

# Weekly エコノミスト・ レター

## 「米利上げでも円高」をどう捉えるか？

### ～金融市場の動き（1月号）

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **（為替）**米利上げ後の実効レートを確認すると、ドル実効レートはわずかな上昇に留まっている一方、円は急上昇しており、この両者の差がドル円相場で大規模な円高ドル安として現れている。ドルが伸び悩んだのは、「今後の利上げはかなり緩やかになるとの観測が定着した」ことなどによるものだ。一方、円が大きく上昇した理由はリスク回避の円買いだ。12月FOMC以降、市場のリスク回避度を高める材料が多発している。さらに、足元では円のリスク回避通貨としての色彩が強まっている。これまでは、リスク回避時の買い圧力が円とユーロに分散されていたが、最近ではリスク回避局面でユーロが買われにくくなっている。日銀は12月に緩和の補完措置を決定したが、かえって早期の追加緩和観測が後退し、円買いの安心感が台頭したとみられる。今後は、米経済の堅調な推移が示されることで、3月に向けて追加利上げが織り込まれ、再びドル高圧力が高まるだろう。一方、円買い圧力であるリスク回避姿勢はしばらく強い状況が続きそうだ。特に原油価格の下落には要注意。近いうちにイランが制裁解除となり、原油価格の下振れ圧力がさらに高まりかねない。これらを併せて考えると、しばらくは円安ドル高が進みにくく、もう一段の円高にも警戒が必要な地合いが続きそうだ。その後、米利上げ観測が高まるとともに、リスク回避が一服した段階でドル円は上昇に転じると予想する。
2. **（日銀金融政策）**日銀は12月の決定会合にて、緩和の補完措置導入を決定した。追加緩和には当たらない。これを受けて、追加緩和時期の見通しを7月に変更する。
3. **（市場の動きと予想）**12月は円高ドル安、ユーロドルは上昇、長期金利は低下した。当面ドル円の上値は重く、ユーロドルも一進一退とみている。目先のカギである本日の米雇用統計次第で動くが水準調整の域を出ないだろう。長期金利は低迷が続くと予想。

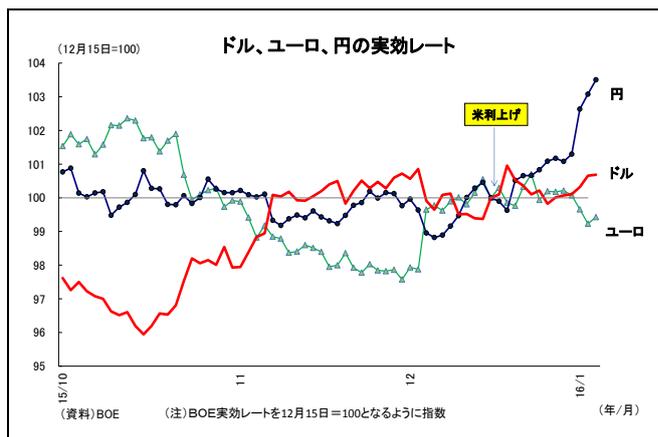


# 1. 金融市場：「米利上げでも円高」をどう捉えるか

昨年12月16日、大方の予想通り米国が利上げを実施した。為替の一般的なセオリーでは、米利上げは日米金利差拡大を通じて円安ドル高に働くはずだが、その後の実際の市場の動きは逆となった。ドル円レートは利上げを受けて小幅にドル高に振れたものの初期反応に留まり、2日後からは円高ドル安となった。とりわけ2016年1月に入ってから、円高の勢いが加速しており、7日には117円台に突入した。今回は、利上げ後の円高の背景を整理し、今後を展望する。

