

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2月7日)

円と日銀：「黒」から「白」へ

因果関係が白川総裁時代に逆戻りするリスク

<要約>

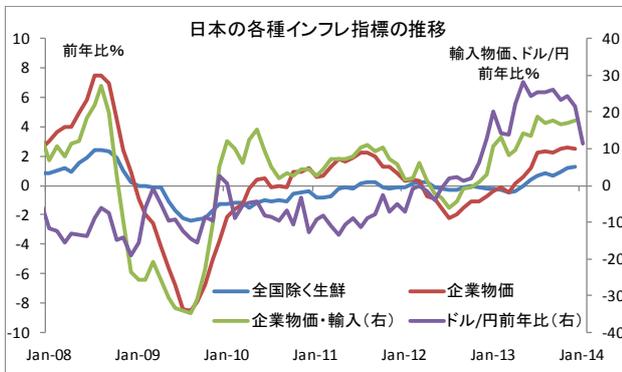
日銀は黒田総裁の下で市場の期待を上回る大規模異次元緩和を行い、日銀の金融政策が円相場を動かす、日銀にとって都合の良い好循環の因果関係を生み出すことに成功した。もっとも、当社が想定する円反発リスクを考慮すると、日銀が追加緩和を行う前に円反発とそれに伴う株安が起き、インフレ目標達成を困難にするという理屈を提供するかたちで、追加緩和を誘発するという、かつての白川総裁時代の円と日銀の関係に逆戻りする可能性が高い。テーパリングの追加的なドル高効果が徐々に消えていく中、15年のFed利上げ開始までの端境期を、日銀追加緩和でしのいでいくことになるだろう。

緩和→円安→インフレ→円安の好循環

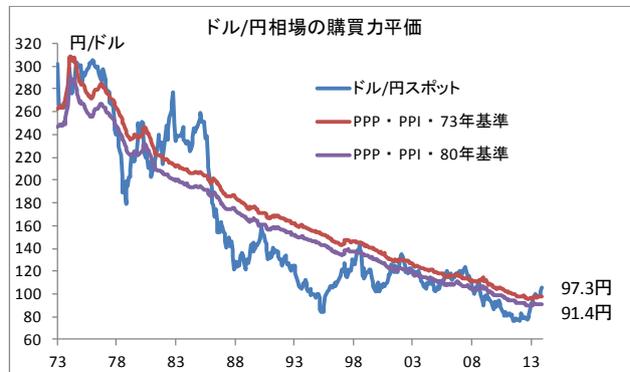
白川前総裁時代、あるいは更に遡れば日本の変動相場制移行以来、日本では基本的に円高基調が続き、円高が景気やインフレに下押し圧力をかけると日銀が追加緩和を迫られるという展開が続いてきた。もっとも、それがアベノミクスにより一変し、日銀の大胆な金融緩和が円安をもたらし、円安が輸入インフレや株価上昇、景気下支えを通じて一般インフレ圧力を高め、そうしたインフレ上昇が(米国などで低インフレが継続する中で)円安圧力を高めるという、好循環が起こるようになってきたのは歴史的なことだ。特に足許では、インフレ率上昇にあたって、円安が大きく寄与している可能性が示唆され、今後GDPギャップが十分に縮小し实体经济面でのインフレ圧力が高まるまでの間、インフレ率2%を達成し維持するには、少なくとも前年比での円安を維持する必要性が示唆される(図表1)。

円安基調を維持するうえでも、インフレ率を押し上げることは購買力平価の観点からも重要となる。購買力平価の議論は単純化すればインフレ率格差が為替相場の長期的な方向性を決定するという考え方で、例えば過去20年間、米国の平均インフレ率は2%、日本は0%であったことから、毎年2%のドル安円高圧力が生じていたことになり、実際ドル/円の購買力平価は一貫したじり安トレンドを形成してきた(図表2)。これがもし、日銀が目標としているように今後インフレ率を2%に引き上げ、維持することができるのであれば、日米インフレ率格差がゼロ%ということになり、ドル/円のトレンドは横ばいになる。これは日本の相対的な低インフレからくる円高傾向が方向転換するという意味で歴史的なことだ。因みに足許でも、米国のインフレ率が1%強に留まっている一方、日本も1%台に乗せてきているので、日米インフレ率格差はゼロに近づいている。

図表1：円安と日本の各種インフレ指標



図表2：ドル/円の購買力平価 (PPP)



(注) PPPについては、価格指数にPPI(生産者物価、日本は国内企業物価)を使用。(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

目先の円高リスク

もっとも、足許この円安とインフレ上昇の好循環に陰りが始めている。今年入り後のドル/円の調整を受けてドル/円の前年比変化率は+20%台から一気に+10%程度へ低下(図表 1)、インフレ押し上げ効果が低下している。

