

円高リスクを点検する

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

1. はじめに

5月連休明けに突如として波乱含みとなった米中貿易戦争は、解決の糸口が見えるどころか、混迷、泥沼化する様相を呈している。市場では、今年28日のG20サミットにおける米中首脳会談での合意を一縷の望みとして期待する向きもあるが、米中間の閣僚級協議すら開催の目途が立っていない状況下、米中関係は依然最悪シナリオに向かっているようにみえる(詳しくは、[湯元健治の視点「最悪シナリオに向かう米中貿易戦争」](#) 2019.5.14 参照)。この間、世界の株価は再び下落する様相を見せ始めたが、足下ではFRBによる利下げ期待の高まりから、再上昇する展開となっている。他方、円ドル相場は108円台まで緩やかな円高・ドル安が進んでおり、株価が戻り歩調にあっても円安方向への戻りは弱い。以下では、今後、日本経済の回復持続にとって障害となり得る円高リスクについて、(1)リスク回避の円高進行、(2)日米金利差の縮小、(3)日米通商交渉の3つの観点から点検してみたい。

2. リスク回避の円高進行は米中交渉の行方次第

過去、グローバル経済やマーケットに様々なリスク・イベントが発生した場合、ほぼ例外なく、円が買われ、円高が進行してきた。欧州債務危機、中東でのリスク・イベント発生、北朝鮮のミサイル発射などマーケットの不安心理が高まる局面では、円買いが強まる。これは、円がスイスフランと並んで「安全通貨」「避難通貨」と位置付けられているためだ。しかし、筆者はこの説には素直に同意できない。何故ならば、日本という国を冷静にみると、震災、原発事故などがあって、決して安全な国とは言えないからだ。安全保障は米国に依存しており、北朝鮮の核ミサイル飛来の危険性が常にある。経済問題では、グローバルなリスクが顕在化すれば、貿易を通じて日本経済に大きなダメージが及ぶことは過去の経験からも明らかだ。原油価格の高騰は日本経済に大きな打撃を与えるし、米中貿易戦争の激化も、中国経済の減速による輸出減・生産減という形で日本経済の景気回復を脅かす。本来、リスク・イベントの発生は円安要因となるはずだ。

こうした国の通貨がリスク回避、リスクオフという名目で買われるのは何故か。それは日本の金利が世界中で一番低いことと関係がある。一般的に、グローバル投資家は、金利の低い国で調達し、金利の高い国で運用する。金利がほぼゼロの日本で円を調達し、高金利国で運用する取引は円キャリートレードと呼ばれるが、ひとたび、グローバルなリスクが顕在化した場合、運用リスクを回避するため、高金利国の債券や株式を売って、日本に調達資金を返済することになる。つまり、リスク回避の円高の本質は、円キャリートレードの巻き戻しなのである。しかし、どの程度の円キャリートレードが発生しているかは統計上明らかではない。投資家は、リスク・イベントに対して反射的に円を買っているに過ぎない。

このようにみると、リスク・イベントが発生した際、どの程度円が買われるかは、過去の円キャリートレードの規模に依存するが、それは不明だ。言うまでもなく、現下の最大のリスク・イベントは米中貿易戦争だ。トランプ政権は、中国側が譲歩しない限り、第四弾(すべての中国製品に 25%の関税賦課)が発動される可能性が刻々と高まっている。そうした最悪シナリオに突入した場合、世界的な株価大幅安とともに、円高・ドル安が一段と進行する可能性は高い。それでも、筆者の見立てでは、日本のゼロ金利が大きなアンカーとなっており、1 ドル 100 円台前半で踏みとどまると読む。

3. 米国利下げで日米金利差縮小も円高を加速させる要因

円ドル相場を規定する要因として、最も影響力が大きいとみられるのは、米国の金利動向・金融政策と、その結果としての日米金利差だ。最近の 108 円台への円高・ドル安は、米国の利下げ期待が市場で大きく高まったことによる。年内は利上げと利下げの両にらみで、様子見を続けると言明してきた FRB(米連邦準備制度理事会)のパウエル議長は、今月 4 日、「世界的な貿易戦争などに起因するリスクに適切に対応する」と発言し、初めて利下げの可能性を示唆した。それ以前に、セントルイス連銀のブラード総裁は、「貿易戦争による下振れリスクに対応するため、近く政策金利の引下げが必要になる可能性」に言及、FOMC 内でも利下げ論者が増えている可能性がある。金融先物市場では、7 月に利下げに踏み切るとの確率が 100%に達しており、年内に 2~3 回の利下げを織り込んでいる。米エコノミストの中でも、直近の 5 月雇用統計が弱めだったことを受けて今月 18・19 日の FOMC で利下げが決定されるとの見方も台頭してきた。米国の長期金利をみても、(1)米中貿易戦争激化による景気悪化懸念、(2)インフレ率や期待インフレ率の低下、(3)FRB の利下げ期待の強まりを受けて、足下 2.1%まで低下しており、日米の長期金利差は着実に縮小している。

米国が利下げに転じ、日米金利差が縮小すると、円高が進む可能性が高くなるが、過去の円高局面からどの程度の円高が進むかを検証してみよう。まず直近では、2016 年夏場にかけて 101 円台まで円高が進行。この時は、チャイナ・ショックと呼ばれた中国経済の悪化懸念と上海株の下落を引き金とした世界同時株安が進行した点で、現在と状況が似通っている。さらに、英国の EU 離脱が国民投票で決まったり、原油価格が 30 ドル台まで大幅に下落するなどマーケットに激震が走ったことも円高を加速させた。当時、米国の利上げが見送られ、10 年物国債利回りは、1.5%まで低下するなど金利面からも円高進行が正当化された。

