

# Market Bulletin

2016年5月17日

## 引き締めとドル高回避の両立目指す米国： ドル安・円高基調への転換に要注意

### 要旨

- 米国は「金融引き締め」と「ドル高の回避」という矛盾する政策目標の達成を志向しているように見え、その状況はプラザ合意直後の1986年に似る
- これらの両立を目指す理由は、実体の伴わない金融市場の過熱を抑制しつつ、企業業績の回復を図り、現在の完全雇用を長引かせるためだろう
- 中期のトレンドとして、ドル安・円高方向への転換の可能性を見ており、より短期的には6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)に向けた利上げのリプライシング(利上げの再織り込み)とリスクオフに注意が必要と考えている

### ドル円相場は105円台を付けた後108-109円台に戻す

筆者は、昨年9月18日付けの弊社レポート以降、さまざまな機会を通じ、日本の個人投資家に対して、為替ヘッジの重要性をお伝えしています。

ドル円相場は、今年のゴールデンウィーク前半に一時1ドル=105円台を付けました。その当時なら「円高・ドル安だ」と言っても「今さらか」と返されるような状況でしたが、その後はドル高によってドル円相場は1ドル=108-109円台に押し戻されています。ドル安・円高の余地を考えれば、まだこの話を続けても、日本の個人投資家にとってはメリットがあると考えています。

本稿ではまず、ドル高是正の姿勢を鮮明にし始めた現在の米国と、1986年当時の米国との興味深い類似点を整理します。それは、さらなるドル安・円高の可能性を示唆します。

最後に、6月14-15日の米連邦公開市場委員会(FOMC)に向け、金利上昇のリスクオフが生じる可能性を考えます。昨年12月の利上げに向けては、わずか2週間足らずの期間に利上げの織り込みが進んでおり、楽観は禁物です。

Yoshinori Shigemi  
Global Market Strategist  
Market Insights

Guide to the Markets Japan  
のダウンロードはこちらから  
[www.jpmorganasset.co.jp/guide](http://www.jpmorganasset.co.jp/guide)

## 金融緩和とドル急落回避を目指した1986年の米国

今後のドル円相場を見る上でのポイントは、

■ 米国が矛盾する政策目標の同時達成を目指し始めたのでは？

と思える点です。興味深いことに、現在と同様の状況は1985年9月22日のプラザ合意(=日米英独仏の主要5カ国による、ドル高是正のためのドル売り協調介入に関する合意)を経た1986-87年頃にも見られます。少しタイムスリップしてみましょう。

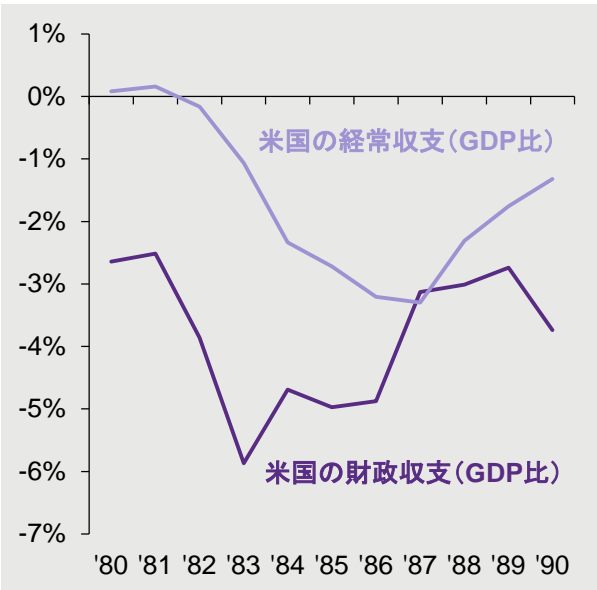
1986年当時の米国は、次のような矛盾する政策目標の達成を試みていました。すなわち、

- 金融緩和(巨額の財政赤字を解消しなければならない一方で)
- ドル急落の回避
- インフレ期待の再来回避(オイル・ショックという『大インフレ期』の後)の3つです。

