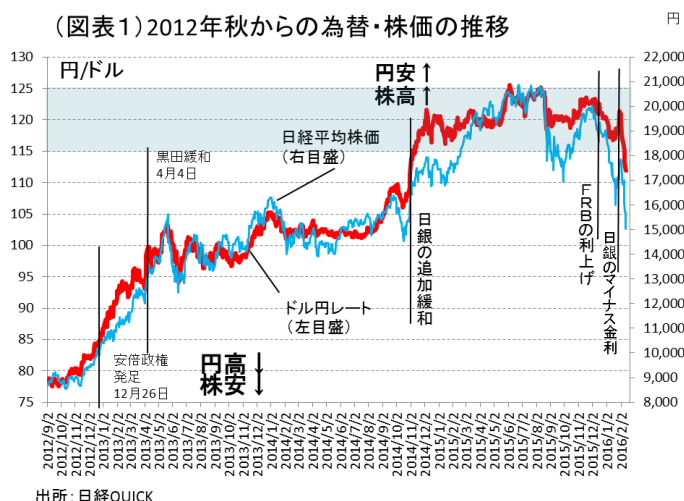
1 ドル115円を割り込むと底無しなのか？

為替レートは、黒田ラインと言われる1ドル115～125円のレンジを抜けて円高になった。ドル円レートは、2014年10月の追加緩和の後で、永くこのレンジで推移していただけに、レンジを抜けると大幅な円高が進むのではないかと警戒されていた(図表1)。多くの人の嫌な予感が的中した格好だ。

しかし、今になって疑問があるのは、なぜ、ここまで円高が急伸するのだろうか。

「日銀のマイナス金利がいけない」という批判があるが、マイナス金利自体は明らかに円安要因である。無論、今回はドル安の要素が強く、米経済の懸念によってドル安・円高が起こっている。それにしても、今まで「米経済好調であるから利上げを消化できる」とみていたところから、一転して悲観論に流されて急激なドル安に変わるのは極端すぎる。

(図表1) 2012年秋からの為替・株価の推移



FRBは以前から柔軟姿勢を示しており、過度の引き締めをするようには見えない。私たちは、このところの相場の極端な変動を見慣れてしまっていて、人々が抱いている実体経済や金融政策への評価がころころと変わることによって疑問を感じにくくなっている。本稿では、冷静になって考えてみて、これはおかしいと感じる3つの不思議を読み解きながら、変化の背後にある思惑を浮き彫りにしてみたい。

実体経済は底堅いのに

筆者が感じている3つの疑問を、まずは列挙してみたい。

- (1) FRBは強硬なタカ派ではなく、柔軟に金利正常化に臨んでいる。それなのに、どうして米経済に対する極端な悲観論が起こって、ドル安に拍車をかけるのか。
- (2) 日本と欧州は、マイナス金利政策を強めようとしており、それが円安・ユーロ安圧力になって、ドル高を裏側から支えるはずである。日銀はさらにマイナス金利幅を広げる構えをちらつかせるのに、円安作用が乏しいのはなぜか。

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。

(3) 原油安が進んでいることは、日米欧の実体経済に多大な恩恵をもたらして、ドル高傾向を生んでもおかしくない。そうした前向きな評価が起りにくいのはなぜか。

仮に、現在の相場変動が投機的なものである場合には、そうした作用が薄らいだときには、中長期的には正常な原理に沿って動くと考えられる。この3つの疑問を解きほぐすことは、投機的な変動の先を読むためには有益であるはずだ。

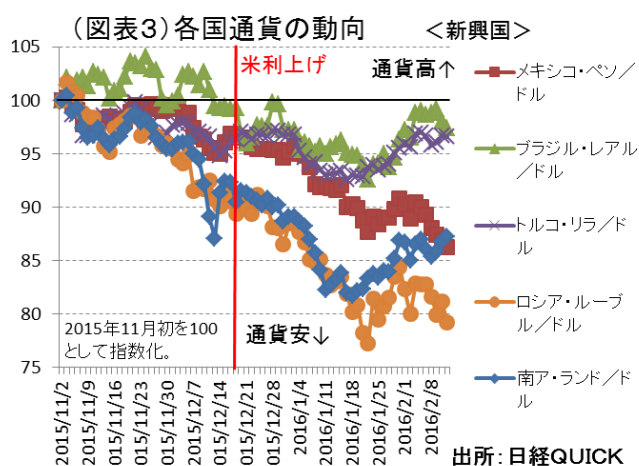
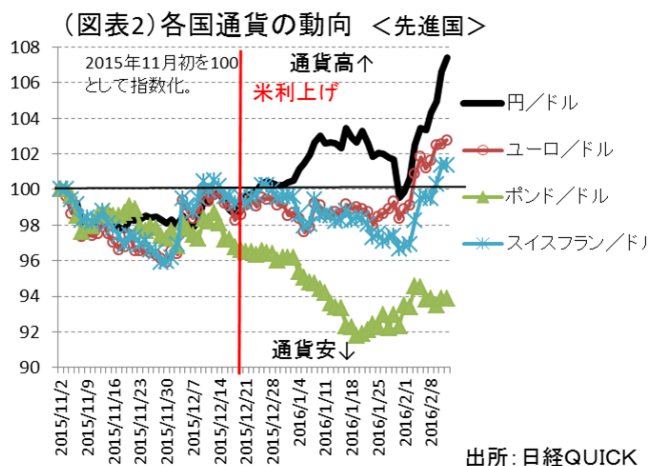
まず、日本株の下落が特にそうだが、実体経済の堅調さとは乖離していることを考えてみたい。政府関係者が、ここにきて「ファンダメンタルズは堅調だ」と連呼する言葉は、もっともだと思ふ。為替・株価の変動とともに、実体経済とはやや離れている印象は否めない。

