

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2304号 2016年04月11日 (月曜日)

《 How far and how fast 》

「円高はいったいどこまで進むのか。そしてその後の展開は…」ということに俄然マーケットの関心が集まっている。この週末の日経ヴェリタスの一面は「円安の宴は終わった」であって、この主タイトルには疑問符が付けられておらず、その次の副見出しが「1ドル100円時代 日本は耐えられるか」と初めて疑問形になっている。

円高、円安というのは常に「いつと比べて」という大きな表現上の問題がある。円が75円前後だった数年前に比べれば、今は多少動いても「まだ円安の範囲内」と言えるし、最近の円安のピークである125円前後に比べれば今の100飛び円の世界は間違いなく円高である。

ここ2ヶ月のトレンドは明らかに「円高・ドル安」だ。特に過去一週間は朝起きると海外市場での円相場の高値が対前日比でほぼ一円程度円高になったことを発見する日々だった。だからペースは速い。今の日本の大部分の大企業の「想定為替レート」が117円とかである事を考えれば、今現在（この文章の執筆時点 月曜早朝）のアジア市場の108円ちょっとは「輸出入企業にとっての大きな環境変化」だと言って、輸出企業からは新日鉄の三村さんが言うように「暴力的な円高だ」という声が聞こえるが、輸入企業に取ってみれば、もし大規模な為替予約を取っていないという前提なら、今の円高傾向は好ましい面もある。

もっとも企業にとっては「大きな為替相場の変動」そのものが「厳しい経営環境」（計画が狂うという）を意味するので、今は企業にとって為替がどちらにせよ優しくない時期だと言えるし、だからこそ懸念が強まっている。筆者の記憶では日経ヴェリタスが為替を一面トップにもってくるのは久しぶりだ。

その日経ヴェリタスは今の円相場に「3つの構造転換」があったと指摘している。「ドル高是正に米動く」「経常収支が黒字転換」「海外勢が円買い拡大」の三つだ。何れも要因としては筆者も重要だと思う。最初の「ドル高是正に米動く」についてはFOMCが米企業収益増の抑止要因として従来から取り上げていた。だからこそ、最近の日本市場の不振を横目にし、アメリカ株式市場の堅調は、ドルの高値からの反落にあったが故とも言える。

しかし筆者はもう一つ大きな円高要因を挙げておきたい。それは「日銀への期待の剥落」だ。75円程だったドル・円相場が短い間に何故125円前後の円安になり、何故120円を超える円安の期間が長く続いたのか。その答えは「日銀への期待」だったと思う。日銀への期待が満たされている範囲において、アベノミクスへの期待も大きかった。マーケットは明

らかに「日銀への期待とその実行力」を尊重し、その意向を忖度して動いてきた。その結果は120円を超える円安の、比較的長い期間での持続演出だったと思う。

残念ながら日銀の直近の大きな金融政策である「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」政策の発表以来、マーケットは日銀や日本政府が希望している方向（株高、円安）とは逆の展開となっている。それ以前の「量的・質的金融緩和」の時代は「日銀の政策はワークしている」と言えたから、要するに「マイナス金利政策」が今までのところマーケットを逆回転させているとも言える。

《 Is that a problem of timing ? 》

確かに「今回は時期が悪い」（ヴェリタスに引用された日銀幹部）というコメントは、「アメリカの政策と悪しき時期でバッティングした」という意味では当たっていると思う。120円台のドル・円為替レートの時代に「ドル高に対する懸念」がFOMC声明などで何回も出ていたし、この米側の「ドル高是正」の動きと、導入期におけるマイナス金利政策はぶつかった。

しかし筆者はこの「時期の悪さ」以上に、マイナス金利政策には「弊害」が最初から数多く予想されたにも関わらず、サプライズ重視で日銀内部の大勢でのコンセンサス（かろうじて票決された）も得られないままに実施され、その後も同政策が初期の期待成果を実際に出せていないと言うことが「日銀への期待の剥落」を生んだと思う。それが「だったらもう円安は限界だし、円は高くなっておかしくない」との見方に繋がっている。75円からの円安は輸入企業から見れば“暴力的”だと言えるほど速かったが、それと同程度に速いペースでドル安・円高に展開しているとも言える。その意味ではそれほど違和感があるわけではない。

今のドル安・円高が「期待の剥落」であるとする、何故そうなったのか。それはやはり、（時期尚早かも知れないが）マイナス金利政策の限界が露呈したのだと思う。同金利政策は資金をバンキング・システムの中に滞留させずに民間企業にもっと使ってもらい、それによって日本の経済活動を活発にすることを狙いとしている。しかしどう見ても資金需要は期待されたほどには高まっていない。「金融政策の浸透には時間がかかる」という議論で割り引いても、マーケットの期待値も民間企業のマイナス金利政策に対する期待も高まっていはいない。

