

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2013年8月16日)

ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ

要約

ドル/円は5月にピークを付けたあと上値の重い展開が続いているが、米景気が現在のペースで回復を続け、9月であれ10月であれFOMCで資産購入ペース縮小が開始される場合には、ドル/円は米日実質金利差主導で再び105円に向かう可能性が高いだろう。年末までのイベントリスクとして、米国サイドでは議会における財政関連審議およびBernanke・FRB議長後任人事、本邦サイドでは来年4月からの消費税実施如何に関する決定があるが、ドル/円相場の上昇基調を崩す決定打とはならないだろう。

名目金利差との連動性が崩れる

ドル/円は5月22日に103.74円のピークを付けたあと、日米株安と共に6月13日に93.79円へ10円程度も調整した。その後は株価持ち直しと米長期債利回りの続伸の中で反発したものの直近高値は超えられず、むしろ徐々に上値が切り下がる中で現在は97円台で推移している。昨年11月に安倍政権となって以降、ドル/円相場は日経平均との連動性が非常に高い状況が続いた。安倍政権下での日銀の金融緩和積極化期待が円安圧力となり、円安が株価を押し上げ、因果関係としては為替→株価だった。また、3月までは米景気の相対的堅調と資産購入ペース縮小期待も米金利上昇とドル高に繋がったことから、ドル/円は日米金利差拡大とも歩調を合わせていた(図1、図2参照)。但し、実際に日銀が異次元緩和を打ち出した4月以降は、日米金利差とドル/円の相関性は崩れ、日々ドル/円を取引する市場参加者にとって唯一の羅針盤は日経平均となってしまっている。

図1：ドル/円と日経平均

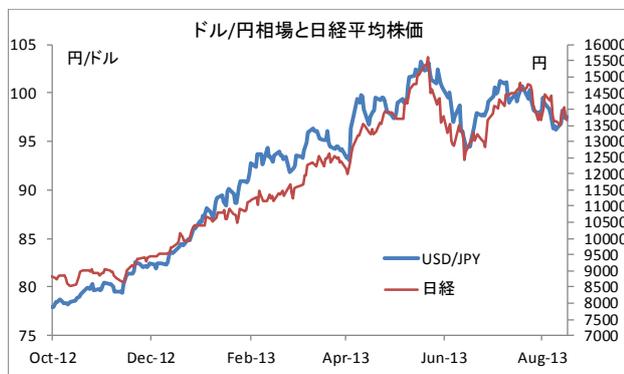
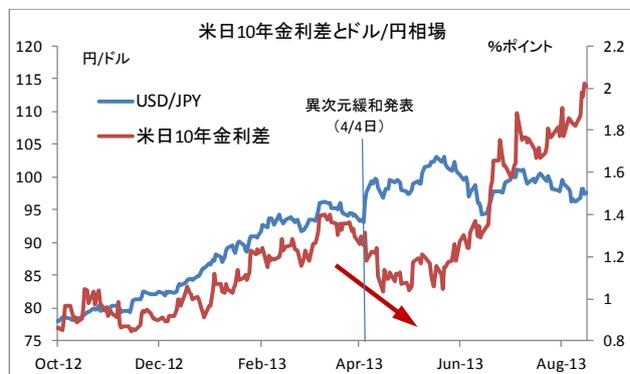


図2：ドル/円と米日名目金利差（10年）



但し米日実質金利差は有用なガイダンスに

但し、日米の金融政策や景気・インフレ見通しに関する情報をより多く含んでいる米日実質金利差は、日経平均ほどではないにせよ米日名目金利差よりはドル/円の動きをうまく説明してきた。例えば、今年4月に黒田新総裁の下で打ち出された異次元緩和後には、米国金利よりも本邦金利の方が大きく上昇したことから名目金利差は縮小したにも拘らずドル/円は上昇を続けた(図2)。この間、今年1月末頃から上昇基調にあった期待インフレ率(インフレ連動債から抽出、5年)は異次元緩和後のインフレ期待の高まりを受けて上昇を続けたことから(図3、4)、日本の実質金利(名目金利マイナス期待インフレ率)は低下に向かい、結果として米日実質金利差は名目金利差とは逆に拡大に向かい、ドル高円安圧力となった(図5、6)。