## (ドルの伸び悩み+円の急上昇→円高ドル安)

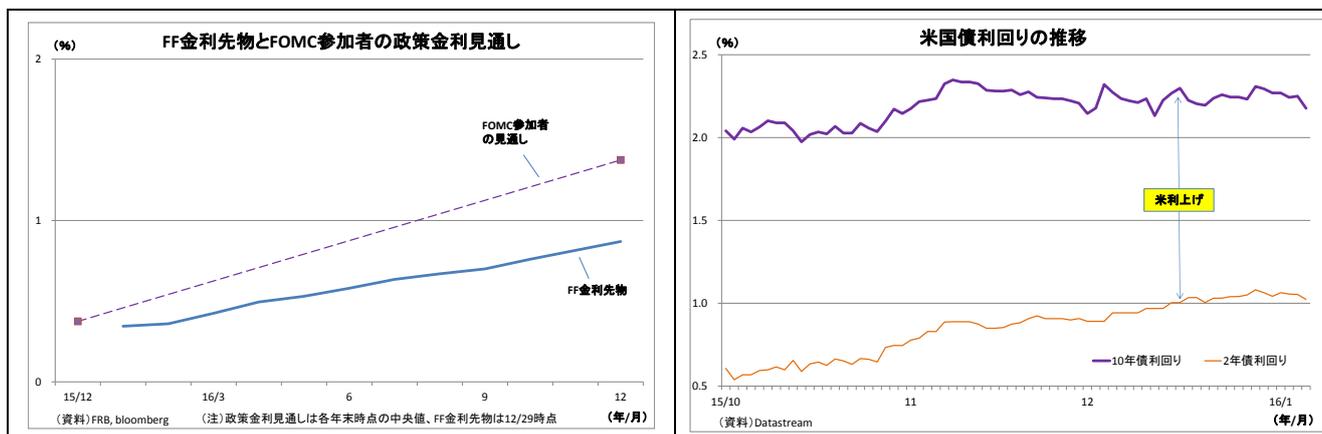
まず、米利上げ後の主要通貨の(名目)実効レートを確認する。実効レートとは、2国間の為替レートを貿易ウェイトで加重平均したもので、各通貨の総合的な強弱を示すものだ(今回はBOE算出の実効レートを使用)。ここでわかることとして、利上げ後のドル実効レートはわずかな上昇に留まっている一方、円実効レートは急上昇しており、この両者の差が、ドル円レートにおいては大幅な円高ドル安として現れているということだ。



従って、利上げ後の円高ドル安の動きは、①ドルが伸び悩んだこと、②円が大きく上昇したこと、の複合要因によるものと言える。

## (米国・ドル側の要因…追加利上げ観測の低迷)

まず、ドルが伸び悩んだ理由について考えてみると、「12月の利上げ開始は事前にほぼ織り込まれていたこと」に加えて、12月FOMCを経て「今後の利上げははかなり緩やかになるとの観測が定着したこと」が挙げられる。とりわけ後者に関しては、12月FOMCで慎重な利上げ方針が示されたわけが、市場はさらに慎重な利上げを想定している。実際、12月FOMCで公表されたFOMCメンバーの政策金利見通しでは、16年中に4回分に相当する1%の利上げが示されているが、金利先物市場が織り込む利上げ回数は約2回に過ぎない。また、年4回、一定のペースで利上げするとすれば、次回利上げは3月となるが、先物市場が織り込む3月の利上げ確率は4割(1/7時点)に過ぎない。結果、利上げ後の米金利上昇はごく限定的に留まっており、ドル円上昇圧力となる日米金利差もあまり拡大していない。



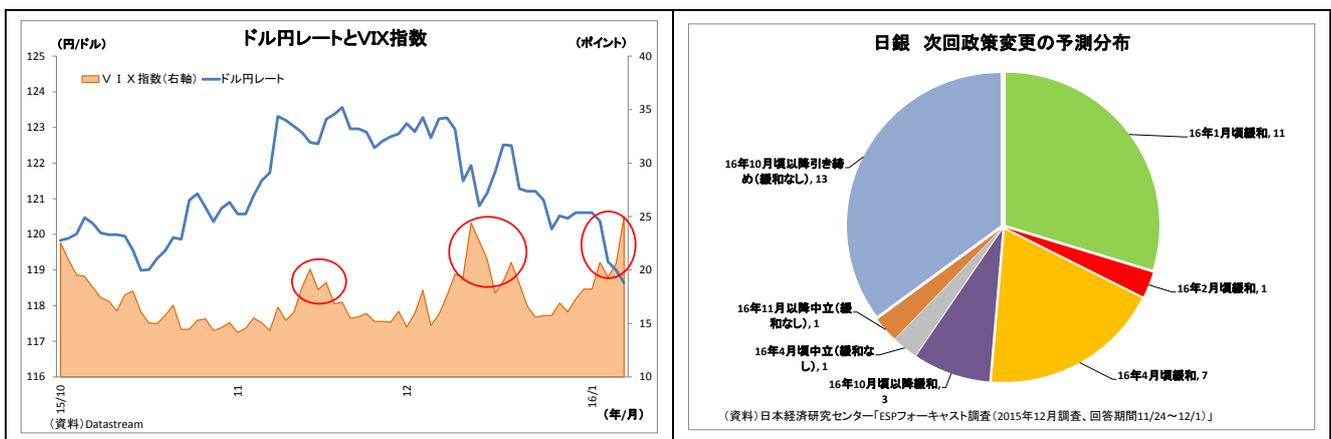
## (日本・円側の要因・・・リスク回避通貨としての色彩強まる)

