

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月22日)

USD : 天気が転機に？

<要約>

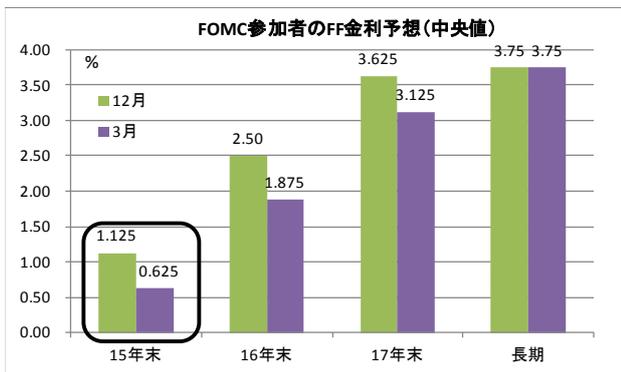
3月FOMCでは景気認識の下方修正、FF金利予測の大幅引下げやドル高の影響への言及があったことから、発表後にドルが全面的に下落した。もっとも、足許の景気鈍化は天候要因で一時的である可能性が高く、また米国の輸出や貿易収支にはドル高の影響が殆ど現れておらずドルも長期的に割高とはいえない。これらを踏まえると、FOMC後のドル安は今後の天候回復とドル反発を睨んだ押し目買いの好機とみるべきだろう。

3月FOMCはハト派というより現状追認

3月18日のFOMCでは、利上げ開始が近づく一つのサインである「忍耐強くいられる (patient)」の文言削除が行われ、これだけであればタカ派的と捉えられたかもしれない。もっとも、①景気認識が前回1月会合での「堅調なペースで拡大 (expanding at a solid pace)」から「幾分鈍化した (moderated somewhat)」へ下方修正され、成長率見通しも引き下げられたこと (図表2)、②FOMCメンバーのFF金利予測 (通称ドットチャート) も、2015年末予測の中央値が前回12月FOMC時点の1.125%から0.625%へ大幅下方修正されたこと (図表1)、そして③Yellen議長が記者会見でドル高について、輸出鈍化の一因である可能性があることと述べたこと、などから全体としてハト派的と捉えられ、ドルは対主要通貨で大幅反落した。また、長期 (均衡) 失業率予想が前回12月時点の5.35%から5.1%へ引き下げられたことも、労働市場の余剰生産力 (余剰労働力) がこれまで想定されていた以上に縮小しないとインフレ圧力の高まりに繋がらない点が示唆されたことも、利上げ開始が遅れるとの見方を強めたとみられる。

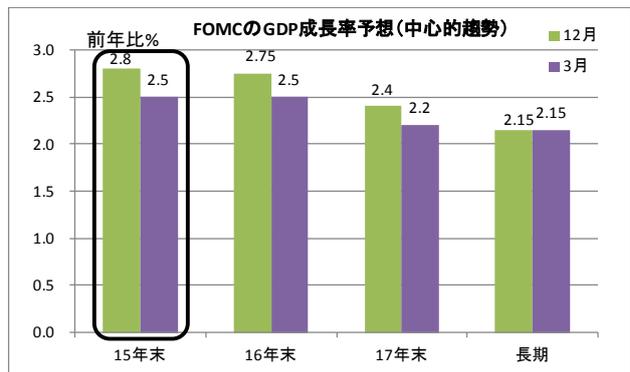
但し、これまでのFed高官からのコミュニケーションを通じて、利上げ開始後の利上げペースが非常に緩やかになることは市場参加者の間に十分浸透していたはずであり、ペースとしては2回に1回あるいはそれよりもゆっくりの頻度となる可能性が高いことは明白だった。このため、昨年12月時点での年末予想が1.125%というのが高過ぎ、最もタカ派なケースでも6月FOMCで利上げ開始後年内3回 (現在の0.00~0.25%から年末0.75~1.00%)、もう少し慎重なペースであれば8月か9月に開始し年内2回 (年末0.50~0.75%) というのが現実的であったことから、今回の0.625%への下方修正は市場の認識から大きく乖離したものではなかったはずだ。

