

ストラテジーブレティン (169号)

新大統領の下、新日米関係がドル/円相場的前提を変える可能性

アベノミクスの天敵、円高

円高はアベノミクスの天敵と言ってもよい。順調な企業業績も、インフレの着実な上昇も、株価上昇も 2013 年から続いてきたアベノミクスの成果をすべて台無しにし、今やアベノミクスは失敗したとの論評が、経済論壇を闊歩している。たった半年で 20% という円高は極めて乱暴で、破壊力があつた。

ファンダメンタルズから乖離した円急騰

この円高を米国経済の脆弱化というファンダメンタルズから解釈している市場参加者が多いが、そうだろうか。どう見ても経済実態は米国の方が日本より好調である 2016 年 10 月の IMF による改定 GDP 見通しでは米国が 1.6% (2016) から 2.2% (2017) へ、日本が 0.5% (2016) から 0.5% (2017) へと比較にならない。また金融政策も金融引き締めが狙上に上っている米国 FRB に対して日銀は新次元緩和をイールドカーブターゲットティングと言う形で一段と進めた。日本の物価がマイナスに転じ実質金利が高くなったことを指摘する向きもあるが、それこそ円高による輸入価格の下落が引き起こしたもので、因果関係は逆である。日本の国内物価に大きな影響を持つ賃金は、労働需給のひっ迫により名目、実質ともにはっきり上昇し始めているのである。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: musha@musha.co.jp

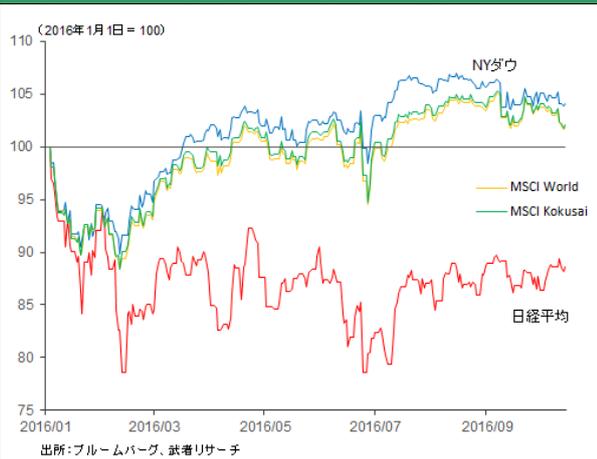
www.musha.co.jp

〒105-0021

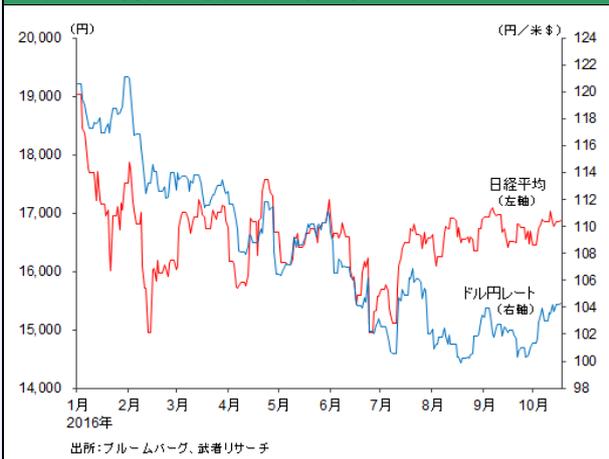
東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティーレ汐留 901

図表 1：2016年初来の日本株一人負け



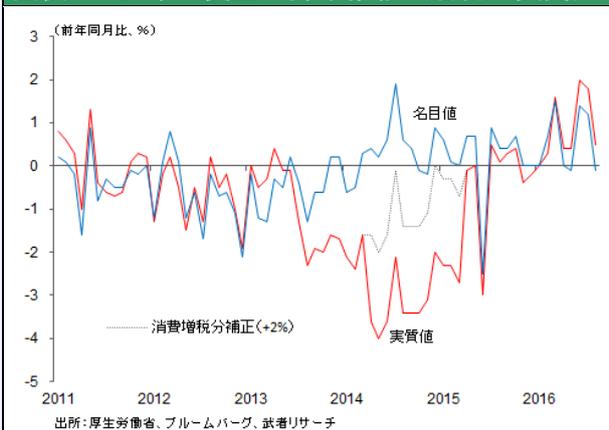
図表 2：株安円高の同時進行



図表 3：日米実質金利推移



図表 4：日本の賃金上昇率推移(名目・実質)



世界危機回避、元切り下げ下げ抑制の人身御供に

それでは何故これほどの円高が進行したかと言えば、その発信源は米国当局にあると言わざるを得ない。様々な状況証拠を重ね合わせれば、中国発の国際金融危機のリスクが高まり、それを回避するために中国当局の人民元切り下げ抑制が必要となり、人民元切り下げ抑制のための金融調整が打ち出され、米国利上げの停止と円高誘導が起きた、と考えざるを得ない。中国は人民元引き下げ抑制と引き換えに、円安是正を求めた可能性がある。こうして年初の中国危機不安再燃以降、米国当局のドル円相場観が120円から100円に急シフトしたと考えられるのである。