一方、円が大きく上昇した理由は、はリスク回避だ。12月 FOMC 以降、市場のマインドを冷やす(＝リスク回避度を高める)材料が多発している。具体的には、原油価格の下落、中国不安と株安、中東地政学リスクの高まり(サウジによる対イラン断交)、北朝鮮による水爆実験発表などだ。

市場がリスク回避の動きを強めると、円は買われる。それは以下の理由による。

- ① 低金利通貨である円には金利の下げ余地が殆どなく、リスク回避で世界的に金利が低下する局面で、逃避先としての魅力が高まってしまうこと
- ② 低金利通貨である円はキャリートレードにおける調達通貨になりやすく、リスク回避局面ではそのポジション解消に伴う買戻しが入ること

実際、米株式市場のリスク回避度合いを示す VIX 指数(別名、恐怖指数)が高まる局面では、これまでも円は買われており、足元も同様の動きとなっている。



さらに、足元では、円のリスク回避通貨としての色彩が強まっている。これまで、同じく低金利通貨であるユーロもリスク回避局面で買われる傾向が強かったため、買い圧力が円とユーロに分散されていた面があるが、12月下旬からはリスク回避局面でユーロが買われにくくなっているためだ。ECBは12月上旬の理事会で追加緩和を行った際に、量的緩和の規模拡大を見送ったため一時的な市場の失望を買ったが、かえって追加緩和観測が繋がれた。そうした中で、今月5日に発表されたユーロ圏の物価上昇率が予想を下回ったことで追加緩和観測が台頭し、ユーロを買いにくくなっているものと考えられる。

一方で日銀は、12月18日の決定会合で緩和の補完措置を決定したが(詳細はP4参照)、追加緩和ではなかったことで緩和の手詰まり感を醸し出してしまったほか、中途半端に景気底上げ効果を狙ったことで、早期の追加緩和観測が後退したとみられる。追加緩和への距離感という面において、「ユーロよりも円の方が遠い」と捉えられたことで、リスク回避局面における円買いの安心感が台頭したとみられ、足元では円の独歩高状態となっている。

## (今後の見通しとリスク)

上記を踏まえて、今後3ヵ月程度のドル円レートの展開を考えると、米国・ドル側の要因としては、「追加利上げ(観測)」がキーワードとなる。FRBは「利上げペースは経済情勢次第」とのスタンスであるため、今後、米経済の堅調な推移が示されれば、2月頃から3月に向けて追加利上げが市場で徐々に織り込まれていくことで、再びドル高圧力が高まるだろう。筆者はこの見方を支持している。