今後についても、米国の実質金利は、米景気回復継続と Fed の資産購入ペース縮小開始・継続を受けた名目金利の上昇と期待インフレ率は実勢インフレ率の低迷を受けた横這い見通しの中で上昇する可能性が高い一方で、本邦の実質金利は日銀の異次元緩和継続（追加緩和発表は少なくとも日銀の国債購入によるベースマネー拡大は続く）により横這いか低下傾向および期待インフレ率の上昇継続見通しの下で低下する可能性が高いことから、米日実質金利差は拡大方向が続く可能性が高い。既に現在の実質金利差水準で 105-110 円程度へ上昇してもおかしくない中で、更なる拡大は少なくとも 5 月の直近高値を超える 105 円までのドル/円相場のキャッチアップに繋がってもおかしくはないだろう。

図 3：日米の 5 年物名目金利

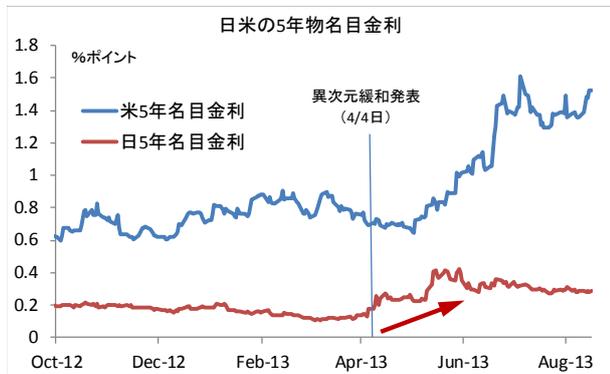


図 4：日米の 5 年物期待インフレ率

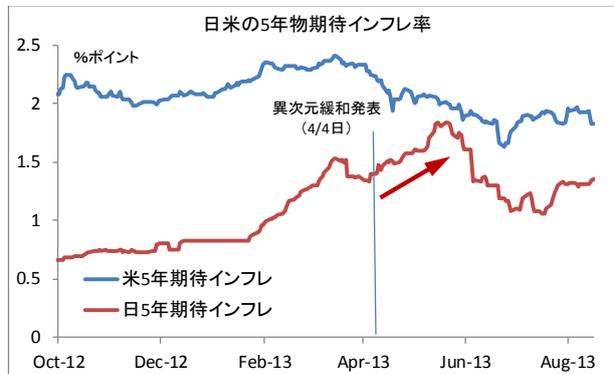
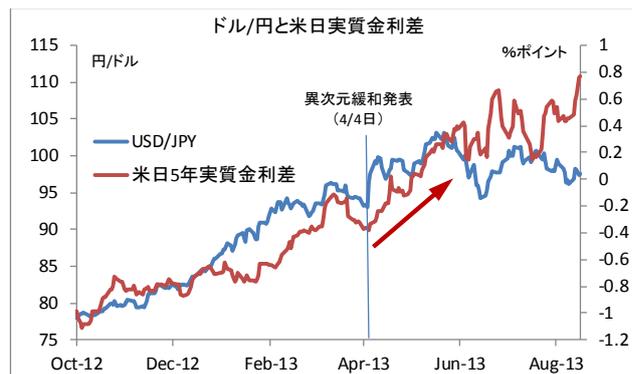


図 5：日米の 5 年物実質金利



図 6：ドル/円と米日実質金利差（5 年）



資産購入プログラム縮小に関するシナリオ

最近の各種調査によれば、市場では既に 9 月 17-18 日の FOMC で資産購入ペース縮小開始が 50%以上織り込まれており、来年半ば（6 月 17-18 日会合）に資産購入が終了すると見込まれている模様だ。とすると、以下の表 1 にある通り、今後毎回の FOMC 会合で 100 億ドルずつ縮小してゆく場合だと縮小が終了するのは来年 7 月か 9 月会合ということになるため、市場では 100-150 億ドルペースの縮小が想定されていることになる。9 月開始が 100%織り込まれている訳ではないことを踏まえると、実際に 9 月 FOMC で縮小が開始される場合には、50 億ドルずつなどの小刻みな縮小でない限り、米中長期債利回り上昇とドル高に繋がる可能性が高い。他方、9 月に開始されない場合にも相当程度のサプライズとなるため、株価にとってはプラスとなる一方、米中長期債利回りとドルにとっては下押し要因となるだろう。とはいえ、米景気の回復が続く限り、これまでの Fed 高官のコミュニケーションをみれば遅かれ早かれ資産購入ペース縮小は開始されるとみられ、9 月か 10 月かという選択はドル上昇の方向性に持続的な影響はもたらさないだろう。