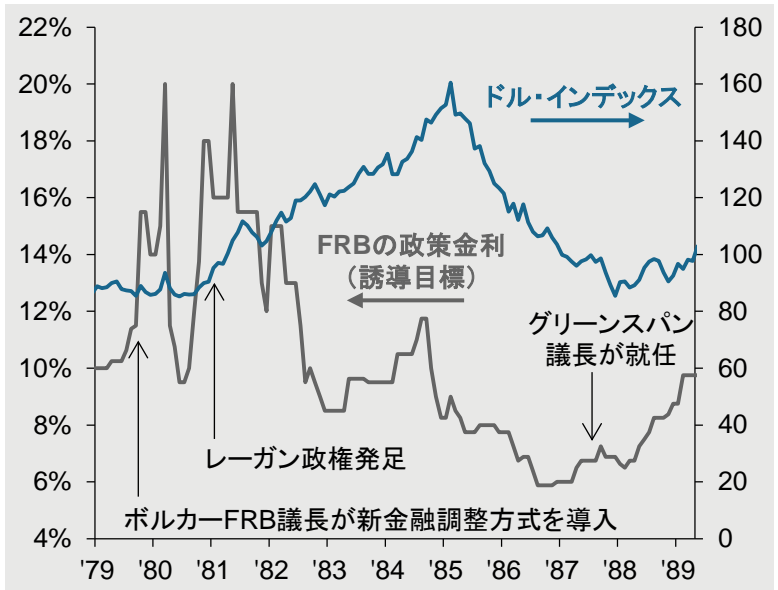
ここで重要な点は、これらの矛盾する目標を達成するために、当時の米財務省と米連邦準備制度理事会(FRB)が取った手段です。米国は自らが金融緩和(利下げ)を行うだけでなく、日本や西ドイツ(当時)にも利下げを求めました(\*)。そうすれば、利下げするのは米国だけではありませんから、ドルの急落を防ぎつつ、金融緩和によって自国の景気を刺激することが可能になります。

\* 例えば、伊藤正直・小池良司・鎮目雅人「1980年代における金融政策運営について：アーカイブ資料等からみた日本銀行の認識を中心に」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー、2014年9月を参照してください。

参考図表1: 米国の財政収支と経常収支



参考図表2: 米国の政策金利とドル



出所: IMF、米議会予算局、JPモルガン・アセット・マネジメント 出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

