

みずほマーケット・トピック(2014年12月9日)

今、敢えて考える円高リスク

日米欧三極の金融政策の現状を踏まえ、「2015年はドル高の年」という見通しがどうしてもコンセンサスになってくる。だが、市場参加者の大半が期待するシナリオは得てしてそうならないことが多い。そこで、今、敢えて円高リスクを考えるとすれば何が考えられるだろうか。列挙してみると、米国側の視点に立った時には①歴史的にFF利上げ直後にドルが急落してきたというアノマリーや②米国による牽制、③利上げによる米国経済の挫折、などが考えられる。このほか、日本側の視点に立った時には、④原油安を受けた交易条件の改善(これが示唆する円相場の均衡水準上昇)、⑤本邦政治からの円安牽制などは注視すべきだろう。また、⑥その他攪乱項(地政学リスクやエボラ出血熱等)も、海外投資家にとって「日本株買い&円売り」がワンセットの取引戦略になっている中で、リスクオフムードの強まりが「株売り&円買い戻し」に直結しやすいと考えられる。

～ドル/円は手仕舞い先行で下落に～

昨日のドル/円相場は騰勢一服の展開で一時120.20円まで下落している。ここもとの上昇に対する揺り戻しと見られるが、NYダウ平均や日経平均先物の下落も円売り持ち高の手仕舞いを誘った可能性がある。ドルが売られる中でユーロが値を戻しているが、今週11日に予定される第2回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の入札を見ないことには大きく買い進むことも躊躇されるだろう。入札があまりにも低調な結果に終われば、1月理事会への緩和期待が膨らむはずである。

～円安・ドル高を阻むものとは？～

昨日こそやや円高に戻ったものの、基調として円安であるとの見立てに異議を唱える向きは少数派である。来年の日米欧中銀を取り巻く状況に関しては、ドルが「金利のある世界」に戻る一方、円やユーロはその真逆にアクセルを踏むというあまりにも分かりやすい構図であり、必然的に「2015年はドル高の年」という見通しがどうしてもコンセンサスになってくる。だが、市場参加者の大半が期待するシナリオは得てしてそうならないことが多い、という一抹の不安もある。

そこで、今、敢えて円高リスクを考えるとすれば何が考えられるだろうか。列挙してみると、米国側の視点に立った時には①歴史的にFF利上げ直後にドルが急落し

円安・ドル高を阻むものは何か？

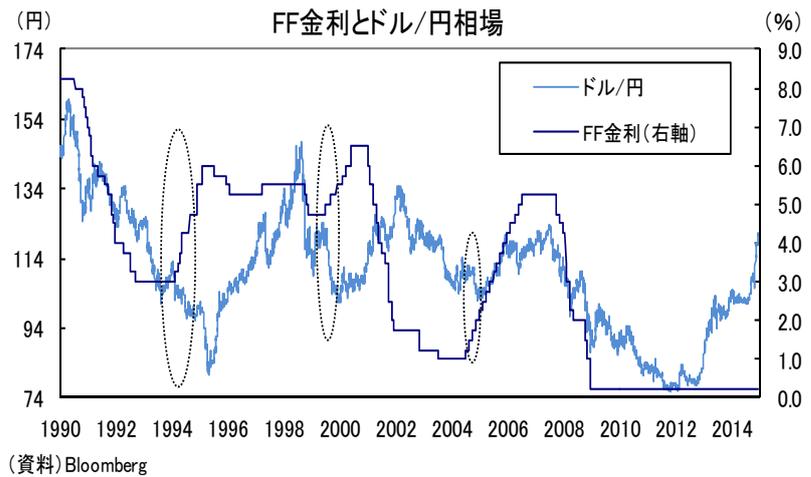
	リスク要因	備考
①	歴史的なアノマリー	歴史的にFF利上げ直後にドル急落してきた
②	米国による牽制	ドル高&原油安をFRBは懸念？
③	米経済の挫折	住宅市場への影響などから利上げがワンショットで終了等
④	日本の交易条件改善	原油安により交易条件は反転？
⑤	本邦政治による牽制	通貨政策としての円安が揺らいでいる。
⑥	その他	地政学リスクやエボラ出血熱等