乖離の理由は、FRBの金融緩和の影響力が極端に強いからだろう。混乱は、マネタリーな現象である。すなわち、FOMCでは、年4回のペースで先行きの利上げを予告している。足元の経済変化がその時間軸を揺さぶると、犬の尻尾が胴体を振り回すようになってしまう。イエレン議長自身は、金利正常化があらかじめ決まったコースを通る訳ではないと強調し、目先の指標に一喜一憂することを戒めている。それにもかかわらず、その言葉による沈静化効果は乏しい。期待の操作に依存したツケにみえる。

今回の利上げは、従来のテーパリングとは違って、資産価格形成に大きな影響を及ぼす。これまでゼロ金利の長期化が、資産価格に強く織り込まれていたから、その反動のインパクトも自ずと大きくなる。FRBの金融政策は、2015年12月に利上げを行うまでは自作自演で利上げ予想を演出してきたのに、最近市場との対話の色合いをにじませている。これは、期待形成の効果を重視していた副作用に気がついたからだろう。引き締め効果が予想できない変動を及ぼしたことにFRBは慌てた可能性がある。達観すると、金融政策が期待形成の作用を過大評価してきたことが、揺り戻しを生み出している。だから、実体経済とは離れた変動に苦しむことになる。

もうひとつ、世界経済に与える米利上げの影響が広がり過ぎた影響もある。これまで新興国は、ドル高の裏返しとして、通貨安の悪影響を受けてきた。ドル債務の価値が膨らんだ上、さらに米金利上昇の悪影響を追加的に受けることも警戒感の背景である。今回、米利上げが遠のいても、そうした負の遺産は簡単には軽くないのは当然のように思える。だから、一転してドル安傾向が強まる。

各国通貨の変動を確認すると、先進国の主要通貨については、軒並みドル安によって通貨高の方向に振れている(図表2)。一方、新興国通貨は、通貨高の動きもあるが、ロシア・ルーブル、メキシコ・ペソは依然として通貨安である(図表3)。ほかにも今回は、各国ごとに為替変動の差がある(図表4)。ここには、原油安の影響がある。原油安で貿易収支が悪化している国は、通貨安が反発しにくい。利上げ観測が後退しても、原油安によって対外収支が悪化する国は、通貨安が止まらないということだ。



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。

一方、先進国は、ファンダメンタルズが強くても、新興国に事業展開している先進国企業の業績には悪影響が及ぶ。だから、各国株価は下落する。

日本の場合には、原油安が継続して貿易収支が改善しているのに、株価は大幅な下落である。ここには円高圧力がある。欧州では、金融機関への不安の声もあるから、ユーロよりも円が買われる展開になっている。ドルが買い進みにくい圧力が、円買いへの分散に傾いていると理解できる。

日欧のマイナス金利政策

最近になって、日銀のマイナス金利政策が批判される場面が目立っている。筆者の場合は、「マイナス金利政策が、日本の株価下落を助長した」という解釈には賛同しない。マイナス金利政策は、あくまで円安誘導を主眼にした政策であり、そこは株価にプラスである。一方の副作用について、金融システムにダメージをしわ寄せすることが好ましくないと、筆者は主張している。