それ以前の円高は、2008 年のリーマン・ショックに端を発して、2012 年には 80 円台まで一本調子の円高が進んだ。この時は、欧州債務問題が市場の不安を増幅した面があったが、基本的には、米国の大規模な金融緩和の継続が円高加速の主要因となった。米国の政策金利は、リーマン・ショック前の 5%台から 2009 年には 0.25%まで大幅に引き下げられ、その後は 3 次にわたって大規模な量的緩和(QE)が実施され、これが強力なドル安・円高に作用した。この当時と比較すると、米国が利下げに転じる可能性があるとはいえ、予防的利下げの色彩が強く、多くても年間 2~3 回に止まるとみられる。日銀の大規模緩和とマイナス金利のインパクトは依然として大きく、

100 円を割れるような円高進行リスクはかなり小さいと判断される。ECB(欧州中央銀行)も利上げ時期を来年半に先送りし、いざとなれば、金融緩和を含みにしている点も、円高要因となるが、そういう展開になった場合、日銀も追加金融緩和を辞さない構えを見せており、大幅な円高の抑止力となり得る。

4. 日米通商交渉も円高に振れる要因だが限定的

さらに、日米間の通商交渉が今後本格化し、米国から厳しい要求を突き付けられる場合、為替市場では円高圧力として作用する可能性がある。その最たるものは、大幅な通貨安誘導を禁止する「為替条項」の導入だ。トランプ大統領は、先の日米首脳会談後の記者会見で8月にも何らかの合意が出来ると表明している。ムニューシン財務長官も、折に触れ「為替条項」の導入が必要との立場を表明しており、今後、米国側から正式な協議要請が出た場合には、円高要因として作用しよう。

ただし、筆者のみるところ、「為替条項」は、自動車や農産物などの分野で日本に大幅な譲歩を迫るためのブラフの色彩が強いのではないか。米国は、メキシコ、カナダ、韓国との間で「為替条項」を導入しており、日本にも導入を迫ってくる可能性は高い。しかし、これらの国と結んだ「為替条項」の内容を見る限り、過去、G7 や G20 の共同声明に盛り込まれた「通貨安誘導はしない」といった程度の文言に止まる可能性はある。米国自動車業界が議会公聴会で日本に対しては、金融政策の手足を縛るなどより強硬な「為替条項」を導入すべきだと主張しているが、そこまでの要請は良好な日米関係を勘案すると考えにくい。米国政府が半期に一度公表している「外国為替報告書」では、為替相場の監視対象国を日本を含めて 21 カ国に拡大したが、為替操作国の認定は回避されている。為替操作国認定の基準である、(1)経常黒字対 GDP 比率が 2%以上(今回従来の 3%から引下げ)、(2)為替介入の実施、(3)対米黒字年間 200 億ドル以上のうち、日本は(1)と(3)に該当するが、為替介入は近年全く行っておらず、操作国認定はあり得ない。為替問題は通商交渉とは切り離し、日米の財務相間で話し合うこととされているため、日本側も譲歩することは考えにくい。110 円前後の為替相場は適正レベルにあり、米国側が文句をつけてくることは困難だ。以上を要するに、通商交渉で米国側が厳しい要求を掲げてきたとしても、円高に振れる度合いは限定的なものに止まろう。

5. 根強い円安要因が急激な円高進行の歯止め

今後の円ドル相場を展望すると、米中貿易戦争の激化によるリスク回避の円高、米国利下げと日米金利差の縮小、日米通商交渉などの円高要因が強まりつつあるが、他方で、以下のような円安要因も根強く作用しており、急激かつ大幅な円高の抑止力となり得る。

第 1 は、貿易収支の赤字転落だ。4 月は米中摩擦による対中輸出の減少を受けて 982 億円の赤字となった。経常収支は 1 兆 7,074 億円と黒字を維持しているが、前年比では▲9.5%の減少となっている。貿易収支は 16、17 年度には 4 兆~5 兆円台の巨

額の黒字を維持していたが、18年度にはわずか7,000億円台にまで縮小している。こうした黒字減少は、為替需給面から円高圧力を軽減する。

第2は、根強い対外証券投資や対外直接投資の増加だ。これは世界経済の拡大や大きな内外金利差を背景としており、容易にトレンドが変わるものではない。この規模は、経常黒字と対内証券・直接投資の合計額を上回っている。これは、基礎的な為替需給面からみると、円安・ドル高圧力が円高・ドル安圧力を上回っていることを意味する。

第3は、ヘッジファンドなどの行動変化だ。過去、急激かつ大幅な円高が進行した時は、ヘッジファンドが先物の日本株売りと円買いを同時に行う投機的取引が横行した。こうした動きは、日銀の大規模金融緩和によって封じられ、現在では鳴りを潜めている。5月の外人投資家は日本株を4,600億円の売り越しに転じており、為替需給面からは円売り要因となっている。

以上のようにみると、先行きの円高要因は多々あるものの、円安要因も根強く続いており、円高が進行する可能性は決して低くないが、その程度は103円までで、急激かつ大幅な円高は回避されると予想する。もっとも、為替にはオーバーシュート(行き過ぎ)が付きものであり、過度な楽観は禁物だ。米中摩擦の激化により、内外の株価が大幅に下がる局面では、投機筋の円買いが強まるリスクには警戒が怠れない。その意味で、米中貿易戦争の帰趨が米国の金融政策の行方を含めて、為替相場を作用する重要なファクターであり続けるだろう。

(2019. 6. 11)