## 1986年以降の金融緩和がバブル経済の一因に

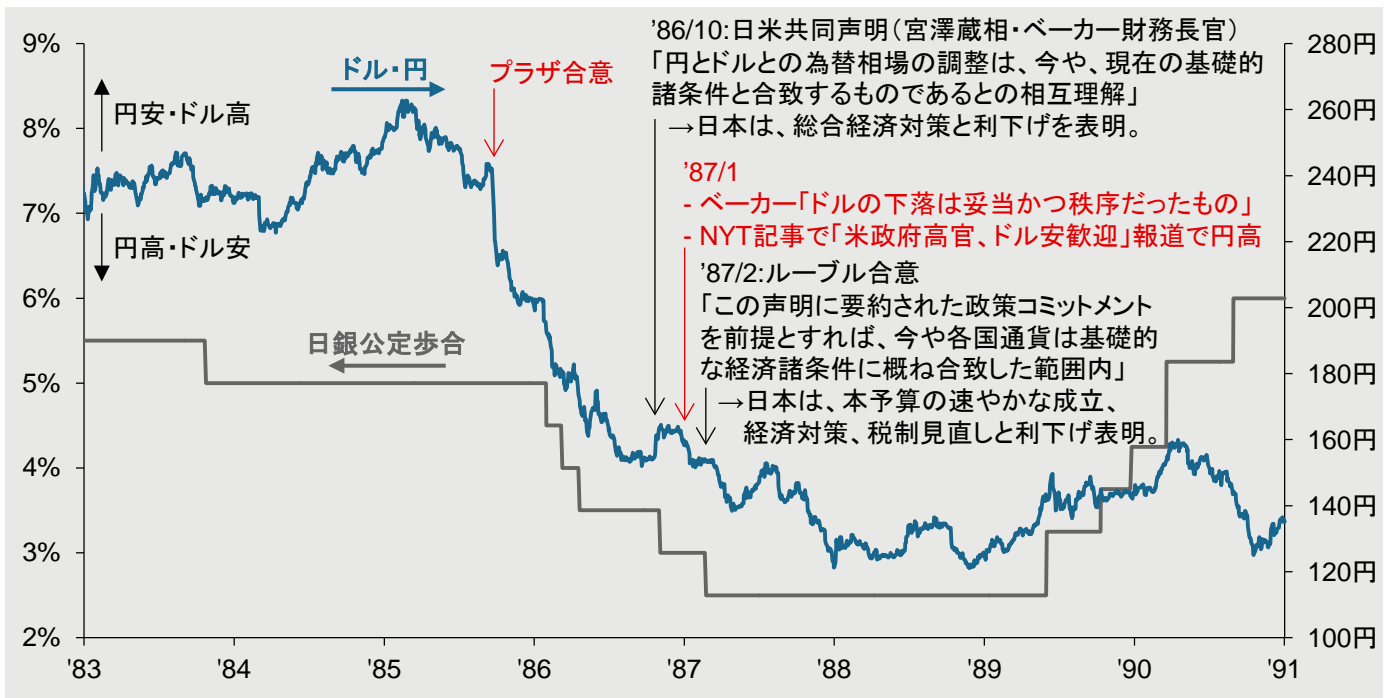
当時、ドルの急落は、米国ばかりでなく、日独などの各国当局にとっても避けたい事象でした。なぜなら、ドルの急落が金融市場の不安定化や実体経済の混乱につながることを恐れたためです。加えて、日本にとっては、プラザ合意後に急速に進んだ円高によって悪化しつつあった企業マインドがさらに悪化することを避け、なおかつ、特に米国に対する貿易黒字を減らすことも重要な政策課題でした。

これらの点から、日銀は1986年1月、約2年3か月ぶりに公定歩合を引き下げます。続く3月と4月は日米がほぼ同時に利下げを行い(3月は西ドイツも)、日本の公定歩合はプラザ合意前の5.0%から3.5%まで引き下げられました。

1980年代前半の日本経済は、実質ベースで約3-6%の成長、名目ベースで約4-7%の成長を遂げており、3.5%の政策金利は非常に緩和的な水準であったと考えられます。それでも一連の利下げは前段で述べた政策課題に照らせば、正当化されるものであったと考えられています。しかし、「これ以上の金融緩和は適切でない」というのが当時の日銀の考えでした。

ただ残念なことに、その後も円高の勢いは衰えることはありませんでした。円高に窮した大蔵省(当時)や日銀はまもなく、米国当局から為替相場安定の言質を引き出すために(=米国当局に「円はもはやファンダメンタルズに照らせば適切な水準」と表明してもらうために)、財政出動や追加利下げを確約させられてしまいます。そして、日本はバブル経済へと突き進んでいきます。

参考図表3: プラザ合意前後の日銀の金融政策とドル円相場



出所: Bloomberg, JPモルガン・アセット・マネジメント

## 金融引き締めとドル高回避を目指す現在の米国

そして、時間の針を現在に戻すと、米国は、次のような矛盾する政策目標の同時達成を試みているように見えます。すなわち、

- 金融引き締め(金融市場を安定させ、完全雇用状態を持続させるため)
- ドル高の回避(ドル安に導ければ、原油市況と企業業績の回復につながる可能性がある)
- 低インフレ・デフレ期待の回避

の3つです。1986年当時とは対照的である点が興味深く思えます。

やはり、1986年当時と同様に、これらの矛盾する目標の達成は、米国単独では難しいように見えます。実際、その難しさは2014年7月からのドル高・人民元高とこれに続く米中景気の鈍化で証明済みと言えるでしょう。

