

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 3 日)

今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味

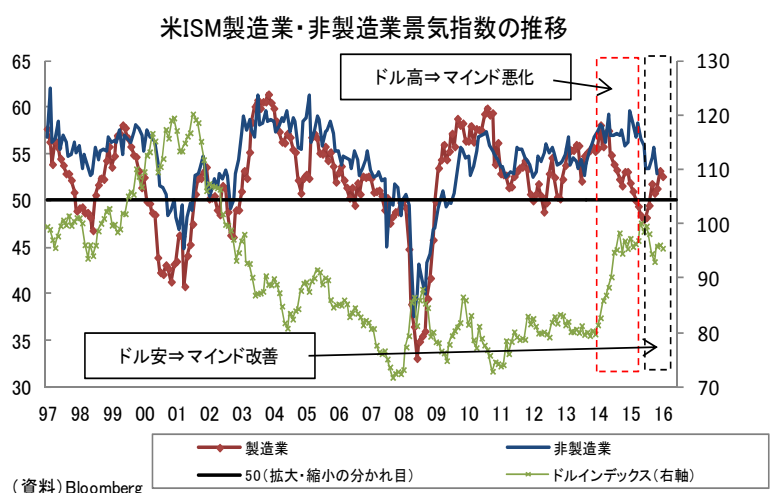
「米利上げ→ドル高」という相場の読みが無理筋であることを改めて確認しておきたい。過去 2 年における米国のソフト・ハードデータはやはりドル高に大きな影響を受けてきた疑いが強い。また、昨年来の動向を踏まえる限り、FRB が利上げをして、ドル高を煽ることは中国の通貨・金融政策、同国経済を混乱させる要因と考えられ、ひいては国際経済にも負の影響をもたらす。ラフに言えば、「ドル高は誰も幸せにしない」というのが筆者の現状認識。世界経済の停滞が懸念されている状況下、世界の資本コストを規定する FF 金利を引き上げる行為が基軸通貨国として適切な選択肢なのかという問題意識は重要。目先の相場展開に振らされることなく、利上げやその後のドル高によって米国及び世界がどのような展開を強いられるのかまで視野を拡げて、為替相場見通しを検討していきたい。重要なことは利上げの「有無」ではなくそれがもたらす「結果」である。

～100 円割れ定着へ向けて～

昨日の為替相場はドル売り優勢の展開となった。米 7 月自動車販売台数の失望的な結果や、今週に入ってから下げ足を強めている原油価格などが嫌気される中、米株が急落している。こうした状況下、為替相場ではリスク回避ムードが強まる中で円買いが加速しており、一時 100.68 円と 7 月 11 日ぶりの安値をつける展開が見られている。『中期為替相場見通し』では 7～9 月期の 100 円割れ定着を見込んでいるが、相場は概ねそのシナリオに沿って動いているように見える。

～ドル高は誰も幸せにしない～

再び不穏な空気が漂い始めている中、今一度、「米利上げ→ドル高」という相場の読みが無理筋であることを確認しておきたい。今週 1 日に公表された米 7 月 ISM 製造業景気指数は 52.6 と市場予想の中心(53.0)を下回り、前月からやや下振れたものの、今年 3 月以降、5 か月連続で景気の拡大・縮小の分かれ目となる 50 を上回っている。こうした点を捉えて、「利上げに起因するドル高に屈せず、FRB は正常化プロセスを進められる」との見方も目にする。しかし、図示されるように、過去 2 年の ISM 製造業景気指数の推移は明らかにドル相場の動向と相関がある。同指数が 2014 年夏場頃を境として悪化し始め、昨年 12 月に 48.0 と 2009 年 6 月以来の低水準をつけたのは、利上げ期待(及び実際の利上げ)を受