(資料)筆者作成

てきたというアノマリーや②米国による牽制、③利上げによる米国経済の挫折、などが考えられる。一方、日本側の視点に立った場合として、④原油安を受けた交易条件の改善(これが示唆する円相場の均衡水準上昇)、⑤本邦政治からの円安牽制などは注視すべきだろう。また、⑥その他攪乱項(地政学リスクやエボラ出血熱等)も、海外投資家にとって「日本株買い&円売り」がワンセットの取引戦略になっている中で、リスクオフムードの強まりが「株売り&円買い戻し」に直結しやすいと考えられる。

～FF 利上げ直後にドル暴落？～

このうち①については本欄でも何度か議論した通りであり、過去 FF 金利の引き上げがスタートする直後にドル相場が暴落することはあった。この背景としては諸説ある。例えば、不況の局面では米国債を対象とする対米証券投資が増加するため、利上げと共に米国債の価格下落が嫌気され、「米国債売却→ドル売り」というフローが活気づきという指摘は相応に説得力

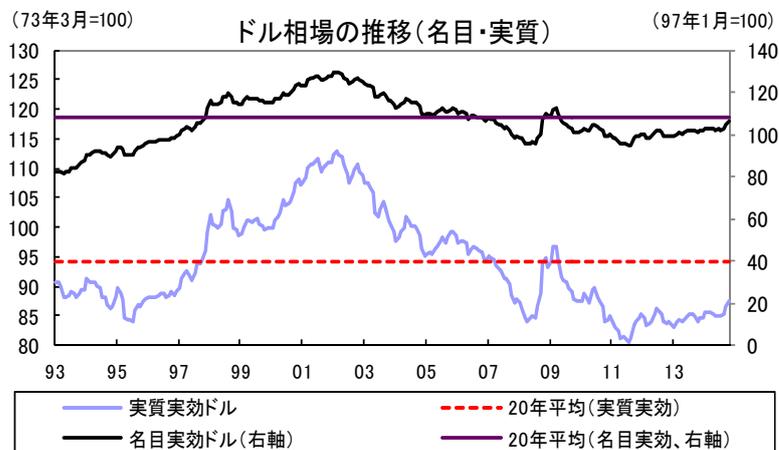


(資料) Bloomberg

がある。また、過去 FRB が利上げに踏み切る局面では往々にして新興・資源国通貨が複数回利上げをしている状態となっていたことから、FF 利上げ前後のタイミングが最もドルキャリー取引が盛り上がる傾向にあったという指摘もある。但し、米国一強でドル独歩高の傾向が強い現状を踏まえれば、この理由は少なくとも今回は当て嵌まりにくいと思われる。なお、理屈を抜きにしても「噂で買って、事実で売る」は相場の常であり、利上げ直前までドル買いが盛り上がって、その後に反落というのは如何にもありそうな展開ではある。

～ドル高懸念は尚早だが・・・～

なお、②と③は類似の論点である。今のところ②に関しては大きな不安は無いように思える。今年10月の米為替政策報告書において米財務省はどちらかと言えばドル高容認のメッセージを滲ませており、米国の通貨政策としてドル高を懸念しているという様子は見て取れない。実際、名目実効ドル相場は漸く長期(20年)平均に到達したものの、実質実効ドル相場はこれに遠く及ばないのが