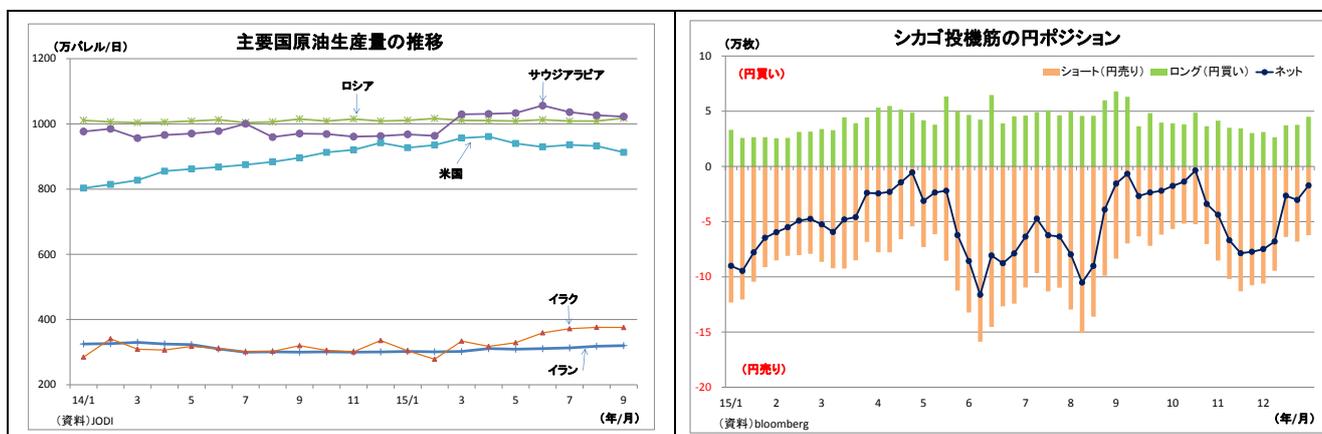
一方、日本・円側の要因としては、しばらくリスク回避姿勢が強い状況が続くようだ。最近のリスク回避要因となっている原油価格の下落、中国不安と株安、中東地政学リスクの高まり、北朝鮮による水

爆実験発表のうち、原油・中国・中東については今後しばらく引きずりそうだ。特に原油価格の下落には要注意だ。現在の原油安は世界における供給過剰が最大の原因だが、近いうちに（早ければ1月中にも）イランが制裁解除となり、増産に転じる可能性が高い。供給過剰感を強める材料だけに、制裁解除が間近に迫ってくれば、原油価格の下振れ圧力がさらに高まりかねない。

一方、市場のリスク回避度が緩和すれば、反動によって円には下落圧力がかかるだろう。シカゴ投機筋の円売りポジションは直近で大きく縮小しているため、投機筋の円売り余力も大きい。

これらを併せて考えると、しばらくは円安ドル高が進みにくく、もう一段の円高にも警戒が必要な地合いが続くそう。その後、米国の利上げ観測が高まるとともに、リスク回避が一服した段階でドル円は上昇に転じると予想する。時期は不確実性が高いものの、2月中旬頃と考えている。

リスクシナリオは、中国不安や原油安の負の影響などが、米国の実体経済・金融政策に明確な悪影響を及ぼすケースだ。この場合、ドルの先高感が大きく後退することで大幅な円高が進行、しかも長引くことが想定される。



## 2. 日銀金融政策(12月)：緩和の補完措置を導入→追加緩和の予想時期を変更

### (日銀) 補完措置を導入(≠追加緩和)

日銀は12月17～18日に開催した金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」を補完するための措置の導入を決定した。マネタリーベースの増加ペース(年間約80兆円)は変わらない。

内容は、①ETFの新たな買入れ枠設定(設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を対象とする年約3000億円の枠、過去に買入れた株式の売却額見合い)、②成長基盤強化支援資金供給の拡充(設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業を対象に追加)、③貸出支援基金等の延長、④日銀適格担保の拡充(外貨建て証書貸付・住宅ローン債券を追加)、⑤長期国債買入れの平均残存期間長期化、⑥J-REIT買入れ限度額の引き上げ、と多岐にわたるが、①・⑤・⑥の措置については、それぞれ反対者が3名出た。

声明文における景気の総括判断は、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復が続いている」と、従来の判断を据え置いた。個別需要項目では、輸出を上方修正する一方で公共投資をやや下方修正した。