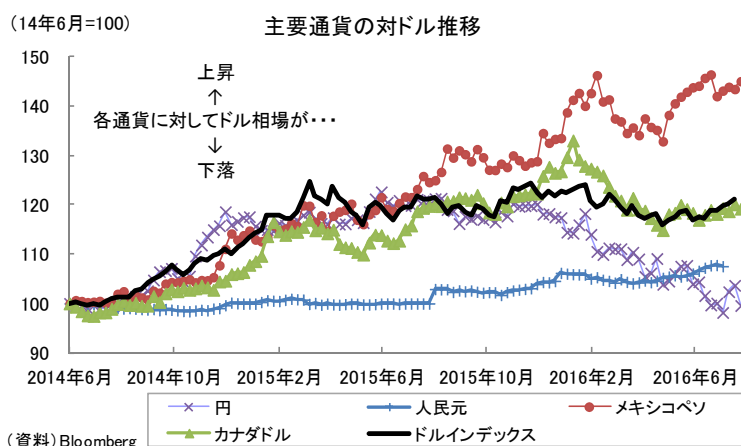
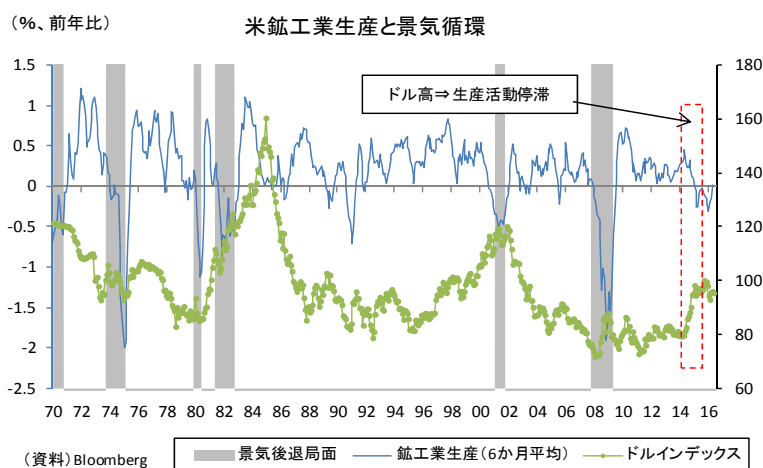
過去 2 年の ISM 製造業景気指数の推移は明らかにドル相場の動向と相関がある。同指数が 2014 年夏場頃を境として悪化し始め、昨年 12 月に 48.0 と 2009 年 6 月以来の低水準をつけたのは、利上げ期待(及び実際の利上げ)を受

けてドル相場の騰勢が絶頂に達していたことと無関係ではない。一方、今年3月からISM製造業景気指数が反転上昇しているのはドル相場が反転下落したことと無関係ではないのだろう。なお、この点も繰り返し述べてきたが、米国が利上げによりドル高を追求すれば、資本流出を抑止するために中国は人民元買い・ドル売り介入という、やりたくもない通貨高方向の調整で付き合わなければならない。しかしある日、我慢できなくなって突然大幅な通貨切り下げを決断し、景気の浮揚を図ろうとするのである。そうした動きを受けて国際金融市場がどのような反応を示すかは、今さら言うまでもないだろう。また、そうした「やりたくもない調整」の結果として外貨準備を急減させてきたことも周知の通りである。FRBが利上げをして、ドル高を煽ることは中国の通貨・金融政策、同国経済ひいては国際経済に負の影響をもたらす。ラフに言えば、「ドル高は誰も幸せにしない」というのが筆者の現状認識である。また、今朝の日本経済新聞朝刊が報じているように中国は資本規制の度合いを強めている。これは①「安定した為替相場」、②「独立した金融政策」、③「自由な資本移動」の3つに関し、①及び②を確保する代償として③をある程度放棄し始めていることを意味する。中国とて「国際金融のトリレンマ」から逃れる術はないことは、過去の本欄でも論じた通りである。

～生産・輸出動向を押さえるドル高～

こうしたドル高と米実体経済の関係性は上述のようなソフトデータだけではなくハードデータにも見て取れる。例えば、景気循環と密接な関係がある鉱工業生産とドル相場の動きを重ね合わせて見ると、やはり生産活動が停滞する時にはドル相場が上昇していることが歴史的にも多いし、これは昨年も同様だった。

上述したようなソフトデータの悪化は、こうしたハードデータの悪化と平仄が合うものである。なお、生産活動は輸出動向と密接に関係してくるが、この点はカナダドルやメキシコペソといった北米自由貿易協定（NAFTA）通貨に対するドル相場の動きを見ることが重要になる（米国の世界向け輸出の30%以上がこの2か国向けである）。この点、カナダドルは今年に入ってから相応の調整が進んだように見えるものの、依然ドルの下落余地は残されているように見える。片や、メキシコペソに対するドルの騰勢は強まるばかりであり、米国の政治・経済的にこれを許容し続けるのかどうかは注目したいところである。少なくとも現時点のドル相場の水準が一段と加速して上伸していくには、企業の生産活動が堅調を維持し、政治的にも配慮が不要