そこで米国が取りつつある手段は、1986年と同様に、日本や欧州に対してさらなる金融緩和の自粛を求めることではないかと憶測されます。そうならば、米国にとってはドル高を回避しつつ、自国の利上げが可能になります(→実際には、米国が日欧に対してそのような要請をせずとも、そうしたメッセージを発するだけで金融市場は反応する可能性があります)。

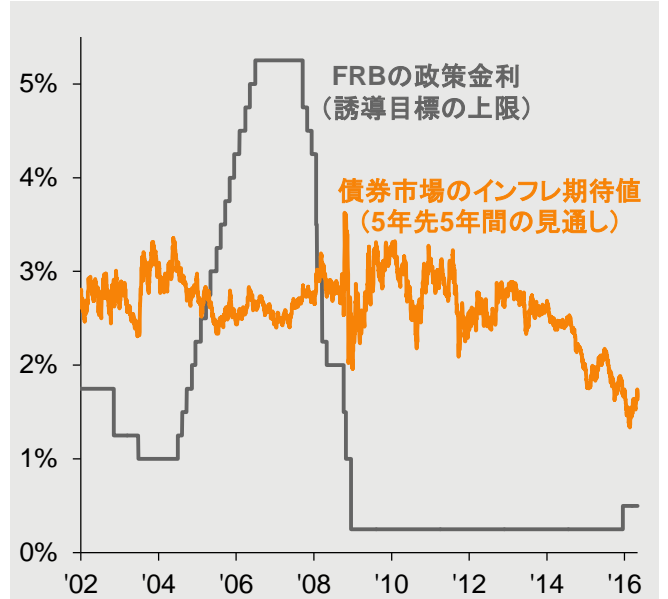
2014年7月以降のドル高と、ドル高に歩調を合わせるように生じた原油安がいずれも、米国の生産や企業業績を押し下げていることを考えれば、米国がこれまでの「ドル高容認」姿勢から「ドル高是正」へと方向転換することは自然に思えます。さらには、首尾よくドル安に合わせて原油高となれば、インフレ基調となり、低インフレやデフレに対する期待を払しょくすることもできます。

参考図表4:ドルと原油先物(直近時点:2016年4月1日)



出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

参考図表5:長期のインフレ期待(直近時点:2016年5月3日)



出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

## 米国はドル高是正の姿勢を鮮明に

米財務省は4月29日に、半年ごとに議会に提出する為替報告書を公表し、貿易収支や経常収支、為替介入実績に基づき、日本を含む5カ国を新たに設けた「監視リスト」に載せました。

