

米国のドル安・株高・原油高、持続性に制約

減税やインフラ投資も残存、米債金利とドルの上昇要因

2018/1/19

米国では「ドル安・株高・適度な原油高」というハネムーン蜜月相場が進展しているが、持続性には制約がある。いずれも景気や景況マインドの改善、インフレ底上げの要因となるほか、米国では実際的な減税の始動やインフラ投資も残存している。FRBによる緩慢な利上げのノイズとなるものだ。しかもIMF見通しで米国の広義需給ギャップは2018年に2007年以来のプラス幅拡大が想定されており、過去実績として需給ギャップ改善過程でのドル安は時間差を経て米長期金利の上昇とドル高を誘発させてきた。

行き過ぎるとFRB「緩慢利上げ」のノイズに

「NY連銀の米GDPナウ・キャストでは、2017年10-12月の実質GDPが+3.9%と予測されている（1月12日時点）。このまま推移すれば、2004-2005年以降で初めて3四半期連続で3%を超えたことを意味する。しかも2018年1-3月は現状+3.2%と見込まれており、過去4年間で3度も繰り返されてきた年初1-3月の失望減速パターンが打破されることになる」――。

米国系大手運用ファンドのストラテジストはこう指摘しながら、今年の米国の経済やインフレに関して、上振れサプライズに警戒感を示す。今年の米10年債金利は2.25%から2.75%という落ち着いた予想を行っているが、「このレンジの上限近辺で推移する」（同）可能性にも注意を払っている。

その中で年明け以降の米国では、ドル全面安と株高、適度な原油高が進展している。ただでさえ、米国では今年から実際的な減税が始動するほか、1月後半にかけてはトランプ政権がインフラ投資計画の詳細を打ち出す予定だ。いずれも成長加速や企業・家計の景況マインド改善、インフレ上昇を後押しさせる要因となり得る。その意味でドル安・米株高・原油高という流れは、行き過ぎると米長期金利の一段の上昇やFRBの緩慢な利上げの微妙なペースアップにつながるため、持続性という点では制約がある。

FRBも昨年までのインフレ低迷を「一時的」と見なす根拠として、2014年前後からの強過ぎるドルの遅行影響を指摘してきた。すでにドル実効指数は昨年1月から反落に転じてきたが、1年が経過した今年1月米NY連銀製造業景況指数では、「6カ月先予想」で仕入価格が52.9（前月は50.0）となり、2012年5月以来の高水準へと急上昇している。

販売価格も31.2（27.5）と2014年12月以来の高さとなってきた。最近の販売価格予想では2016年8月の9.3から10月に30.2へと急上昇し、現在と同

じような30を超えとなったが、ドル/円は米大統領選要因もあって同年11月からドルが底入れとなり、ドル高・円安基調に転換した実績を有している。

その前では2003年から2004年にかけて販売価格予想は底入れ上昇となったが、2005年1月に35.3まで上昇したところで、ドル/円は同月の101円前後でドルが底入れへと移行。2007年の124円方向にかけて、ドル高・円安トレンドが点火されている。

ひるがえって現在は米国での期待インフレ上昇や長期金利上昇でも、ドル全面安が後押しされている。鮮度の高い旬の投資テーマがECB（欧州中銀）や日銀の出口戦略に移行してきたといった要因のほか、1) 期待インフレや物価指標の上昇は、初期段階や金利上昇幅の抑制段階で通貨安要因となる（インフレは通貨安要因。実質金利も押し下げ）、2) 米国での金利上昇は先行き米国経済を減速させていく、3) 期待インフレの修復やリスクテイクの刺激は国際分散投資を促す（ドル資産から資金流出）、4) 米国債金利の上昇と裏表の米国債価格下落は、米国債からの資金流出を懸念させている（中国による米国債処分思惑など）――といった背景がドル安の原因として指摘されている。

11年ぶりの需給ギャップ改善、ドル安効果増大

同時に為替相場でのドル安は、昨年まで大量に米国株投資を行ってきた米国外の海外投資家に対し、為替差損リスクを喚起させている。欧州系や中東系マネーなどによる「保有米国株の為替差損回避ヘッジ」や「為替ヘッジ付きでの米国株の新規投資」などが為替ヘッジでのドル売りを増幅させている。