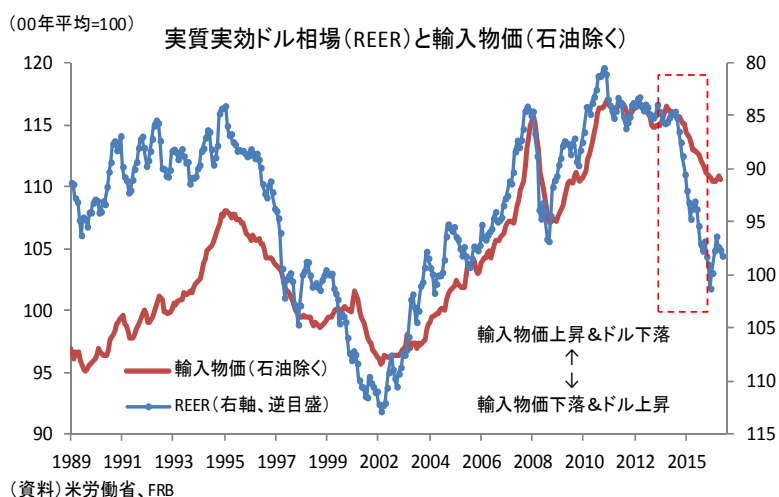


という状況が必要になるだろう。そのためには雇用統計で良い結果を出し続ける必要があるが、昨年来、非農業部門雇用者数(NFP)変化は基調的に低下しており、芳しい状況とは言えない。

～利上げのもたらす「結果」が重要～

世界で金利が消滅している状況下、FRB が他の中央銀行に先駆けて「孤高の正常化」を進めれば、ドル全面高になるのは必然である。そのドル高に関し、「米国における製造業の割合は小さいから大丈夫」といった反論も見聞きするが、楽観的過ぎるだろう。前頁の鉱工業生産の図を見ても分かるように、往々にして企業の生産活動が停滞している時に景気後退局面は訪れるものである。米国に限らず先進国はすべからず製造業の割合が非製造業のそれに比べて小さいはずだが、それでも皆、通貨安を希求して止まない現実がある。それは製造業を起点として景気循環が回るという事実が少なからずあるからだだろう。今年3月、ブレイナードFRB理事は「過去1年半における通貨上昇の影響や株価や長期金利の変化を勘案すれば、米国はFF金利にして75bps相当の金融状況の引き締めを経験した」と述べたが、筆者も同程度のショックを見込むべきではないかと考える。

物価面で言えば、ドルの実質実効為替相場(REER)が高止まりすることによって、米国の輸入物価が押し下げられてきたという現実もある(図)。元より物価が目標とする2%には及ばないという現状に照らせば、FRBのデュアルマンド(2つの責務:①雇用最大化、②物価の安定)に照らして、利上げのもたらす通貨高の影響を真摯に検討すべきようにも思われる。且下、世界経済の停滞が懸念されてい



る状況下、世界の資本コストを規定するFF金利を引き上げる行為がそもそも基軸通貨国として適切な選択肢なのかという問題意識は重要である。もたらす影響力の大きさに鑑みれば、FRBは普通の中央銀行のように国内情勢だけを見ていれば良いという話にはならない。

本欄では「ドル高の罠」として執拗に強調してきたが、FRBはドル安が進んで各種計数が安定してくると安心してタカ派な情報発信をするきらいがある。だが、それは「喉元過ぎれば熱さ忘れる」を地で行っているに過ぎない。仮に、足許から再びタカ派色を強めて、ドル高相場になれば、結局、また昨年と同じことが起きる可能性が高い。目先の相場展開に振らされることなく、利上げやその後のドル高によって米国及び世界がどのような展開を強いられるのかまで視野を拡げて、為替見通しを検討していきたい。重要なことは利上げの「有無」ではなく、それがもたらす「結果」である。

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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「本」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諸観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序の(orderly)」について～結局はドル高が辛くなくなったか～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇 & 円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	取えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のディスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)