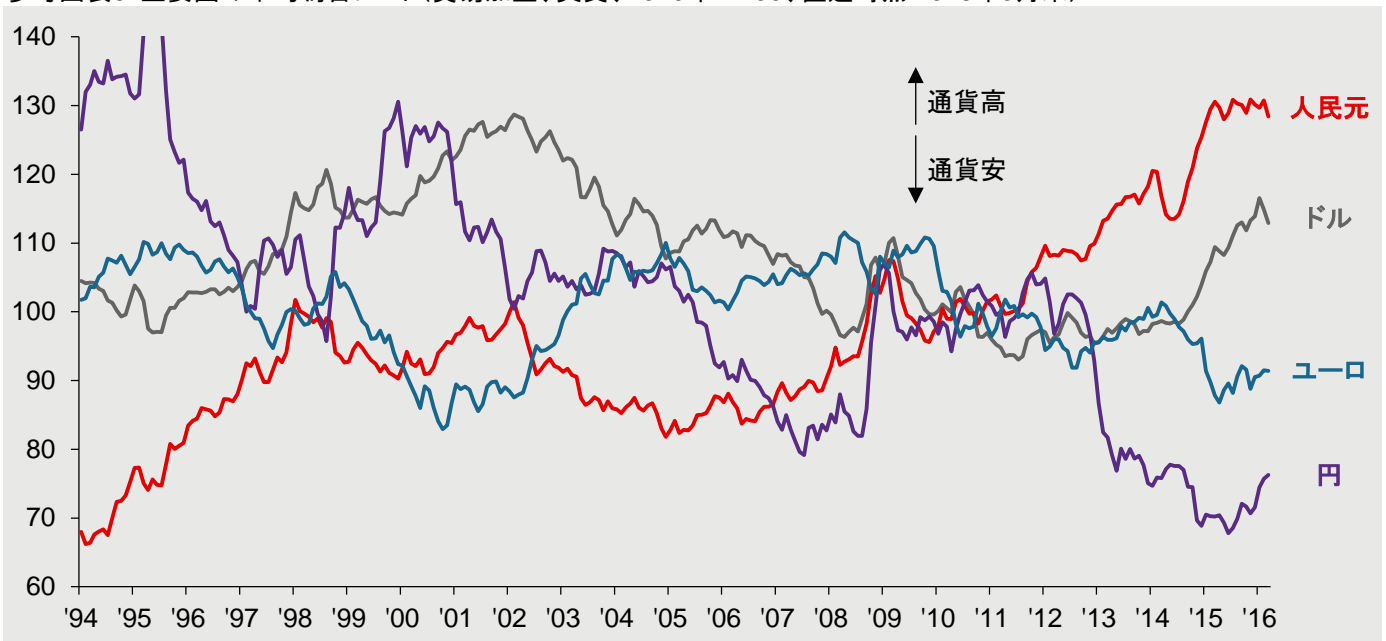
特に日本については「ドル円相場の現状は秩序立っていると評価すると共に、通貨政策に関するG20とG7のコミットメント(=通貨の競争的な切り下げを避けること)をすべての国が守ることが重要」としています。「秩序立っている」という文言は1980年代から使われている言葉で、為替相場がファンダメンタルズに沿う水準との認識を表します。これは、日本の通貨当局による為替市場への介入をけん制するメッセージのように見えます。

一方で、同じ「監視リスト」にはドイツも含まれています。ドイツは日本よりも貿易黒字が大きいものの、ユーロという共通通貨圏の枠組みの中に位置しています。つまりユーロは、ドイツ以外の国々のファンダメンタルズにも左右されるため、ドイツの「強さ」だけではユーロ高(ドル安)には動きません。

金融市場が米国の意向を読み取りつつ、米国の経常赤字という構造的なドル安要因に沿う動きを強めれば、ドル売りの圧力は(ユーロには向かいづらい分)円に対して「しわ寄せ」的に生じる恐れもあります。

日本の経常黒字や低インフレ(相対的に高い実質政策金利)なども考え合わせると、ドル円相場は中期的に見て、ドル安・円高基調への転換があると考えています。

参考図表6: 主要国の平均為替レート(貿易加重、実質、2010年=100、直近時点:2016年3月末)



出所: 国際決済銀行(BIS)、Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

## なぜ米国は利上げを目指すのか

ここまでで読者が疑問に思うとすれば、ドル安はよいとしても、なぜ米国が利上げを実現したいのかという点でしょう。言い換えれば、「ドル高を避けるには、利上げを遅らせればよいのでは」という反論です。

筆者は、現在のFRBが最も重視するのは金融市場の安定であり、FRBはそのために利上げを目指しているのではないかと考えています。

確かに米国景気は力強さに欠いていて、インフレ圧力もまだ弱いままです。この点からは利上げは正当化されにくいと考えます。しかし、それでも失業率は既に、完全雇用に近い水準にまで達してしまっています。そこでFRBが考えることは、その完全雇用の状態を「いかに長引かせるか」ということであるはずで

しかしながら、雇用や投資を決定する企業の業績はドル高や原油安によって冴えない状態が続いています。例えば、2015年通年の米国の企業利益は、2009年以來の減益になっています(国民経済計算・GDP統計による)。