もっとも現在はまだ米国経済の悪化や利上げ打ち止めと利下げ、財政赤字拡大などを織り込む「悪いドル安」とはなっていない。過去実績として、米国経済が改善している中での「良いドル安と米株高」は、タイムラグを経て米長期金利の上昇とドル高を遅行誘発させてきた。現在のようなドル安と原油高という組み合わせは半年から1年の時間差で米国のインフレ指標を押し上げるほか、ドル安は米国経済の成長底上げや輸出増加、貿易赤字の削減に遅行波及するパターンが繰り返されている。現在の米国は原油関連製品の純輸出国となっており、ドル安と原油高は米国の輸出に従来以上のプラス効果をもたらす。

リーマン・ショックのあと、NYダウは2010年から前年比での上昇が本格化し、同時進行で当時のドル安が米株高を後押しさせたが、ドル/円の前年比は2011年3月前後からドルの下落幅が底入れした。当

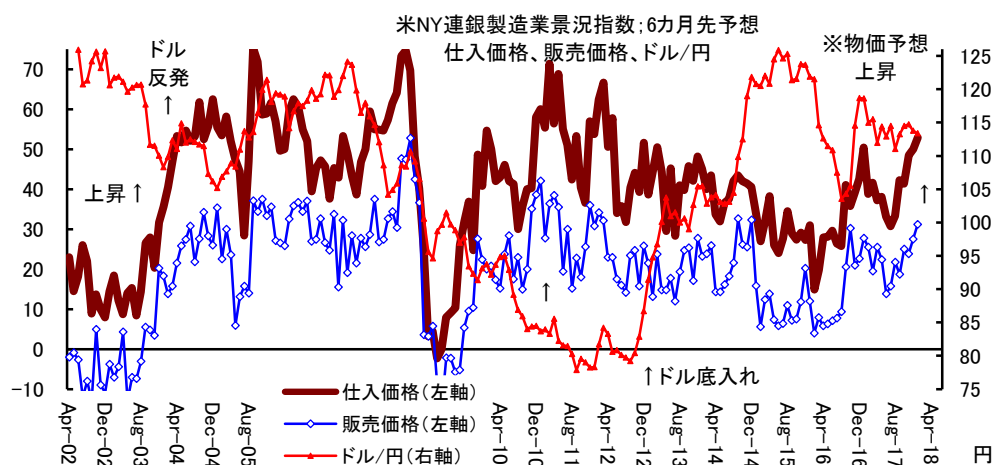
時はリーマン・ショック後とあってドルの底入れが大幅に遅延したが、その前では 2004 年前後、1999 年前後、1995 年前後、1988 年前後などで、「ドル安＝米景気回復＝米株高」から「米国の成長拡大＝ドル底入れ」への波及メカニズムが観測されている。

しかも IMF による昨年 10 月の世界経済見通しによると、米国での広義需給ギャップを示す産出量ギャップ・対潜在 GDP 比 (Output gap in percent of potential GDP ; Percent of potential GDP) は、2018 年見通しが +0.7% と 2017 年見込みの +0.3% から拡大する公算となってきた。2008 年からのマイナス転落と 2009 年～2011 年にかけての -3.1% から -4.6% 方向への大幅マイナスを経て、2007 年以降のプラス幅に正常化されると見られている。

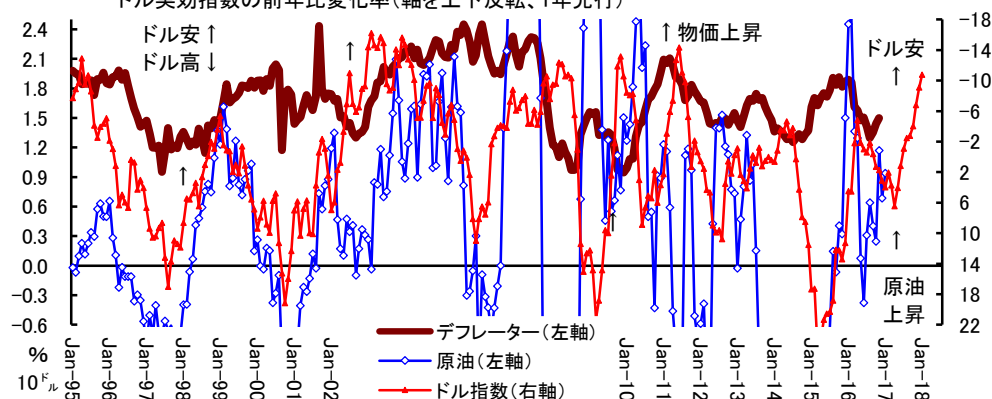
米国の経済構造が健全化するなか、2009 年から 2011 年までのドル全面安に比べて、現在のドル全面安が米国の経済成長やインフレに及ぼす実質的な刺激効果は大きくなってきた。過去に米国の需給ギャ