図表1 : FOMCのFF金利予想



(出所) FOMC よりプレビデンティア・ストラテジー作成

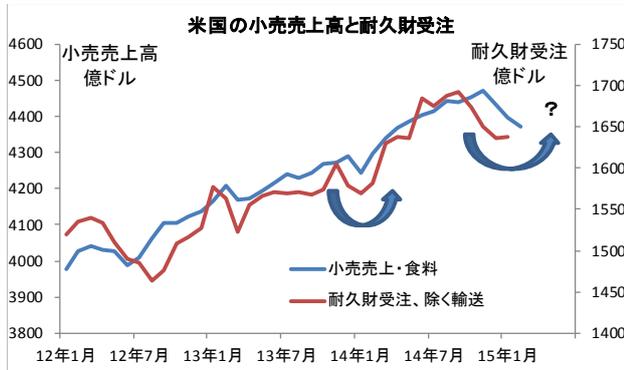
図表2 : FOMCのGDP成長率予想



天候要因 : デジャヴの春？

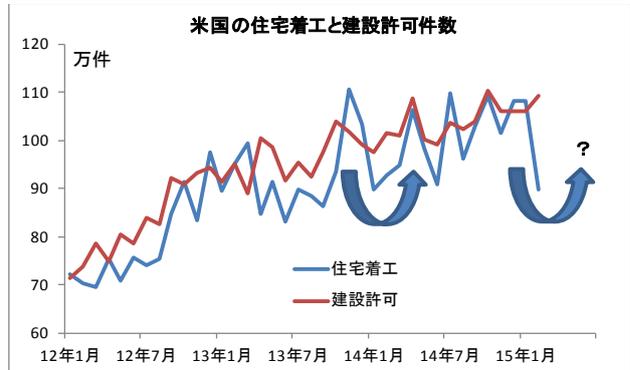
今回の景気認識および成長率見通しの下方修正は、足許の経済指標の悪化を受けたものだろう。第4四半期GDP成長率は第3四半期の前期比年率+5%台の成長から+2.2%へ鈍化したほか、米経済の牽引役である個人消費関連計数 (小売売上高)、そして設備投資の関連指標である耐久財受注、更に (建設許可件数と違って天候

の影響を受け易い)住宅着工件数も軒並み悪化した(図表3、4)。もっとも、これらは1月から2月にかけての米中西部や北東部の悪天候の影響であった可能性が高く、昨年初と同様、悪天候の影響が剥落すると3月分以降、急回復する可能性が高い。4月29日発表の米第1四半期GDPまでは悪天候の影響を受けた低調な結果が続く可能性が高いが、同時に4月入り後は3月分計数も発表され始めることから、反発をみせ悪天候の影響が一時的であることが確認されれば、米経済に関する悲観論は4月以降に後退していくだろう。



図表3：米国の小売売上高、耐久財受注

(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



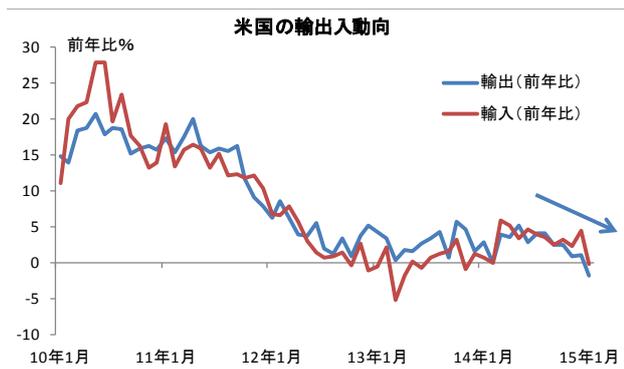
図表4：米国の住宅着工と建設許可件数

貿易収支にドル上昇の影響は出ているのか？

昨年後半以降、ドルが対主要通貨、新興国通貨でほぼ全面的に上昇してきている中で、ドル高の景気、インフレに対する下押しリスクを指摘する向きが増えたのは自然だ。そして確かに、昨年後半以降輸出に鈍化の兆しも窺える(図表5)。もっとも、貿易赤字が拡大しているかといえばまだそうした明確な兆候はみられていない(図表6)。更に、品目別輸出や地域別の輸出・貿易収支をみても、全般的な悪化というよりは特定の品目や相手国に悪化が限定されている。品目別輸出では、減少が「産業用資材・資源」に集中しており、更に内訳をみると「燃料油」および「その他石油製品」の減少に集中しており、結局原油安の影響に尽きると言っても過言ではない(図表7、8)。地域別の輸出をみても(図表9)、足許の減少は対カナダと対中南米(メキシコは除く)に集中しており、こちらも産油国であるカナダの需要鈍化や、景気が急速に冷え込んでいるブラジルなど中南米の影響が強く出ている可能性が高い。OPEC 向けの減少も、原油安を受けた需要鈍化で説明が可能だろう。なお、中国向け輸出も1月は減少しているが、そもそも対人民元ではドルは足許若干上昇しているものの長期的にみて安値圏にあり、ドル高が根本的な問題ではないほか、季節的に1月は減少する傾向が強い。更に言えば、輸入も考慮した貿易収支を国・地域別にみても(図表10)、趨勢的に対中国、対ユーロ圏で悪化しているがこれは為替とはあまり関係ない構造的要因とみられ、最近のドル高の影響で収支が明確に悪化している地域はみられない。

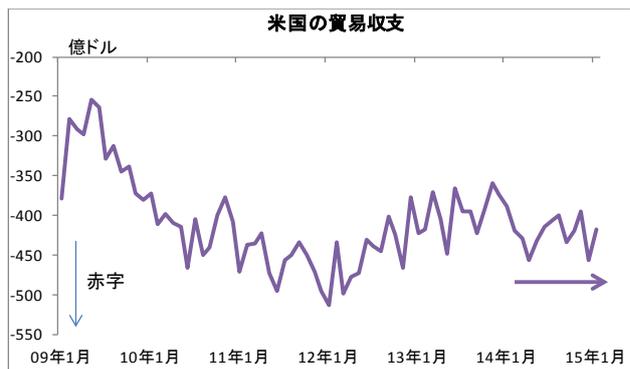
日本でみられたように、為替変動の効果は数年の時差を伴って顕在化するもので(Jカーブ効果)、米国でもドル上昇が続けば来年以降に貿易赤字の拡大が顕在化するリスクもある。但し、労働市場の改善を背景とした個人消費が米国経済全体を引っ張り続けることができれば、そもそもドルが長期的にみて高水準どころか長期平均にも達していない低水準である中で(詳細は2月22日付当社週次レポート「ドルは強くない」を参照)、ドル上昇の景気への悪影響は「潜在的リスク」に留まり、Fedの中心的な懸念とはならないだろう。