対する金融市場はどうかと言え、企業業績は冴えないのにも関わらず、「FRBは当面、利上げしない」という緩和姿勢に乗じるように、金融資産を買い上げています。このようなファンダメンタルズ(实体经济や企業業績)に基づかない買いこそが、金融市場の将来の不安定性につながり、例えば金融市場の急落が投資家や家計の心理を悪化させ、今般の息の長い景気拡大を終わらせてしまう恐れがあります。

金融市場の安定性に関して、イエレンFRB議長は、2014年5月の講演や、翌年5月の講演後のラガルド国際通貨基金(IMF)専務理事とのディスカッションなどの機会を捉え、金融市場の過熱に警戒サインを発しています。

参考図表7: 米国ハイ・イールド債券の上乗せ金利(対米国債) 参考図表8: 米S&P500指数の株価収益率(PER)



出所: BoA Merrill Lynch、Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント 出所: Datastream、I/B/E/S、JPモルガン・アセット・マネジメント (直近時点:2016年5月13日) (直近時点:2016年5月4日)



## 調整を恐れるならば『正常化』を打ち出していない

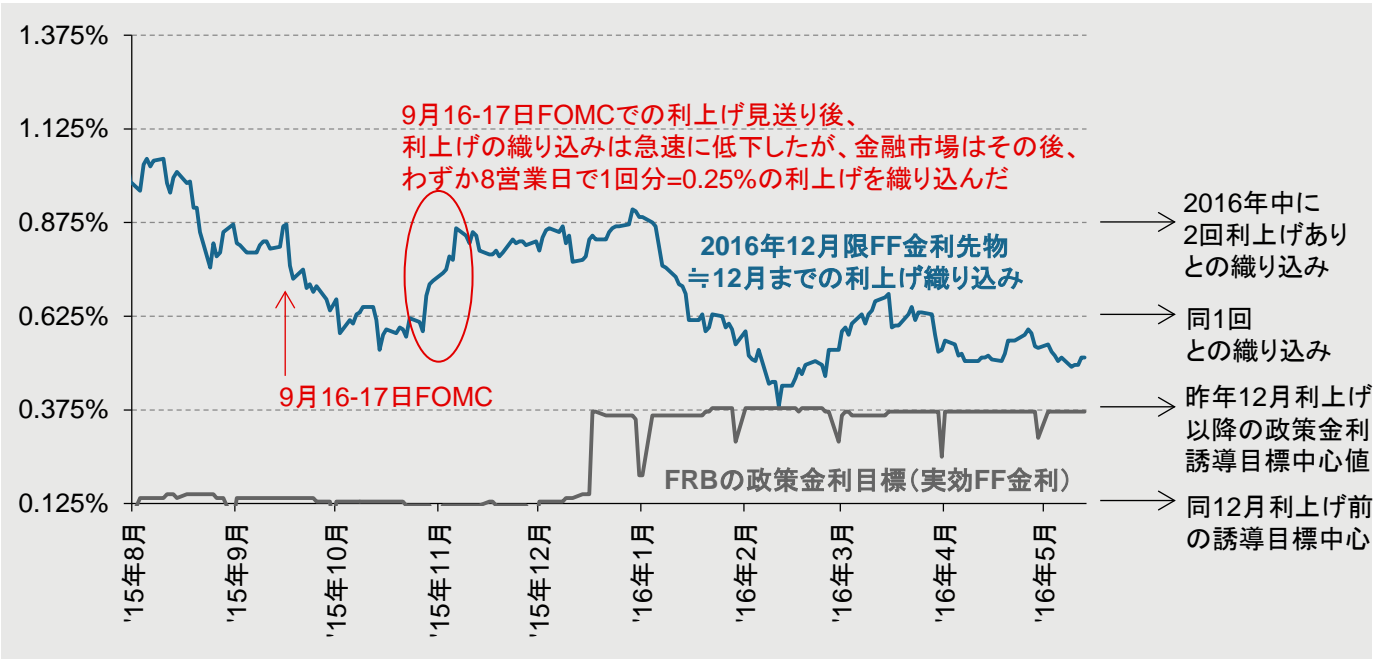
おそらくイエレン議長を含むFRBは「年1回の利上げ」をメインシナリオとは考えていないでしょう。何より金融市場が「FRBは年1回をメインシナリオと考えている」と読み解くようなことがあれば、利上げ見送りに乗じた投機が強まり、将来的に金融市場や実体経済を不安定にする恐れがあります。

