

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11 月 9 日)

JPY：限界を試す

<要約>

日米当局はドル高円安をもたらすことを分かったうえで確信犯的に金融政策スタンスを決定している。こうした中、ドル高円安が日米景気やインフレ率に著しい悪影響を与えるまでは、金融政策の転換やドル売り円買い介入などの抜本的なドル高円安阻止策は取られない可能性が高い。市場は日米経済と日米当局の限界を試すべくドル買い円売りを続けるとみられ、前回のドル売り円買い介入水準である 125～130 円程度まではオーバーシュートしそうだ。

パーフェクトストームに便乗

10 月 29 日の米 FOMC の予想外のタカ派化に殆ど間髪入れず、日銀が 10 月 31 日に追加緩和を決定したことで、ドル/円は 109 円台から一気に 115 円台乗せとなった。11 月 7 日発表の米雇用統計は予想比僅かにしか下振れなかったにも拘らず、114 円丁度手前まで 1 円程度と大きく反落した動きをみると、かなりポジションがドル買い円売り方向に大きく傾いていることを示唆している。

もっとも、米国の景気回復継続と米 FOMC の利上げに向けたタカ派化姿勢を背景とするドル高と、消費増税後の景気回復が不明確で、早めの追加緩和を決定する日銀のハト派姿勢の強まりを背景とする円安、更に公的年金による巨額の資金を用いた円売りなど、ファンダメンタルズと需給要因の両方が主要通貨の中でも最も明確なドル/円の上昇シグナルを発している。こうした中、市場では来年にも 120 円達成との見方が増えてきている（当社は現時点で来年央に 120 円を予想）。こうした状況では、世界の投機資金が集中し、ドル/円がオーバーシュート気味に、当社や市場の予想を上回るピッチで上昇を続ける可能性が高まっている（11 月 2 日付当社週次レポート「JPY：パーフェクトストーム」も参照）。

閾値を探る

では今後の更なるドル高・円安によってどのようなことが起きたら、日米当局が耐えられなくなり、抜本的な対抗策を取るだろうか。ドル高・円安の日米経済への悪影響を簡単に纏めたのが図表 1 だ。

本邦サイドで重要なのは、やはり円安による物価上昇に賃金上昇が追いつかず、実質的な購買力が低下し、消費が悪化し GDP 成長率が押し下げられることだ。円安によるマイナス効果の方がプラス効果よりも大きいことが明らかとなる場合には、円安をもたらす政策（金融緩和、GPIF による外国資産投資増加）は修正せざるを得なくなる。

米国サイドでドル高が最も大きなマイナスの影響を及ぼし易いとみられるのはインフレ下押し効果だ。現在既に+1.5%で推移し、FOMC の目標である+2.0%を下回る状況が続いている中で、+1.0%に近づくと、通常世界の中銀が設定する目標水準±1%というバンドの下限に近づくほか、+1%割れはユーロ圏と同様にデフレ懸念を強めることにもなる。但し、ドル/円上昇の日米経済への影響を考える際に重要なのは、ドル/円相場の相対的重要性が日米両国で異なることだ。日本から見れば、米国は第 2 の貿易相手国で、感覚的にも為替相場といえばドル/円で、メディア、政治家の認知バイアスもドル/円に偏っており、最重要通貨ペアと言ってもいいだろう。他方で、米国から見れば日本は貿易相手国という意味では中国、ユーロ圏、メキシコ、カナダに次ぐ第 5 位に過ぎず、ドル/円がドル全体を押し上げるのならともかく、対円でドル独歩高となっても、米国にとって最大の関心事という訳ではない。かつ米国の場合貿易取引の米ドル建て比率が多いとされ、輸出入価格やインフレの面で為替変動の影響がすぐには出にくいという面がある。

逆に言えば、こうした状況になるまでは、日米当局も抜本的なドル高円安対策を取るとは考えられない。しかも、こうしたドル高円安の悪影響が経済統計に現れてくるのは早くて半年後だろう。それまでは、日米当局の

政策面で意図的な、明確な上昇方向が示されているドル/円を買う動きが続きそうだ。言い換えれば、日米当局に現在の政策の方向転換を迫る「催促相場」が高じて、オーバーシュートを引き起こすことになりそうだ。