主に資産購入が柱だった量的・質的金融緩和当時は、「日銀の政策」に対する企業やマーケット、それに国民の支持は高かったと思う。しかし直近の「マイナス金利政策」に対する企業やマーケットの期待、それに一般国民の期待は非常に低いと思う。この政策によって目に見えて資金が動いた部分を見ると、「一部住宅ローンを抱えていた層の借り換え」が主だ。大都市の一部でマイナス金利政策を理由に不動産価格が上昇していることは報告されている。しかしそれが日本経済を押し上げているかと言えば「ノー」だ。

「今までのところ」という前提で言うと、マイナス金利政策は「失敗の金融政策」だと言

えるとも思う。同政策は日本より先に導入された欧州でも、「景気を下支える」という目標に関しては「未達」だと言える。それはスイスなど一部の小国が、例えば「本国通貨高対策」などで導入し、その面では効果のあった政策だが、経済規模が大きな国、または EU のような経済共同体が取るべき政策だというには説得力、納得性に欠ける。

特に日本の場合、「デフレに苦しむ日本経済が再び」という恐怖が台頭してきている。「マイナス金利」という単語そのものと、同政策の当初の非有効性から出ていると思う。それが円高・株安を象徴している。少なくとも筆者の身の周りで「マイナス金利政策は素晴らしい」と熱く語る人は一人もいない。筆者も導入時からその政策に対する疑念を書かざるを得なかったし、今でも賢明な金融政策だとは思わない。時間の経過とともにその政策の「非有効性」が明らかになっていると思う。

通常、国内経済がデフレ（またはその懸念）に直面している国の通貨は、「金利安」が通貨安を招く時期があるにせよ、時間をかければ上がる。デフレは通貨を上昇傾向に入らせる。なぜならデフレとは「通貨の価値が高まること」を意味するからだ。逆にインフレの国の通貨は金利高による通貨高の時期を経たあとは、大きく下落に向かう。なぜならインフレは当該国通貨の価値の低下を意味するからだ。

今が従来と違うのは、「ほぼ例外なく“超低金利”の時代」だということだ。投資の資金が大量に向かうような国は例外なく、過去に経験したこともないほど超低金利だ。金利差と言う言葉は、世界が全体的に高インフレ・高金利の時代に使われたもので、他の国との金利差が例えば2～3%あって、そこに投資するのであれば「高金利狙い」と言えた。しかしそのような環境はない。アメリカの10年債の指標利回りも1.719%（先週末時点）だ。1.5%台まで下がるとの見方もある。

《 rate hike might lower long-term rates 》

ではアメリカがFFレートを昨年12月に続き0.25%上げたとして、米指標10年債の利回りは大きく、持続的に上がるか。筆者は難しいと思っている。今の世界のモノやサービスの価格状況を見ると、アメリカだけが局地的に一般物価のインフレ状況が高まるとは予想できない。世界の一般物価（物価統計の大宗を占める）はお互いに影響し合ってさや寄せしている。

異常に高くなるのは特殊品、特殊不動産だ。だとすれば、今の状況ではアメリカが短期金利を0.25上げるか上げないかと議論しているような状況（せいぜいその程度という意味で）は、そもそもが「低金利時代の証し」とも総括できる。物価の上昇見通しのないままに短期金利を上げれば、それは長期金利を押し下げてしまう可能性もある。

日本経済への黄信号が赤に変わりつつある中で、「日銀は今月末（27、28日）に金融政策決定会合を開く。そこでは「マイナス金利の深掘りがある」との見方も出ている。つまりマイナス金利の幅を現在より広くするということだ。しかし今の状況から言うと、マイナス金利の一段深掘りは状況をもっと悪化させる可能性が高いと思う。多分、深掘りしても日銀が

期待するような資金需要は起きず、人々の心理が一段とデフレ懸念の方向に向くからだ。

欧州でも前回のマイナス金利深掘りは間違いだったとの見方が強まっている。だとしたら、「日銀も同じ過ちを繰り返すべきではない」との意見が出るのは当然だ。「再び金融政策の方向を資産購入に移動すべきだ」という意見もあるし、筆者も賛成だ。

景気もそうだが、経済はサイコロジーの面が非常に強い。繰り返すが、「マイナス金利」と聞いて良い印象を持つ日本人は一人も居ない。変わった事をしている……というのがせいぜいの印象だ。そんな心理的影響しかもたらさない政策を深掘りしても、望ましい結果が得られるとは思えない。そう考えるべき時期に来ている気がするし、マイナス金利強化の方向で深掘りするなら、それだけのマーケット、国民、経済界を説得できるだけの材料が必要だということだと思う。