今回の円高は新興国通貨の動揺とそれを受けた米長期債利回りの反落が原因だったが、それがなくとも、当社は今年3月以降に円が反発するリスクを想定している。まず米国の資産購入縮小継続の米長期債とドルへのインプリケーションがある。昨年から今年にかけてのドル高シナリオの背景としてよく挙げられるのが米景気の回復と米資産購入縮小(テーパリング)からくる米長期債利回りの上昇だが、奇しくも縮小を開始した1月以降、米長期債利回りは低下に転じた。また1月FOMCの決定をみても、直近発表の雇用統計が市場予想を大きく下回ってしようとも、新興国市場が動揺しようとも、毎回100億ドルの資産購入縮小ペースは維持される公算が更に大きくなっており、毎月市場予想通りに縮小が淡々に行われると、米国債市場の需給は緩んでいくにしてもサプライズはないことから、追加的なドル買い材料となりにくくなっていく。こうした中、3月FOMCでは3回目の縮小が決定されるとみられるが、その頃にはドル買い要因としては見做されなくなっているだろう。縮小ペースが速まったり来年のFF金利引上げ開始予想時期が前倒しされるには、非農業部門雇用者数が毎月30万人ペースで増加するか、20万人ペースであってもインフレ率(コアPCEデフレーター前年比)が毎月0.1-0.2%ポイントのペースで改善し2%に急速に近づいていくことが必要だ。

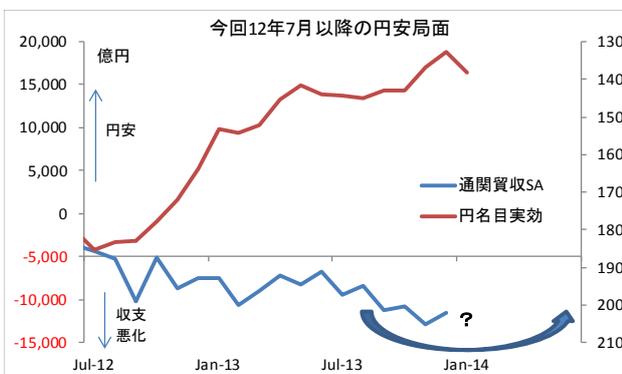
もう一つは日本の要因で、消費増税後にマイナス成長に陥るにしても想定範囲内であれば追加緩和の必要は必ずしもなく、実際、日銀のメインシナリオは消費増税があっても2015年度にインフレ率が2%に近づくというもので、このメインシナリオ通りであれば追加緩和は必要ない。このため、これまで消費増税との関連で高まっていた追加緩和期待が剥落し円買戻しを誘発するリスクが4月以降に高まる。

また、日本では所謂Jカーブ効果の顕現化により貿易赤字が縮小に転じ、円安期待を後退させる可能性がある。過去、持続的な円安局面では、円安開始当初は輸入の増加の方が大きいことから貿易収支が悪化することが多かったが、円安開始後1~1年半後以降は、輸出も明確に拡大し貿易収支が改善する傾向がみられている(図表 3、Jカーブ効果については13年11月1日付当社週次レポート「[来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう](#)」も参照)。2012年10月以降の円安局面は既に1年半が経過している。日本では毎年1月に貿易収支が最も悪化する傾向があり、1月計数が発表される2月20日以降は、季節的な貿易赤字縮小と相俟ってJカーブ効果による貿易収支改善効果が出てくるとみられ、円買戻しの契機となり易いだろう。

更に、3月は季節的にドル/円が上昇し易いことが知られている。ファンダメンタルズ面での背景は必ずしも明らかではないが、平均値/中央値を取ると長期的にも3月の上昇傾向ははっきりしている(図表 4)。逆に言うと、3月を超えると3月の上昇を見込んで造成されたポジションの巻き戻しが起こる可能性が高く、ドル/円は3月に上昇すればするほど、4月以降に反落し易くなるだろう。

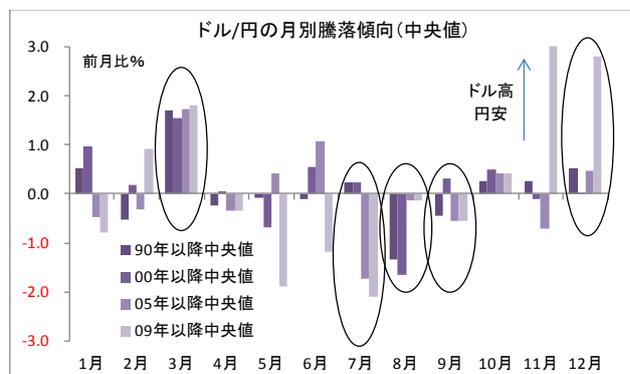
新興国通貨の動揺については、中東欧や中南米など地域的な広がりを見せている中で特効薬がない中、2月22-23日のG20財務相・中銀総裁会合で何らかの共同声明が出される可能性があるものの、各国の具体的な政策対応に繋がるかは不透明感が大きい。また、3月にはトルコで地方選が予定されていることから、結果を巡る不透明感、および与党公正発展党が勝利したとしても反対派の抗議行動の可能性は残るなど、再び新興国リスク回避の動きが米国債利回り低下を通じてドル/円下押し圧力となるリスクがある。