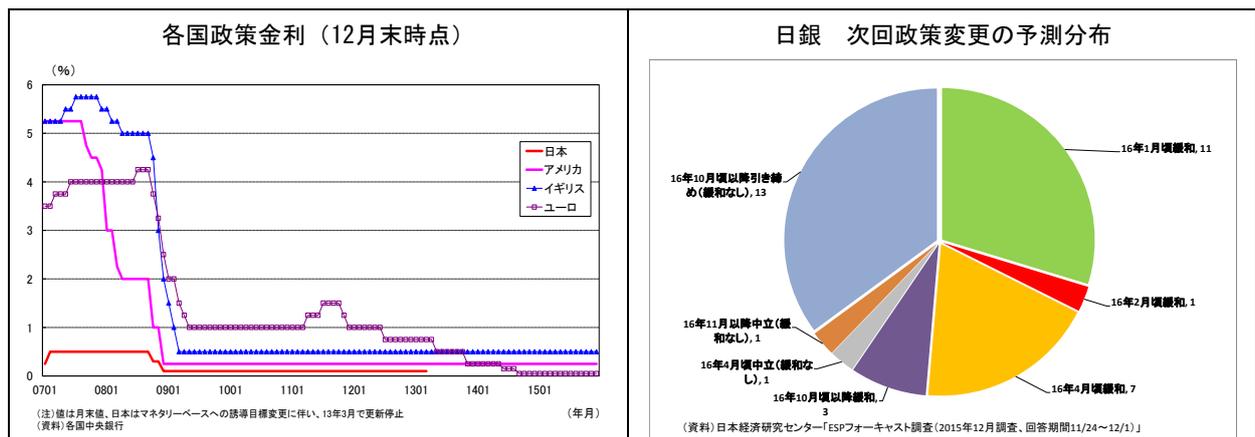
景気と物価の先行きについては、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面 0%程度で推移する」とし、変更は無かった。

会合後の総裁会見において黒田総裁は、今回の措置は、経済・物価見通しの下振れリスクの増大あるいは顕現化に対応するものではなく、「追加緩和には当たらない」と位置づけた。その狙いとしては、①「量的・質的金融緩和」のもとでの資産買入れをより円滑に進めることを可能にすること、②「量的・質的金融緩和」の効果が、実体経済により効果的に浸透していくようにすること、を挙げた。とりわけ、②に関しては、「企業や家計のデフレマインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多い」、「ただし、そうした動きにはバラツキがあり、さらに広がっていくことが望ましいことも事実である」ため、「日本銀行として出来る限りのサポートを行うこととした」と説明した。一方で、「緩和の限界を取り払うための措置」や「春闘を前にマインドを転換させるための措置」、「政権が経済界に賃上げと設備投資の上積みを求めていることをサポートするための措置」との見方は否定した。

なお、今後については、「追加緩和をしなければならない時には、当然、思い切ったことをやる必要があると思っている」と述べ、追加緩和観測が剥落することを防ぐための配慮を見せた。

筆者はこれまで、賃上げを促すために 16 年 1 月に追加緩和に踏み切ると予想していたが、12 月の補完措置に賃上げを促す対応が一応織り込まれたため、早期の追加緩和の可能性は低下したと判断した（1 月に追加緩和を予定しているのであれば、12 月に小出しにする必要はなかった）。従って、次回追加緩和の予想時期を 16 年 7 月（末）へと変更する。日銀は 12 月の補完措置でしばらく様子見するが、春から参院選までは、円安の加速で家計の負担感に繋がりがねない追加緩和は政権への配慮から見送るだろう。参院選後に物価押し上げに向けて追加緩和に踏み切ると見ている。