図表 1：ドル高、円安の日米経済への悪影響

	日本/円安	米国/ドル高
景気	✓ 円安と輸入インフレを主因として一般物価が大きく上昇し、名目賃金上昇率をインフレ率が上回り、景気悪化要因となる（実質賃金のマイナス化）。 ✓ 円安でも貿易赤字が縮小せず、消費下押しが GDP 成長率全体を押し下げる（円安のプラス効果よりマイナス効果が大）	✓ ドル高により輸出が減少、輸入が拡大し貿易赤字が更に拡大、GDP 成長率を押し下げ。
インフレ	✓ 円安による輸入インフレ上昇を主因として一般物価が大きく上昇し、コア CPI 前年比（消費増税除くベース）が日銀のターゲットである +2% を大きく上回る（+3% が許容範囲？）	✓ ドル高による輸入インフレ低下を主因として一般物価が大きく低下し、コア PCE デフレーター前年比が FOMC の目標である 2% を更に下回る（現在 +1.5%。許容範囲は +1.0% まで？）
資本フロー	✓ 円安による円建て資産価値の目減りを嫌気し、海外投資家が日本の株式、不動産や債券などの売却に動く（「日本売り」） ✓ （但し債券や株式については既に円売りヘッジが行われている可能性も） ✓ （日本は対外純債権国であるため円安による対外債務支払い困難化が大問題とはなりにくい。外準も潤沢）	✓ ドル高により悪影響を受ける米企業の株価下落により、米株価指数全体が押し下げられる ✓ （但し、ドル高が著しい景気悪化を引き起こさない限り、ドル高と米金利の上昇は対米資本流入をもたらす。これはむしろ米国にとって歓迎される動き）

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

政策対応？

では、ドル/円の大幅上昇が日米当局にとって不都合なものとなった場合の政策対応としてはどのようなものが考えられるだろうか。真っ先に思い浮かぶのはドル売り円買い介入だが、介入は当局の意図を行動で伝えるものではあるものの、金融政策と整合的でないと効果が持続的ではなくなってしまう。即ち、円買い介入の効果を高めるには、円買い介入と同じ方向性である、米国が再びハト派化することや、日銀が量的緩和を縮小する必要があるが、そうした状況は当面想定しづらい。むしろ日米はドル高円安をもたらす政策を採ったばかりだ。このため、米国が利上げに向かい、日銀が追加緩和をしている状況でドル売り円買い介入が行われたとしても、効果は一時的となってしまうだろう。

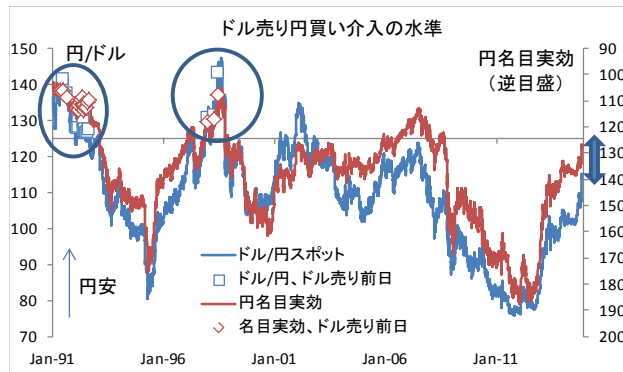
日本にとって、円売り介入と円買い介入の根本的な違いは、円売りは究極的には無制限に可能な一方、円買いは外貨準備の規模が上限となる点だ。円高阻止の円売り介入は、巨額介入を繰り返すことができたが、巨額円買い介入は開始した途端に限界が見えるため（現在約 144 兆円の外貨準備に対して、1 日で前回 2011 年 10 月 31 日と同規模の 8 兆円の介入を行うと、18 日で底をつく計算）、むしろ円の売り仕掛けを助長するリスクを高める。

因みに、介入には複数の段階があり、①口先介入（「急激な変動は望ましくない」など）、②レートチェック（日銀が介入取引相手の金融機関に対して、介入するかのように取引価格提示を要求するが、取引はしない）、③単独介入、④海外中銀への委託介入、⑤協調介入、の順に当局の意図が強いことを示す。前回のドル売り円買い局面（1997 年 12 月～1998 年 6 月）では、実弾介入に先立ち口先介入が頻繁に行われた後、単独介入が断続的に行われ、1998 年 6 月には日米協調のドル売り円買い介入も行われたが、それでもドル高円安基調を変えることはできなかった。