(資料) FRB、Broadベース

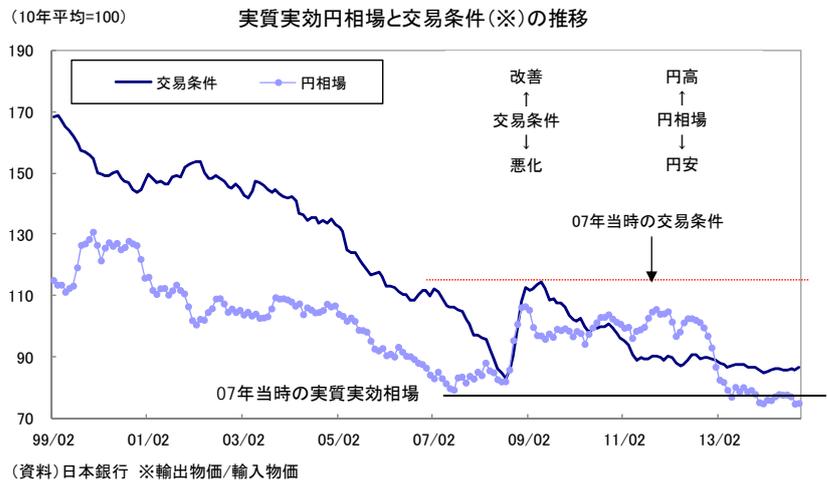
現状であり、ドル相場水準に割高感はさほど感じられない(前頁図)。

もちろん、足許の原油安とドル高が相俟って現実のインフレ率が押し下げられ、FRB の正常化プロセスが遅延するというリスクはある。しかし、最近の FRB 高官の言動¹を踏まえる限り、原油安は実体経済にポジティブであり、それゆえに緩和継続を正当化する理由には成り得ないとの意図が透けて見える。この点、日銀とは決定的に異なる。なお、③に関しては現実には利上げに踏み切った後に金利感応度の高そうな住宅関連指標が悪化してくるようなケースが想定され、可能性はゼロとは言えない。むしろ、これだけ低インフレの環境下で何故わざわざ正常化をしなければならないのか、さほど納得的な理由は提示されていないという印象を筆者は抱いている。利上げがワンショットで終わってしまえば、ドル売り・円買いを促す展開は必至である。

～横這いに転じつつある交易条件～

上記米国に絡む①～③の要因は比較的市場でもウォッチされているリスクだが、ことドル/円相場を見る上では日本側のリスクを見ることも必要である。

まず、長期的な視点に立てば、④は留意しておきたい論点である。本欄では日本の交易条件悪化が実質実効円相場の均衡水準下落を示唆している可能性を重視してきたが、最近の原油安を受けて輸入物価の上昇が落ち着き、円安を反映して輸出物価がやや上昇し始めている。その結果、これまで悪化の一途を辿ってきた交易条件は横這いに転じており、理論上は円安が小康状態に入る可能性



も示唆されている。もちろん、原油安は消費者物価指数(CPI)の下落を促すものであり、ハロウィン緩和との整合性を優先するのであれば、今後の追加緩和を予見させる兆候となる。だが、本日の日本経済新聞朝刊『経済教室』で斎藤誠・一橋大学教授が「経済全体の文脈から離れた CPI インフレ率の上昇が経済学的な意味をまったく持たないことにも早く気付くべき」と述べているように、そもそも CPI の上昇を追求することに本質的な意味があるわけではない(あるとすれば GDP デフレーターの方である)。交易条件改善の恩恵を素直に享受することで、理論的に示唆される円相場水準は今よりも高いものになるだろうし、国民経済の実質所得も改善することになる。

～2015 年最大の見どころの 1 つ～

なお、⑤も本欄で執拗に指摘している論点だが、2015 年のどこかで通貨政策(政府)と金融政策(日銀)の「捻じれ」が修正される可能性はあって、その一環として政府から円安牽制発言が出てく

¹ 例えば 12 月 1 日にはフィッシャーFRB 副議長が「原油価格の下落がインフレに及ぼす影響は一時的。あまり懸念していない。」と発言しているほか、ハト派であるダドリー・ニューヨーク連銀総裁も同日、「エネルギー価格の下落は家計の実質所得の大きな伸びにつながるほか、消費支出を力強く喚起するはずだ」と発言している(ブルームバーグより)。

ることは必然的に想定し得る。現状、「円安からやや距離を取る政府」と「円安追求に余念が無い日銀」という構図にあって、今のところは政府が日銀の量的・質的金融緩和(QQE)を許容しながら、副作用に関しては円安対策で応急手当するというで凌いでいる。ゆえに、「政府が日銀と歩調を合わせている」のが現状かと思受けられる。

しかし、例えば来年2月16日公表の10～12月期GDP(1次速報値)が7～9月GDPのように想定外の悪化となった場合、政府はQQEの維持・強化を容認し続けることができるのだろうか。4月の統一地方選挙で思ったほどの戦果を上げられなかったら流石に実質所得の悪化と真摯に向き合わざるを得ないのではないか。何より、原油価格が再び上昇に転じたらどうするのだろうか。実質賃金悪化が円安経由の輸入物価上昇に起因していることを踏まえれば、問題意識を強めた政府はまず円安ペースの減速を考えるだろう。その際、原油が下がったから追加緩和で円安・物価上昇というハロウィーン緩和のロジックはやはり根本から変わらざるを得ないように思われる。リスク要因⑤は2015年で最大の見どころの1つである。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。