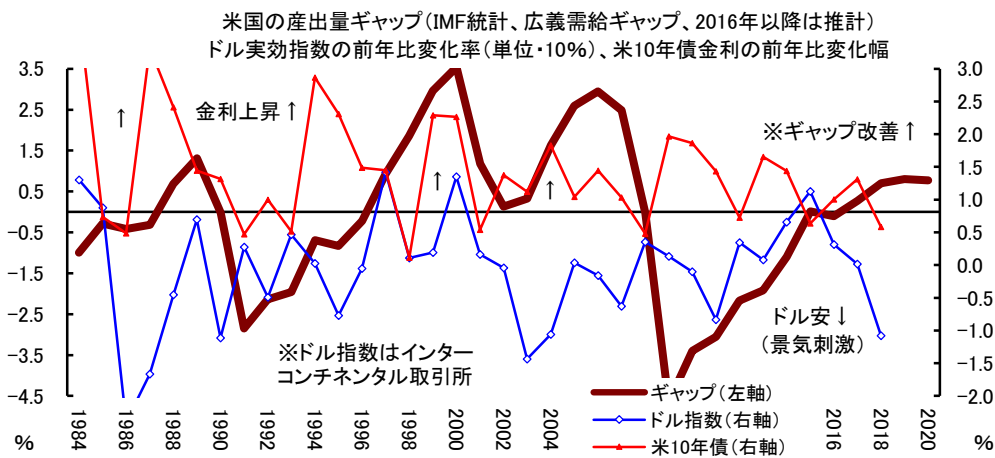
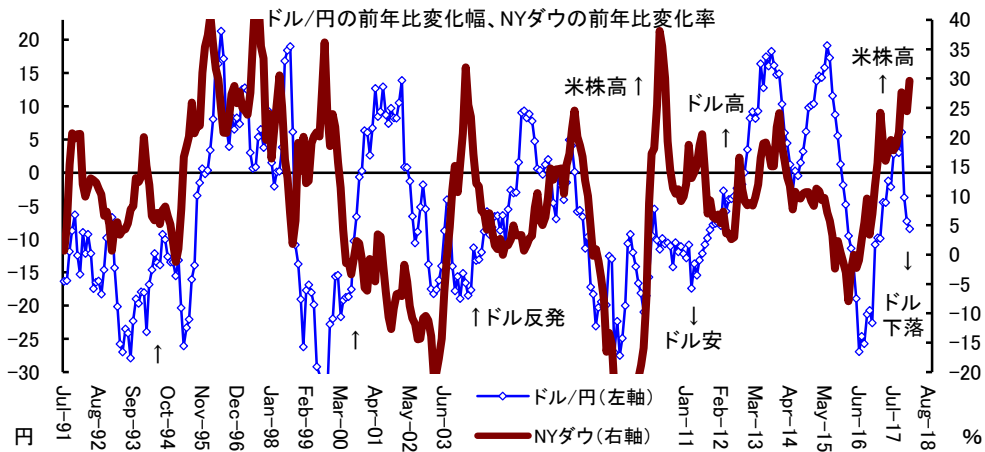
ップが前年比で改善する中での前年比ドル安局面（ドル実効指数ベース）としては、2003 年から 2006 年があった。当時は 2007 年にかけて良くも悪くも米国経済の成長モメンタムが持続され、時間差を経て米長期金利の上昇とドル高が誘発されている。同時進行でサブプライム危機やリーマン・ショックといった住宅・金融バブルを醸成させた。

その前ではプラザ合意によるドル安誘導のあった 1985 年のあと、1988 年にかけても米国の需給ギャップ改善下でのドル安進行が見られた。当時の米 10 年債金利は 1986 年の最低 6.9% から 1987 年の最高が 10.2%、1988 年が 9.4%、1989 年も 3 月の 9.53% にかけて金利上昇の圧力が強まっている。当時のドル/円は 1987 年 12 月の 121 円や 1988 年 11 月の 121 円でドルの底入れと底固めが進んだあと、1990 年の 160 円方向にかけてドルの反発トレンドが後押しされた実績を有している。



米PCEコアデフレーター前年比、WTI原油の前年比(単位・10ドル、各1年遅行)
ドル実効指数の前年比変化率(軸を上下反転、1年先行)





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。