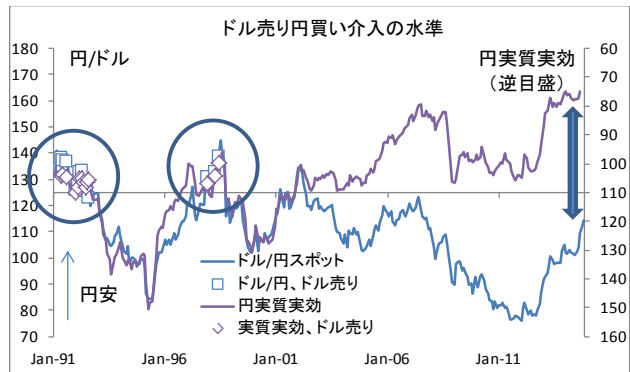
過去（介入データが入手可能な 1991 年以降）の円買い介入時の水準を、ドル/円相場および実効相場で確認してみると（図表 2）、ドル/円相場では 125 円を超えてから実弾のドル売り円買い介入が実施されており（図表）、現在と比べると 10 円程度の「のりしろ」がある。対ドルだけでなく対ユーロその他主要貿易相手国の通貨も加味した名目実効相場でみると、実は現水準はもう少し前回介入水準に近く、あと 7% 円安になると同水準に達することになる。とは言え、これは貿易加重平均での議論であるため、他のクロス円で円安が進行しなければ、ドル/円で 7% 以上円安となっても貿易加重平均ベースでは前回の介入水準に達しない。

因みに、インフレ率で調整し実質的な価値を算出した実質実効相場の方が、長期的な為替水準の是非を評価するために広く用いられているが、これで見ると現水準（直近は9月分、足許は更に円安水準となっている公算）は前回の円買い介入発動水準よりも大幅な円安となっている（図表3）。おり、日本の世論および政府は、実質ではなく名目水準で円高・円安を評価し行動している可能性が高いことが示唆されている。

図表2：ドル売り円買い介入の水準（名目実効）



図表3：ドル売り円買い介入の水準（実質実効）



（出所）トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧（14 年分）
円	「JPY：パーフェクトストーム」（14 年 11 月 2 日） 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」（14 年 9 月 21 日） 「円安牽制：敵は己の内にあり？」（14 年 9 月 13 日） 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」（14 年 9 月 8 日） 「円：GPIF パラドックス」（14 年 8 月 10 日） 「円高に対する生命保険」（14 年 5 月 2 日） 「円：TPP に絡む円売りは後退へ」（14 年 4 月 25 日） 「円：GPIF の失望リスク」（14 年 4 月 5 日） 「円と日銀：「黒」から「白」へ」（14 年 2 月 7 日） 「M&A と円のポジティブフィードバック」（14 年 1 月 17 日）
ドル	「USD：Fed の BoE 化リスク」（14 年 9 月 27 日） 「USD：敗因と復活の条件」（14 年 6 月 28 日）
ユーロ	「EUR：他力本願から脱せるか」（14 年 10 月 26 日） 「EUR：テルトロ、トロトロ」（14 年 7 月 26 日） 「EUR：円化の花道を回避できるか」（14 年 4 月 19 日）
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」（14 年 8 月 23 日） 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」（14 年 7 月 19 日） 「GBP：タカ派の多寡」（14 年 7 月 5 日） 「ポンド：M と F、どちらが支配？」（14 年 5 月 10 日）
豪ドル	「AUD と NZD：反発は似て非なるものに」（14 年 10 月 11 日） 「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」（14 年 5 月 17 日）
NZ ドル	「AUD と NZD：反発は似て非なるものに」（14 年 10 月 11 日） 「NZD：覆水お盆後も返らず」（14 年 8 月 2 日） 「NZ ドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」（14 年 3 月 28 日）
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」（14 年 6 月 21 日）
フラン	「フラン高と不動産バブル」（14 年 3 月 22 日）
主要通貨	「G4 通貨：年内のカタリスト・リスト」（14 年 8 月 16 日） 「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」（14 年 3 月 7 日） 「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」（14 年 1 月 31 日）
新興国通貨	「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14 年 10 月 4 日） 「BRL：働く通貨はキャリーだぜ」（14 年 6 月 7 日） 「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」（14 年 4 月 11 日） 「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」（14 年 3 月 1 日） 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」（14 年 2 月 22 日） 「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」（14 年 2 月 14 日） 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」（14 年 1 月 24 日） 「ZAR：負けなで」（14 年 1 月 10 日）
テーマ	「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」（14 年 10 月 18 日） 「「リスクオフ」の解体新書」（14 年 8 月 31 日） 「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」（14 年 7 月 12 日） 「伝統（的金融政策）に強い英国」（14 年 6 月 14 日） 「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」（14 年 5 月 31 日） 「マクロテーマ：部分ローテーション」（14 年 5 月 23 日） 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」（14 年 3 月 14 日）

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すよう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います。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。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641