図表 3：今次円安局面の円相場と貿易収支



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：ドル/円の月別騰落傾向



追加緩和シナリオ点検

ここで、日銀が追加緩和を行うシナリオを検証してみる。市場の追加緩和期待が根強い一方、日銀のメインシナリオでは追加緩和は必要ない。当社の見方では、逆にそういう状況だからこそ、円が反発し株安をもたらすことを通じて、追加緩和の可能性が高まるとみている。ここでは4つのシナリオを検証する。

① 増税後の景気腰折れ未然防止

恐らくこれが市場で最も広く想定されている追加緩和シナリオではないだろうか。日銀は消費増税後に予想外に景気が悪化する場合には追加緩和を行う可能性を仄めかしているが、本来は増税後の反落が一時的かどうかを判断するには、増税後のマイナス成長の後、どの程度回復するかまで見極める必要がある。現在市場では、実質 GDP 成長率が今年 1-3 月期に駆け込み需要などで前期比年率+4.2%に加速後、消費増税開始で 4-6 月期に-4.1%へ反落するが、7-9 月期および 10-12 月期に+1.6%成長に回帰する、というコンセンサスとなっており、これを本当に確かめるには来年まで待たねばならず、何らかの見切り発車が必要になるが、判断材料としては 4-5 月の経済統計の下振れの程度が想定より大きいだろう。

② 日銀のコア CPI 予想下方修正

これも市場ではいずれ行われると考えられている。現在、日銀の予測では 15 年度のコア CPI 前年比（消費税の影響を除く）は+1.9%と、「2 年間で 2%の目標」をほぼ達成できるかたちとなっているが、市場では 15 年度予想は 0.97%となっており（今年 1 月 ESP フォーキャスト調査）、どちらが正しいのかは今年半ば以降には判明するだろう。そこまで待たずとも、今年 4 月 30 日発表の日銀半期展望レポートでは、16 年度予想が初めて発表される。日銀は 2 年でインフレ 2%達成だけでなく、その後も安定的に 2%を維持することから、「16 年度も 2%のインフレ率を安定的に達成するために追加緩和が必要だった」という言い訳は十分成り立つだろう。

③ 政府の構造改革・財政再建への側面支援としての追加緩和

4 月からの消費増税の決定に際しては、増税が景気に予想以上の悪影響を与える場合には日銀が追加緩和をして景気下支えを行うので大丈夫、という前提が構築されたように（①のシナリオ）、今年は更に 6 月に安倍首相がアベノミクスの第 3 の矢である成長戦略を発表する見込みで、またその後秋には 15 年 10 月に予定される消費税率の 10%への更なる引上げの是非判断も控えている。これらに際して、政府の構造改革・財政再建は景気下押し圧力を生むことから、それを相殺し政府を側面支援するために追加緩和を決定する、というシナリオも十分あり得る。

④ 4 月以降の円高・株安

当社はこれが日銀の追加緩和の理由として最も可能性が高いとみている。前節で論じた通り、当社は 4 月以降円が反発に向かうリスクが高いとみている。これまでのインフレ率上昇のかなりの部分が円安とそれを受けた株高によるものだったとすれば、円高・株安はインフレ率 2%達成・維持を危うくするため、追加緩和の十分な理由となる。政府としても、円安・株高はアベノミクス成功の象徴であると共に高支持率の拠り所でもあるため、日銀への圧力を高めるだろう。円高・株安が日銀追加緩和を誘発するのは白川総裁時代やそれ以前の特徴だったが、黒田総裁下の日銀も再びこうした状況に直面するとみられる。

今年のドル/円見通し

当社は今年のドル/円のシナリオとして、3 月までは日米金融政策の方向性の相違や日本の貿易赤字拡大でドル高円安が進み 108 円へ向かうものの、その後は米資産購入縮小の米金利・ドルへの影響の息切れ、日銀追加緩和期待の失望、J カーブ効果を受けた本邦貿易赤字の縮小転化などにより反落に向かい、年末までに 100 円を割り込み 95 円へ調整が深まる、というシナリオを維持している。ドル/円が 110 円へ本格的に上昇するのは Fed が FF 金利の連続的引上げを行う 2015 年のシナリオだとみており、今年はその本格的上昇前の調整局面という位置付けた。年末に向けた調整の深さは、日銀の追加緩和のタイミングと規模、および米 FF 金利引上げ時期に関する期待により左右される。但し足許、新興国市場の動揺により米長期債利回りの上昇が想定より早く一服してしまったことから、3 月までの 108 円達成が危うくなってきた。

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