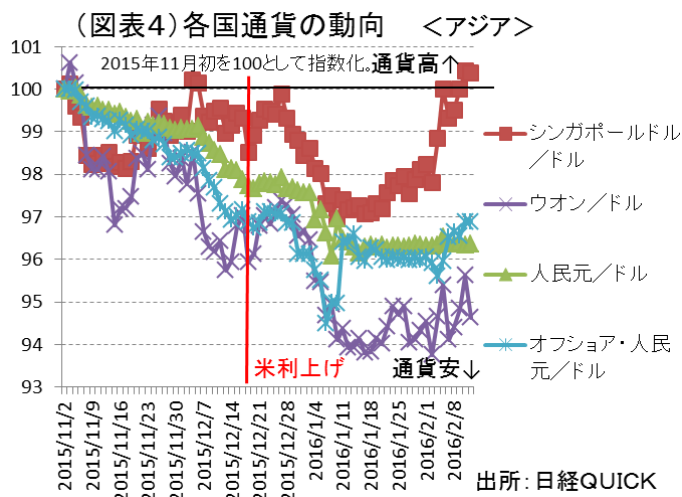
最近の批判は、主眼にしている円安誘導の効果すらなくなってきたので、副作用が目立つという点を批判しているのだろう。筆者は、黒田総裁がマイナス金利幅を大きくするようなアナウンスを仕掛けてきているが、それでは中長期的に副作用の傷口を広げるだけに終わる危険もあると指摘したい。

2つ目の疑問である「日欧の金融緩和による円安・ユーロ安の効果はなぜ乏しいのか」という点を考えてみよう。ひとつの見方は、FRBの軌道修正がもしかすると、FRBもマイナス金利政策に加わるのではないかというリスク・シナリオである。奇しくも、イエレン議長の議会証言では、マイナス金利政策に言及している。おそらく、日米欧のいずれもがマイナス金利政策を実施すれば、日欧の為替レートを減価していく効果は相殺されるだろう。

最近、マイナス金利政策の連鎖効果（ネットワークの外部性）が目立っている。欧州の周辺諸国では、ECBがマイナス金利を推進しているために、それに追従しなければ通貨が割高になる被害に警戒感が強まっている。マイナス金利が通貨切り下げ競争を促す危険をはらんでいるのだ。そうした流れは、米経済の変化を敏感に察知して、FRBの政策にも警戒感を感じた可能性はある。米経済はドル高もあって、製造業部門は相対的に低迷しているから、行き過ぎたドル高を修正したいと考える思惑があるのではないかと警戒感である。

そうした心理に触発されて、FRBが金利正常化のペースを足踏みさせそうだけなのに、予想がマイナス金利の方にまで過剰に意識が及ぶ。ドル安警戒感の圧力が、微妙に円高圧力に働いた可能性がある。

今回は、ドル安局面にみえるが、ドル円レートの変化は少し極端である（図表5）。日銀のマイナス



(図表5) 実効ドルとドル円の推移



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。

金利政策が円安方向に与える影響力は、現時点では完全に見えなくなっている。

なぜ、日本と欧州のマイナス金利が通貨安圧力につながりにくいかと言えば、万が一、FRB がマイナス金利を導入すれば、という行き過ぎた連想が、日銀のマイナス政策の効果を無力化しているのではあるまいか。米金融政策の時間軸は、単に金利正常化が足踏みしただけではなく、最悪のシナリオとしてのマイナス金利へ追随するという極端なイメージが浮上してきたために、従来よりも振幅を大きくした可能性はある。

原油安はどこに行ったか？

過去の相場変動のパターンから言えば、原油安のときに、通常はドル高である(図表6)。今回の原油安・ドル安の流れは過去のトレンドから外れている。

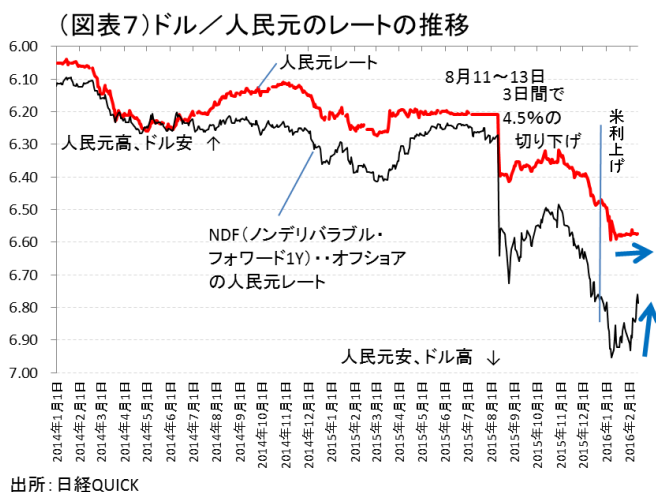
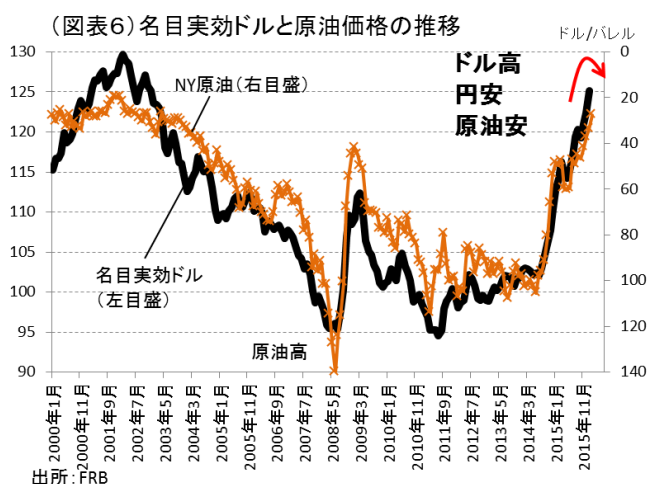
日本経済にとっては、原油安+円高によって輸入金額がかつてなく下落して、交易条件は改善する。輸出品を1単位輸出する代わりに得られる輸入品の数量が多くなることを交易条件の改善と呼ぶ。わかりやすく言えば、家計や企業の購買力が上昇する効果である。そうした実質所得が増えることで、消費拡大・投資拡大が促される側面もあるはずだ。

