

## 急進する円高について

発表日：2016年4月8日（金）

～大きく後退したインフレ予想～

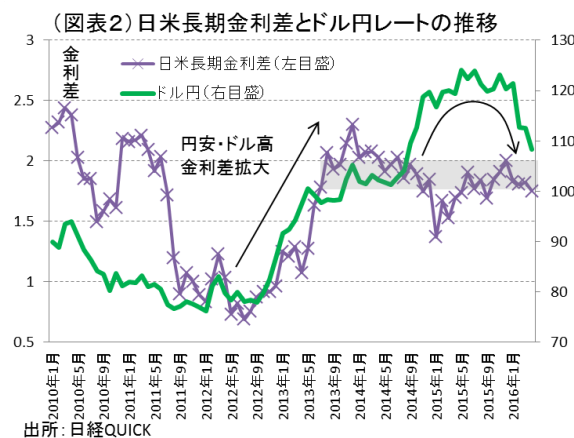
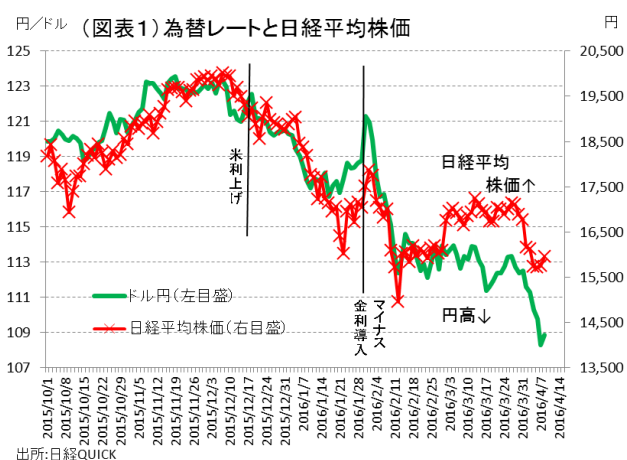
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

円高が加速している。年初来のドル安・円高局面はなかなか転換しない。背景には、米経済に対する過度の不安、売られ過ぎた新興国通貨の買戻し、そしてアベノミクスと黒田緩和が醸成してきたインフレ予想の後退がある。目下、消費税率の引き上げを再確認するまでに5月末まで時間をかけるようだが、これも政策運営が宙ぶらりんの状態になって、政策が後手に回った印象を与えている。

### 悪い連想

為替レートは、再び不安定な局面に入っている。4月7日には一時1ドルが107円台に突入してしまった(図表1)。新年度に入って季節的に為替が円高に振れることがあるという説もあるが、今回の円高は振れ幅が過去よりも大きく、季節的な変動で説明するのは無理がある。多くの人が心配するのは、1ドル100円に接近する過去の円高局面に移行するのではないかという警戒感である。ドル円レートの推移を長くとってみると、リーマンショック後の超円高局面が終わった後、2013年4月から黒田緩和が1ドル100円前後の水準を生み出し、2014年10月に日銀が追加緩和を行ったことで120円台の円安になった。円安の背景にはインフレ予想の高まりがあったと言える。ところが、現在は米利上げのショックに、原油安の長期化が加わって、インフレ予想が沈静化してしまっている。日銀は、年初来の円高を押し戻そうとして、1月29日に苦し紛れにマイナス金利を実施したが、債券市場をマイナス金利化しただけで、インフレ予想が高まるというロジックは明確にイメージできない。日米金利差が拡大すると円安という説明では、最近のように日米長期金利差が縮小してしまうと、逆に「金利差から見れば今は円高」という反論に遭ってしまう。

すでに、日米金利差では趨勢的な為替変動を説明できなくなっているため、そうしたツールがどのくらい信じられるのかはわからない。しかし、2014年10月までの連動性を重視して、現在の水準感を確認すると、1ドル100円あるいは105円という見方が登場してくる(図表2)。筆者を含めて、古い道具(パラダイム)が当てはまらなくなったとしても、古い道具にしがみついても説明をせざるを得ないのが、人類の知性の限界である。