ただし、現在の市場の混乱が長引き、さらにますます悪化すれば、状況が変わったという判断によって 1 月末決定会合での追加緩和に踏み切る可能性も出てくる。



### 3. 金融市場(12月)の動きと当面の予想

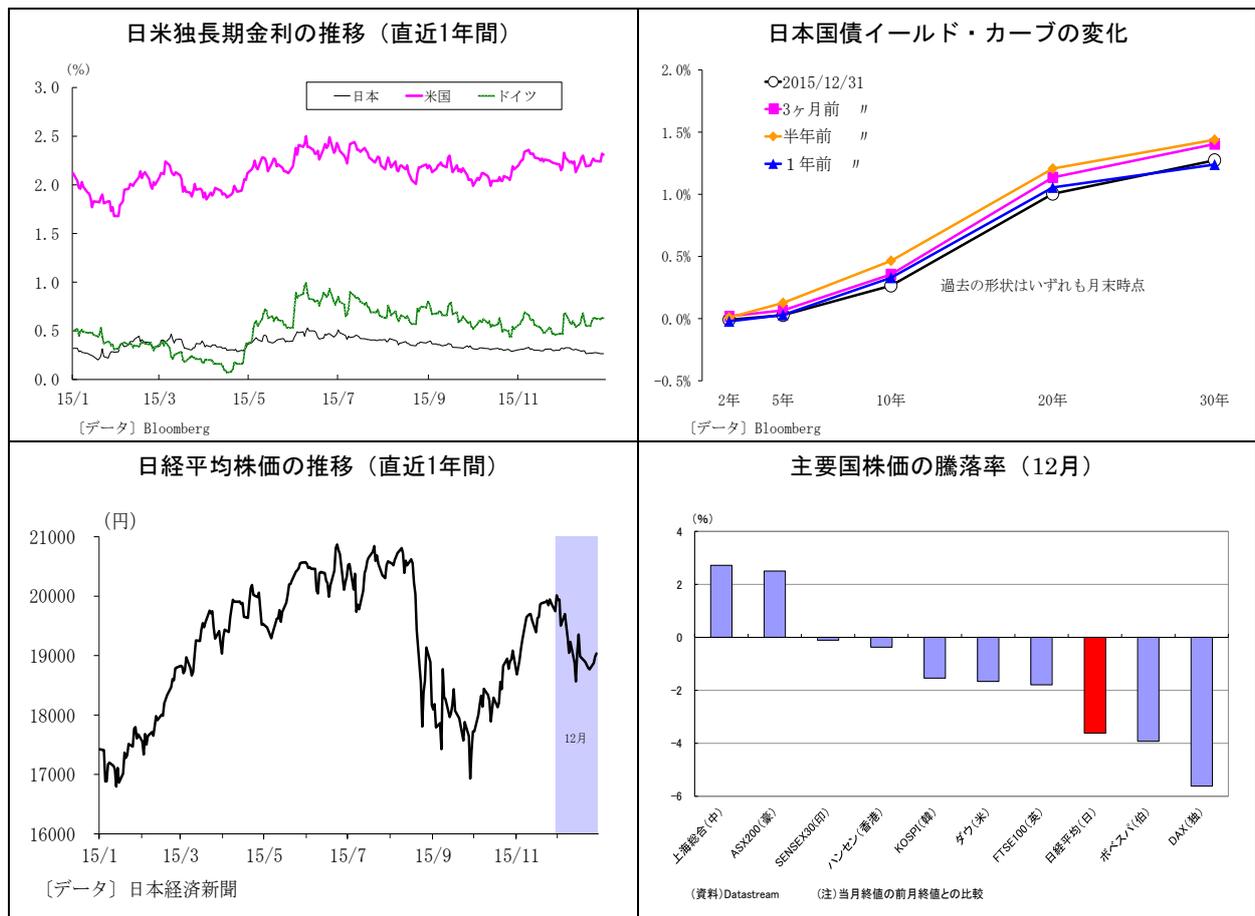
#### (10年国債利回り)

**12月の動き** 月初0.3%台前半からスタートし、月末は0.2%台後半に。

月上旬は0.3%台前半での推移となったが、原油価格下落に伴う世界的な金利低下の流れを受けて、8日以降はやや低下。リスク回避地合いが続く中、好調な国債入札結果もあり、15日には0.3%を割り込む。その後、一旦は0.3%台を回復したが、18日に発表された日銀の補完措置において、国債買入れの平均残存期間が長期化されたことで再び金利低下圧力がかかり、0.2%台後半に。月末にかけて同水準での低迷が継続した。

#### 当面の予想

今月に入り、市場のリスク回避姿勢が強まり、安全資産とされる国債需要が高まったことで、足元は0.2%台前半にまで低下している。現在のリスク回避姿勢をもたらしているのは、根本解決が難しい中国不安をはじめとする複数の要因であるため、今後もしばらくリスク回避姿勢は払拭されそうもない。当面、金利上昇余地はほとんどないだろう。ただし、ここまで金利が低下すると、高値警戒感からさらに買い進む動きも限られる。当面はボックス圏での一進一退の推移を予想する。