ルー対麻生、為替影響力の決定的格差

米国ルー財務長官は円の急騰を秩序だっているとの強弁を重ね、口先介入で円高を誘導した。対して日本の麻生財務大臣は円の急騰は問題であると否定したが、市場は麻生財務大臣の発言を完全に無視した。ドル円レートの決定権が米国側にあることを市場が理解していたからである。

また4月に米国財務省は新たな為替操作国モニタリング制度を始めた。①対米貿易黒字200億ドル以上、②経常黒字の対GDP比が3%以上、③外貨介入がGDP比2%以上、の3条件を満たす国を為替操作国と認定し、報復措置をとると言うものである。この三条件を満たす可能性があるのは唯一日本であり、この制度はもっぱら日本を標的にしたものと考えられる外はない。中国の対米貿易黒字は3561億ドル、日本676億ドルの5倍と巨額で米国雇用を奪っているスケールは日本の比ではないが、外貨介入は大幅なマイナス、つまり巨額のドル売り買い介入で人民元を市場実勢に比べて押し上げている国であり、到底モニタリング国にはなり得ない。またドイツは世界最大の経常黒字国で、対GDP比は9.1%と日本の3.7%の2.5倍に達しているが、そもそも自国通貨は無い。今世界で大幅な黒字を積み上げ不均衡を作っている中国、ドイツの二か国に対しては全く無力で唯一日本を標的にしたこのような制度の導入は、著しく政治的なものであり、日本には受け入れがたいものである。それも米国の対日為替圧力を発揮する格好の手段となっている。

図表5：米国の為替操作国モニタリングリスト（2016年10月報告）

	① 対米 貿易収支 直近4四半期、 10億ドル	② 経常収支対GDP比 (参考)直近3 年間の変化		③ 為替介入	
		直近4四半期、 %	%	介入純額 対GDP比 %	継続的な 為替介入
中国	356.1	2.4	0.0	-5.1	N
ドイツ	71.1	9.1	2.3	-	N
日本	67.6	3.7	2.6	0.0	N
メキシコ	62.6	-2.9	-0.8	-2.2	N
韓国	30.2	7.9	2.0	-1.8	N
イタリア	28.3	2.3	1.9	-	N
インド	24.0	-0.8	4.2	0.3	N
フランス	18.0	-0.5	0.4	-	N
台湾	13.6	14.8	5.2	2.5	Y
スイス	12.9	10.0	-1.6	9.1	Y
カナダ	11.2	-3.4	0.1	0.0	N
英国	-0.3	-5.7	-2.0	0.0	N
(参考)ユーロ圏	130.5	3.2	1.3	0.0	N

出所：Haver Analytics、米経済分析局、米財務省（推計含む）

対米従属の外貨準備運用

ちなみに日本のドル円レート決定における従属性は、外貨準備運用に顕著に表れている。日本の外貨準備1兆ドルのほぼすべては米国国債として運用されている。対して中国は3.2兆ドルの外貨準備のうち米国債は1兆ドル前後、過半は対外投資・融資として国益に基づく運用がなされている。かつてクリントン大統領時代1997年6月、橋本首相は円高圧力を強める米国に対して、一方的な円高誘導に対しては、日本は保有米国債を売るという対抗措置があり得るのだと米コロンビア大学で講演し、大きなバッシングを受けたことがある。それ以来日米の為替交渉にあたっては圧倒的に米国優位とのパーセプションが定着している。つまりドル円レートは米国国益に即して決められるという非対称性が市場のコンセンサスになっているのである。

米国国益と地政学が円安要因となる日は近いのではないか

とすれば今後の為替展望を考えるには、まず①米国国益となるドル円レートはどれほどか、次いで②為替決定権における日米バランスが変化するか、の2点から考えられなければならない。

まず米国国益のドル円相場はどの辺にあるか、100円近辺よりも円安水準であるだろう。①米国のインフレリスクが高まり利上げに進むということはドル高がファンダメンタルズであること、②中国元急落から起きる国際金融危機が当分封印されつつあること（危機回避のための金融財政の弥縫策と資本規制による人民元相場コントロールが効いている）から、元安回避の人身御供としての円高は不要になりつつある、③円高苦境にある日本経済を放置することは得策ではない、という理由である。

しからは為替決定権における日米のバランスは、どうか。この点ではほぼ確実となった次期ヒラリー・クリントン政権がスタンスを変える可能性を考えたい。時期クリントン政権は対中圧力を強め日米同盟強化に注力するだろう。日本のプレゼンスの正当な高まりを歓迎するとみられる。クリントン大統領候補は9月末国連総会に参加している安倍首相に特別の会談を申し込んだが、それは日本重視の表れと言える。また会談に同席したヒラリー・クリントン氏の外交アドバイザー、カート・キャンベル氏は会談でクリントン氏が「日本のロシアアプローチを受け入れる」と話したと述べている。これらは為替決定権のバランスがより均衡のとれたものに変化する兆しとも考えられる。日本にとって不当な為替モニタリング制度も、変更または取りやめられるかもしれない。当然安倍政権は安全保障協力の強化の見返りとして米国の為替に対する影響力軽減を求めていこう。長らく放置されてきた円高阻止のバーゲニングパワーを高める日本の努力が、功を奏する環境にあると言える。日米同盟新時代にふさわしい為替関係構築が市場参加者の相場観に変化を与えると可能性を念頭に置くべき時期に来ている、といえるのではないか。

著作権表示©2016 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいません。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。