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。

## 米国不安・新興国通貨・マイナス金利の要因

筆者は、円高・ドル安の理由は次の3つに整理できると考える。第一は、米利上げの予想が後退して、ドル高予想がオーバーシュートして円安方向に振れていること。米経済のファンダメンタルズは雇用を中心に好調である。これまで悪かった製造業も ISM 製造業指数が底を打ったことにみられるように、改善の兆しがみて取れる。2016 年内の利上げは 2 回と予想を発表した FRB の政策運営は、米経済を失速させるようなものではない。米経済の実力を過度に悲観的にみる必要はないし、FRB もそうした懸念に十分に配慮して行動すると信頼している。

第二の理由は、新興国通貨の買戻しで、ドル安が進んでいることである。それが、ドル安・円高の圧力を生んでいる。2015 年は新興国通貨が米利上げ予想が強まったのに反応して、一時的に売られ過ぎた。それが米利上げ懸念の後退によって修正されている。新興国通貨の売られ過ぎは、ドルの買われ過ぎでもあるから、ドル高も修正されることになる。ならば、円高もそれほど進まなくてもよいはずだが、ドル安・円高の変動幅がかつてよりも大きくなっている。

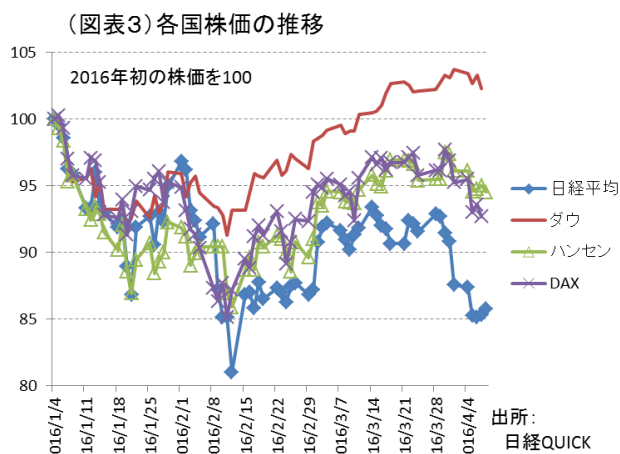
第三の理由は、日本の成長戦略と相まって、一頃は高まっていたインフレ予想が後退したことである。現在、日本の株価は、各国株価に比べて失速度合いが大きい(図表3)。その理由は「円高だから」とするのはあまりに表面的であろう。むしろ、これまでアベノミクス期待がインフレ予想を高めるといったシナリオは信憑性を感じさせなくなってきた。経済最優先と言っても、所得再分配がメインでは一過性の需要しか見込めない。日銀のマイナス金利政策が経済成長を促すことに貢献するののかも確かではない。住宅投資の拡大や企業の資金調達への後押しになることは間違いないにしても、それは賃上げや価格転嫁に与える影響力は大きくない。また、原油安がまた再燃しそうなときに、マイナス金利政策だけでインフレ予想を高められそうにないから、円安予想が後退して、為替が円高に振れてしまう。

## アベノミクスへの期待感を燃やせ

アベノミクスが日本経済を活性化するという期待感は、段々と色褪せてしまった。その理由は、特に円安を通じた企業収益の拡大が、賃上げや設備投資につながるという「好循環」シナリオが描けそうにないことにある。今回も、労働組合と企業経営者の交渉はそれなりに成果を上げて、一部には中堅・中小企業への広がりがみられている。2014 年から 3 年連続の所定内給与の増加は、もはやデフレではないという意識を強めるものだろう。

しかし、日銀が掲げる消費者物価 2% の上昇率から比べると、賃上げ率はマイルドなものであり、需要面では設備投資の伸びがまだ低調である。ようやく設備投資に改善がみられたところで、2015 年度下期の企業収益は、円高リスクにさらされた。短観では、全規模・全産業の経常利益は、2015 年度は増益にはなっているが、製造業は下期に 10% 以上の下方修正を余儀なくされている。好循環の図式は描きにくくなった。