#### (ドル円レート)

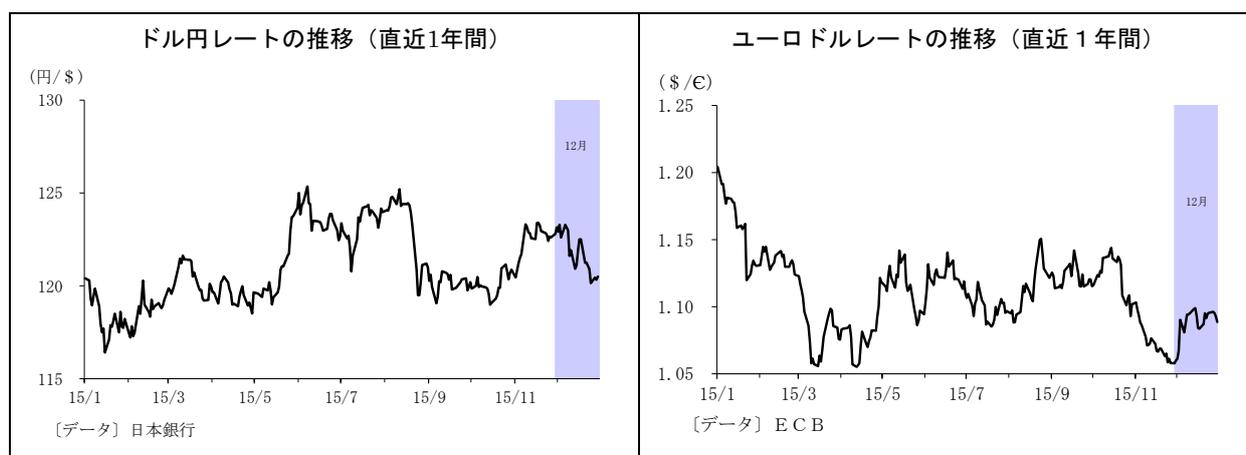
**12月の動き** 月初123円台前半からスタートし、月末は120円台半ばに。

月初、123円付近での推移となった後、4日にECBの追加緩和に対する失望によるユーロ高ドル安が円高ドル安へ波及し、122円台半ばへ。しかし、米雇用統計結果を受けた利上げ観測の高まりで、翌7日には123円台を回復。その後は、原油安に伴うリスク回避やFOMC前の持ち高調整で円

が買われ、10日には121円台、14日には120円台まで円高が進行した。米利上げを受けた17日には122円台半ばまで一旦値を戻したが、18日には日銀の補完措置への失望から円買いが優勢となり、21日には121円台前半に。さらに米指標悪化を受けた24日には120円台へ下落し、月末も120円台半ばで着地した。

### 当面の予想

今月に入り、リスク回避の円買いが進み、足元は118円台前半で推移している。リスク回避地合いはしばらく続くと予想されるため、当面、ドル円の上値が重い展開が続くだろう。そうしたなか、目先の焦点は今夜の米雇用統計となる。市場予想である雇用者数20万人増、失業率5.0%に沿った内容が示されれば、ややドルが持ち直すだろう。一方、予想を明確に下回ればドル売りが進み、116円台に突入する可能性も。



### (ユーロドルレート)

**12月の動き** 月初1.06ドルからスタートし、月末は1.08ドル台後半に。

月初、1.06ドル台で推移した後、ECB追加緩和への失望からユーロが買い戻され、4日には1.09ドルへ。一旦1.08ドル台に戻した後、9日には原油安に伴うリスク回避で低金利通貨であるユーロ買いが入り、1.09ドル台半ばに上昇、14日には同後半を付ける。その後は、米利上げを受けて一旦1.08ドル台へと水準を切り下げたが、22日には再びリスク回避的なユーロ買いにより、1.09ドル台を回復、以降膠着した推移が続く。月末は持ち高調整のユーロ売りが入り、1.08ドル台後半で終了した。

### 当面の予想

今月に入り、ユーロ圏の物価上昇率低迷を受けたECB追加緩和観測からユーロが一旦下落したが、足元は1.08ドル台後半に持ち直した。追加緩和観測でユーロが買い進みにくくなっており、ユーロドルは方向感が出にくくなっているため、当面は基本的に一進一退の動きになりやすい。そうした中で注目されるのはドル円同様、本日の米雇用統計だ。市場予想並みとなればややユーロ安に振れ、市場予想を下回ればユーロが買われることになる。

金利・為替予測表(2016年1月8日現在)

		2015年	2016年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25
	10年金利 (平均)	2.2	2.4	2.7	3.1	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
ドル円	(平均)	121	121	124	126	127
ユーロドル	(平均)	1.10	1.07	1.05	1.05	1.06
ユーロ円	(平均)	133	129	130	132	135

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。