なお、FOMC の資産購入縮小のペースやタイミングに影響を与える可能性があるイベントとして、米議会における財政関連審議（債務上限引き上げ、来年度予算）がある。Lew 米財務長官は債務上限引き上げが行われない場合、レイバーデー（9 月 2 日）以後いずれかのタイミングで財政資金が枯渇すると発言、一方で市場では 10 月か 11 月中に上限に達するとみられている模様で、また来年度予算の合意期限も 10 月 1 日となっており、丁度 FOMC の資産購入ペース縮小如何のタイミングと重なる。とはいえ、2011 年の債務上限引き上げの遅れを受けた米国のソブリン格下げの経験や消費者、企業心理と実体経済への悪影響を考慮すれば、実際に米国のデフォルトや政府機関閉鎖に至るとみる向きは少なく、これまでのように何らかの妥協が議会の民主党、共和党の間でなされる可能性が高く、結果的に金融政策には大きな影響を及ぼさないだろう。

表 1： 今後の米 FOMC 会合における資産購入ペース縮小のシミュレーション

	現在	今年			来年					
		9月17-18日	10月29-30日	12月17-18日	1月28-29日	3月18-19日	4月29-30日	6月17-18日	7月29-30日	9月16-17日
縮小ペース①		-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-100億ドル	-50億ドル
月間資産購入額	850億ドル	750億ドル	650億ドル	550億ドル	450億ドル	350億ドル	250億ドル	150億ドル	50億ドル	ゼロ
縮小ペース②		-150億ドル	-150億ドル	-150億ドル	-150億ドル	-150億ドル	-100億ドル			
月間資産購入額	850億ドル	700億ドル	550億ドル	400億ドル	250億ドル	100億ドル	ゼロ			
縮小ペース③		-200億ドル	-200億ドル	-200億ドル	-200億ドル	-50億ドル				
月間資産購入額	850億ドル	650億ドル	450億ドル	250億ドル	50億ドル	ゼロ				

Bernanke 議長後任人事への反応はあっても一過性に

もう一つの重大イベントとして来年 1 月末に任期満了を向かえ再再任の可能性はほぼなくなったとされる Bernanke・FRB 議長の後任人事がある。現時点では Yellen 副議長と Summers 元財務長官が最有力候補として挙げられており、Kohn 元副議長や Geithner 元財務長官を有望と見る向きは相対的に少ない。政治的決定の側面が強く現時点でどちらが可能性が高いのか評価するのは難しいが、Yellen 副議長は Bernanke 議長と同等かそれ以上にハト派的とみられており、現在の金融政策スタンスが継続される可能性が高い一方、Summers 元財務長官は量的緩和の効果に懐疑的で金融政策よりも財政政策を重視する傾向があるとされていることから、相対的にタカ派と捉えられるだろう。Obama 大統領は今秋にも決定するとしているが、イニシャルリアクションとして Yellen 副議長選出の場合には米金利低下とドル安、Summers 元財務長官選出の場合には逆に米金利上昇とドル高という反応になるだろう。とはいえ、議長一人で金融政策が直ちに大きく変わる訳ではなく、両者いずれでも結果的に同様の金融政策スタンスを取る可能性も高く、当初の反応はあくまで一時的なものに留まるだろう。

消費増税実施決定とドル/円の関係は複雑

本邦の消費増税実施如何も、今秋中に決定が下される見込みとなっている。通常、円相場は財政問題の影響を受けにくく、かつ市場では既に増税実施は織り込まれておりドル/円相場の波乱材料になるとは考え難い。とはいえ、ドル/円と株価との連動性の高さという観点からみると、消費増税が景気・株価にとってマイナスと受け止められる場合には、株安が円高に繋がる可能性がある。但し、消費増税は便乗値上げもあってインフレ期待の高まりに繋がりが易く、本邦実質金利の低下要因であるほか、政府の財政健全化姿勢と来年 4-6 月期以降の増税後の景気悪化は追加緩和による日銀からの金融政策面での支援も行われ易く、いずれも将来の円安圧力を生む面もあり、一方向の円高にはならないだろう。

他方、増税見送りという決定がなされる場合、景気にとっては下支え要因であることから株価が上昇する場合には円安に繋がる可能性がある。他方、安倍政権の改革路線後退と受け止められる場合には、海外投資家の対日株式投資資金の引揚げが、株安・円安に繋がる可能性もある。但し、消費増税はアベノミクスの 3 本柱（金融政策、公共投資、成長戦略）には含まれておらず、IMF を含め国際社会ではユーロ圏の経験を踏まえ景気回復が脆弱な状況での財政緊縮への慎重姿勢も高まっており、「日本売り」にもなりにくいだろう。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。