図表5：米国の輸出入動向

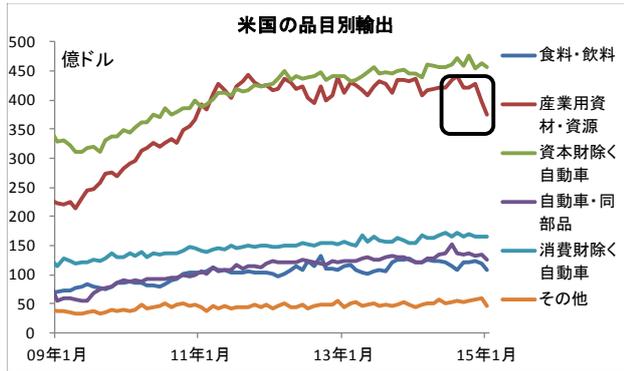


(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表6：米国の貿易収支

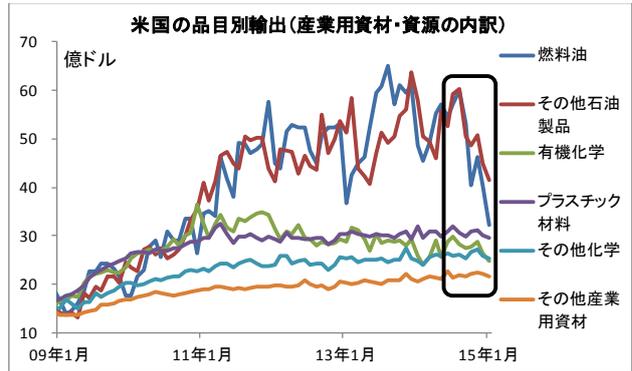


図表 7 : 米国の品目別輸出 (大分類)

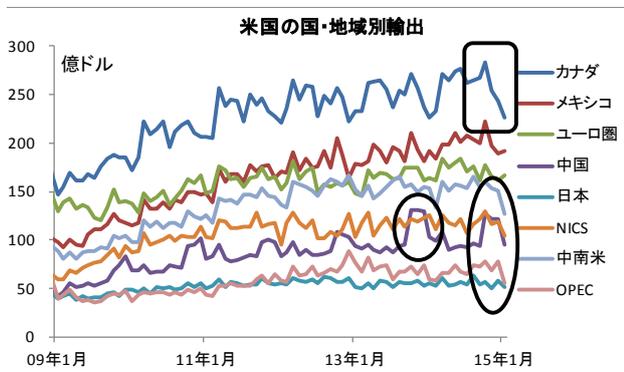


(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8 : 米国の品目別輸出 (産業用資材・資源の内訳)

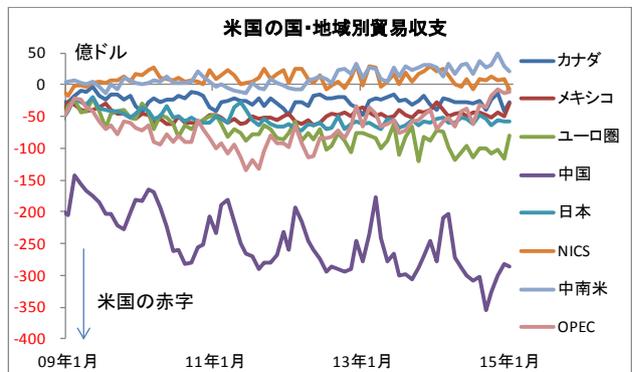


図表 9 : 米国の国・地域別輸出



(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

図表 10 : 米国の国・地域別貿易収支



このため、ドルは特に金融緩和を進め通貨安を望んでいる国の通貨に対して反発していく可能性が高く、中でも対円、対ユーロ、対豪ドルなどで比較的的反発が大きくなりそうだ。但しドル/円は、米国の天候要因克服だけでなく、4月の統一地方選をクリアする必要がある点、他のドルクロスよりも反発が遅くなるリスクがある。

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「円は安いのか：中小企業 VS 高齢個人投資家」(15年3月15日) 「ドル/円と日経平均：愛(相関)が壊れるとき」(15年3月9日) 「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「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)
ドル	「ドルは高くない」(15年2月22日) 「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「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)
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「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)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スイスフラン	「スイス中銀の美学：わけのわからなさ？」(15年3月1日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：夜明け前が一番暗い？」(15年2月1日) 「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「イスラム国：掃討は相当困難？」(15年2月14日) 「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「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)

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