企業収益に根ざしている株価は、交易条件の改善を通じた配当額の増加の予想がプラスになって、それが時間の経過とともに表れてもおかしくはない。

実は、重石になっている中国経済についても前向きな見方ができる。ドル高が止まると、それに引きずられて人民元安の圧力が弱まってくるからである(図表7)。この作用は、中国からの資本流出をも弱める。これまで中国経済の悪化が、原油安不安と相まって、相場の下押し材料になっていた構図は、修正されてもおかしくはないように思える。

原油効果が前向きに表れない理由は、その効果はじわじわとしか出てこないことが大きい。目先、世界経済の悪化が、輸出数量を押し下げると、企業収益は稼働率の低下による減益作用の方に関心が偏る。これまで米経済の拡大は TPP の大筋合意と相まって、2016年の好材料の核心であった。それが輸出数量の拡大を意識させて、中国経済の悪化を補ってあまりのあるプラスだと評価されてきた。そうした好材料の雲行きが怪しくなったことが、原油安のメリット以上に目立つのだろう。

筆者は米経済に関してはそれほど弱気ではないが、目下の米経済に対する不安感は金融市場全体では大きくなっている。例えば、その弱気を象徴するのは、米長期金利の歴史的な低さである。現在、米長



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。

期金利は 1.6%台まで低下している（2月11日、図表8）。米長期金利は、2015年1月に1.646%の低位になった。その前は、2012年春から冬にかけて1.3~1.8%の低位をつけた（ボトム1.390%）。

2012年と言えば、QE3が9月13日から2014年10月末まで実施された。現在、量的緩和の手前まで長期金利水準が下がっていることは異様である。

当時の環境が、超円高だったことが今も思い出される。この事実からは、現在の米経済がいかにか低体温になっているかを直感させる。また、FRBの利上げがつかずいていることは、ゼロ金利解除に日銀が失敗した2000年の時期を彷彿とさせ、米長期金利は過度に悲観的なシナリオを織り込んでしまっている可能性は

ある。過去の経験則からみれば、原油安はドル高の時期であったが、現在の長期金利はそうした過去の教訓とは異なった未来図を多くの人が共有していることを暗示させる。



マイナス金利が開けたパンドラの箱を閉められるか

筆者の見方は基本的に、FRBがマイナス金利に引きずり込まれるというシナリオは極端であり、米経済への悲観論も行き過ぎていると考える。だから、円高・株安傾向もそれほど長続きしないとみる。年初来の相場の乱高下は、米経済に対する見極めが難しいから成り立つものであり、实体经济への見極めがはっきりすれば、良くも悪くも不透明感は払拭される。それまでの期間が半年、1年までは長くないだろう。時間が経過すると、中国の悲観論も、人民元の引き下げ観測が後退していく中では織り込まれていくだろう。原油安が日本経済にはプラス効果も、数四半期の決算で表れてくる。

当面、米金融政策に対する過度の悲観シナリオが回避されることが、円高・株安が転換する起点になるだろう。2016年3月は金融政策のイベントが集中する。3月10日はECBの理事会、3月15日は日銀会合、3月15・16日はFOMCである。2016年は2月下旬にG20財務相会合が上海で開催される。大きな為替変動に対する各国の不満や、政策協調の考え方が、G20財務相会合で示される可能性はある。

欧州でマイナス金利が採用されたことは、各国の為替に無秩序な混乱を与えた可能性がある。日銀は安易にその挑発に乗って、今度はマイナス金利競争だと身構えてしまった。各国中央銀行が、マイナス金利という武器庫を開けて、通貨安競争に走るというシナリオに、節度のあるルールができたならば、マーケットの思惑はもう少し落ち着くと考えられる。

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。