また、追加的な政策メニューにも疑問の声がある。今春からは、「年金生活者等支援臨時福祉給付



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」が実行されている。この政策は、2015年度補正予算で、65歳以上で、かつ住民税を課されていない低所得の高齢者約1,130万人向けに給付金を配布するものである。6月までに申請を行った人は、4月下旬頃から1人3万円の給付金を受け取れることになる。これで、弱い基調の個人消費が持続的に上向きに変わると考えているエコノミストはいないだろう。

報道されている政策メニューの中では、プレミアム付き商品券、使途を明示したクーポン券などが計画されているという。話題としては、低所得者の若者向けに給付金が支給されるということも言われていた。変形型の減税政策を打ったところで、どれだけ需要拡大が起こるのかは疑問である。インフレ予想を高めるということにはほとんど寄与しそうな政策しか登場しないところに問題がありそうだ。

また、伊勢志摩サミットが開催される前後に、消費税率を予定通り2017年4月に引き上げるかどうかを最終確認するというとも言われている。これも、目下の経済政策運営を不透明にしている。

### 日銀の追加緩和の予想

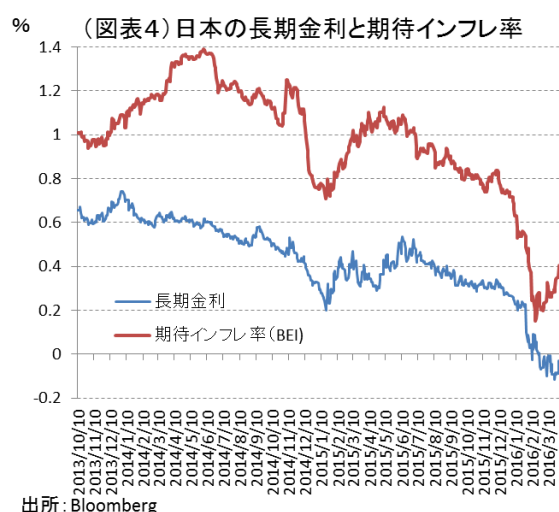
日銀にすれば、1月29日にマイナス金利政策を決定して、流れを円安に向わせたかったのであろうが、今、振り返ると物価上昇に寄与する役割はほとんどなかったと思える。年初からのドル安・円高の流れは、米利上げの要因が大きく、ドル安の流れに飲み込まれると日本からの政策発信はかき消されてしまった格好である。黒田総裁は、攻め手の側ではなく、実際は守勢に立たされているのが実情だ。4月27日夜にはFOMCがあり、翌日の28日が日銀の決定会合の2日目に当たる。ここで展望レポートも発表される予定である。日銀の追加緩和は、この会合で追加される可能性がある。

日銀は、3月短観でマイナス金利政策は多少なりとも实体经济に効果を及ぼしたことを評価しているだろう。また、債券利回りに表される期待インフレ率も、2月に入っていくらか上昇しているの、これを上昇へと持ち上げたいと考えるだろう。

今度は、マイナス金利幅を▲0.10%から▲0.20%へと拡大して、さらに長期国債の購入額を増やすことが予想される。量的拡大を推し進めることで、1月末とは異なる形式で緩和を強化したとアピールするだろう。

最後に、今後の為替予想を述べておくと、筆者は円高局面が長期化しないとみている。今後、4~6月にかけて、消費税の扱いが宙に浮いていて、日銀頼みになっている局面では、1ドルが105~110円で推移する可能性があるとする。しかし、米経済への自信回復によって、ドル安は一服していき、その後は為替のレンジが円安方向に切り下がっていくだろう。米労働需給の改善がインフレ予想につながっていくと、さらにドル高・円安が進んで年内115円/ドルまで戻るとみる。

日本の政策展開が分配政策から、成長重視に切り替われば、アベノミクスが求心力を取り戻すと期待する。日銀がマイナス金利にこだわらずに柔軟に追加緩和のメニューを検討することも、金融緩和効果を高めるのに有益である。



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。