最初の「円高はいったいどこまで進むのか。そしてその後の展開は…」という疑問に戻ろう。無論政策次第だし、どちらにせよ一直線ではいかない。その上で筆者は、今の展開では年内100円を上回る90円台の円高の可能性があるとと思っているし、金融政策を含めたアベノミクスの締め直しがなければ、そこから再び100円台に戻るには時間がかかるかもしれない。そもそも相場は、75円の時代があったほどに暴力的なものだ。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 04月11日（月曜日） | 2月機械受注
中国3月消費者物価・卸売物価 |
| 04月12日（火曜日） | 3月貸出・預金動向
3月工作機械受注
インド3月消費者物価
インド3月鉱工業生産
英3月消費者物価
米3月輸出入物価指数
米3月財政収支 |
| 04月13日（水曜日） | 3月企業物価
3月マネーストック
11日時点の給油所の石油製品価格
3月投信概況
ユーロ圏2月鉱工業生産
米3月小売売上高
米3月卸売物価
米2月企業在庫
カナダ中銀が政策金利を発表
米ベージュブック |

0 4月14日 (木曜日)

休場=韓国、タイ
3月マンション市場動向
オーストラリア3月雇用統計
英中銀金融政策委の結果と議事要旨発表
米3月消費者物価
米新規失業保険申請件数
G20財務相・中央銀行総裁会議(~15)
休場=タイ、インド

0 4月15日 (金曜日)

中国1~3月期GDP速報値
中国1~3月工業生産高・小売売上高
中国1~3月都市部固定資産投資
中国1~3月不動産開発投資
ユーロ圏2月貿易収支
米4月ニューヨーク連銀景気指数
米3月鋳工業生産
米4月ミシガン大学消費者態度指数速報値
休場=タイ、インド

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。桜はピークを過ぎた木と、今まだ誇っている木が分かれた週末でした。東京から西では最後のお花見(染井吉野)を楽しまれた方も多かったのではないのでしょうか。朝晩はまだちょっと寒い時もある。しかし夜寝るとき暖房も冷房も必要ない最高の季節が来たということでしょう。ただし春はやはり風が強い。富士山では滑落事故が起きたようですが。

ところで、彼の地の桜(特に五稜郭の)はまだであることを承知の上で、私は金曜日の午後から函館に行ってきました。自分のラジオ番組で呟いてしまったので北海道新幹線(新青森→函館北斗)に乗って見たかったのと、美味しい海の幸を食べに。

新青森から函館北斗まで1時間ちょい。17分くらい走って青函トンネルに入って、25分で通過し、あとは木古内に止まって終点函館という展開。函館北斗駅は函館市にあるのではない。北斗市にあって、駅には「北斗の剣」のスタチューが。しかし「津軽海峡の下を今通過している」という客観的状況は、乗っている人間に特別な感情を引き起こすものだと思います。「この工事は大変だったろうな」(実際に34名の方がお亡くなりになったそうです)とか「今、海底からさらに200メートル下を通過しているのか」(案内放送がある)とか、「本州と北海道がついに新幹線で繋がったのか」とか感じ入るものがある。

でも営業的にはまだ厳しいそうです。函館北斗で意図的にタクシーに乗って運転手さん

に話を聞いたら、最近の北海道新幹線乗車率は35%程度。函館北斗に新幹線が到着する度にタクシー（北口にしか乗り場はなかったと思った）を利用するお客さんは2～3人程度とか。私が使った新幹線からのお客も、確か私ともう一人。函館北斗駅が開業に際してテナントを募集したら、まず入ったのはレンタカー会社。そりゃそうだ。降りてレンタを借りて北海道を回るのはナイスなアイデア。しかしその他のテナントはとんと入らなかったそうです。だってなんにもない。来年だかタクシー乗り場の奥にホテルが出来るそうです。

運転手さんに「函館の人口はいまどのくらいですか」と聞いたら、「一時の33万から28万に減っちゃいました」と寂しそう。「結局漁業が駄目になったんですよ..それに造船も..」と。確かに駅の回りなど空き地・駐車場だらけ。住宅地も五稜郭の方に移動しつつあるそうで、街として函館はあまり見るものがない。敢えて挙げればその五稜郭、赤煉瓦倉庫群（金森）、函館山からの夜景くらいか。

それにしても4月末からの五稜郭は凄いらしい。桜で。確かに日本の城としては異例の綺麗な五角形をしていて、その上に桜並木があるので、タワーの上からも、下からもとっても綺麗だろうなと思いました。その五稜郭の桜の木は、すべて一定の高さでちょん切られている。幹を切られているのです。背丈を揃えている。可愛そうだなと思いました。五稜郭の綺麗な形状に桜の木のシェープをあわせるのには必要なのでしょうか。

五稜郭タワーの周りから咲き始めるそうで、標準木による開花宣言は今年は4月24日が予定されているそう。いつもより数日早い。

それでは皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したのですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》