したがって、FRBにとってみれば、利上げの「姿勢」を示し続けることが必要です。確かに、株価の上昇はFRBにとって重要です。なぜなら、株価の上昇が個人消費や投資のドライバーになるためです。しかし、FRBが望むのは企業業績(実体)を伴う株価の上昇のはずです。実際の引き締めで投機をけん制しつつ、ファンダメンタルズに沿ったドル安(と原油高)による企業業績の回復が生じるのが、FRBにとってのベストシナリオでしょう。

付け加えておくと、6月23日にEU離脱の是非を問う英国の国民投票を控える中、FRBは利上げできないとの見方もあります。しかし、FRBが将来の金融市場でリスクオフが生じる可能性を考慮し、今、利上げを思い留まることは考えにくいでしょう。FRBが市場の調整を恐れているならば、そもそも引き締め姿勢に転換する『正常化』の姿勢を打ち出していないはず

今後については、より中期のトレンドとしてドル安・円高方向への転換の可能性を見ており、より短期的には6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)に向けた利上げのリプライシング(利上げの再織り込み)とリスクオフに注意が必要と考えています。昨年12月の利上げに向けては、わずか2週間足らずの期間に利上げの織り込みが進んでおり、楽観は禁物です。

参考図表9: 2016年末時点の利上げ織り込み(≒年内の利上げ回数に関する市場の予想、直近時点:2016年5月13日)



出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント

- BofAメリルリンチの各インデックスは、メリルリンチ・ピアース・フェナー・アンド・スミス・インコーポレーテッドが発表しており、著作権はメリルリンチ・ピアース・フェナー・アンド・スミス・インコーポレーテッドに帰属しています。
- S&P500指数は、スタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーが発表しており、著作権はスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーに帰属しています。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料に記載の見通しは投資の助言や推奨を目的とするものではありません。また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントあるいはそのグループ会社において記載の取引を約束するものでもありません。予測、数値、意見、投資手法や戦略は情報提供を目的として記載されたものであり、一定の前提や作成時点の市場環境を基準としており、予告なく変更されることがあります。記載の情報は作成時点で正確と判断されるものを使用していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料では、お客さまの投資判断に十分な情報を提供しておらず、証券や金融商品への投資のメリットをお客さまが自身で評価するにあたって使用するものではありません。また、かかる法務、規制、税務、信用、会計に関しては、個別に評価し、投資にあたっては、投資の目的に適合するかどうかに関しては専門家の助言とともに判断してください。投資判断の際には必要な情報をすべて事前に入手してください。投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は市場環境や税制により上下するため、投資元本が確保されるものではありません。過去のパフォーマンスおよび利回りは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント (UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント (ヨーロッパ) S.à r.l.
- スイス: J.P.モルガン (スイス) SA
- 香港: JFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ (アジア) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット (アジア) リミテッド
- インド: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: JPモルガン・アセット・マネジメント (シンガポール) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット (シンガポール) プライベート・リミテッド
- 台湾: JPモルガン・アセット・マネジメント (台湾) リミテッド、JPモルガン・ファンズ (台湾) リミテッド
- 日本: JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社 (金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第330号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)
- 韓国: JPモルガン・アセット・マネジメント (コリア) カンパニー・リミテッド
- オーストラリア: JPモルガン・アセット・マネジメント (オーストラリア) リミテッド (ABN 55143832080) (AFSL 376919) (Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)
- カナダ (機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント (カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービシズ・インク (FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

本資料は、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限ります。

Copyright 2016 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved