

ゆうちょ銀行が「ドル建て預金」検討

1ドル 105 円防衛の円高対策、春闘の賃上げ支援

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/3/9

11 月に中間選挙を控えてトランプ大統領が保護主義的な貿易政策を口にする度にヘッジファンドなど海外投資家は「すわ貿易戦争」と警戒感を強めリスク回避の円買いに傾斜、株安・円高が春闘での 3% 賃上げという安倍政権が絶対に譲れない課題を頓挫させかねない。そこで日銀が外債投資の追加緩和に動くまでの繋ぎ的な円高阻止策として急遽、ゆうちょ銀行が「ドル建て預金」の検討に入ったようだ。

来期想定レート 100-105 円なら増益率ゼロ%

ある政界筋が「足元の円高と急激な株安が、自動車最大手トヨタ労組の春闘 2% 台の賃上げ妥協姿勢を後押し等、安倍政権が絶対に譲れない春闘での 3% 賃上げに暗雲となって立ちあがる」と憂慮する。

在京の外資系機関投資家や資産運用マネージャーたちは、「安倍首相か麻生太郎財務相のいずれかが、日本経済は堅調だが、現在の株価はそれに見合っていないとのメッセージを発信すべきだ」との声を上げて久しい。株安・円高がこのまま続くと、春闘での 3% 賃上げという安倍政権が絶対に譲れない課題が頓挫しかねないからだ。

だが、ある米系投資家は、「ヘッジファンドなど海外投資家が円高を見込む背景にトランプ大統領の『保護主義』懸念と日銀の『緩和縮小』思惑がある」と打ち明ける。実際、11 月に中間選挙を控えてトランプ大統領が保護主義的な貿易政策を口にする度に市場は「すわ貿易戦争」と警戒感を強めリスク回避の円買いに傾斜する。

先週末 2 日の海外市場でドル/円は 105.24 円と約 1 年 4 ヶ月ぶり円高を付けた。米国の保護主義は不均衡是正を企図したもので通貨切り下げ競争を連想しやすく、年初 1 月ダボス会議でムニューシン財務長官がドル安容認発言を行い新たな円高トレンドが覚醒した。

元来、「マンデル＝フレミング」モデルでは、トランプ減税により米国は財政中立から積極財政へと転換し、財政赤字は対 GDP 比 1.0-1.5% 増加、IS（貯蓄・投資）バランスが変質し長期金利が上昇、通貨（ドル）は金利に連れ高を迫るはずである。

ポリシーミックスは「財政拡張+金融正常化（利上げ）+通貨高（ドル高）」となるはずだが、トランプ政権の保護主義的な通商政策から派生する通貨切り下げ思惑がドル高圧力を減殺しているのだ。

実際、海外投資家は「今年最大の政治リスクは、中間選挙を控えた米政権の『保護主義』的な通商政策」と懸念する。とりわけ、北米自由貿易協定

（NAFTA）見直しが世界貿易の前途に不吉な予兆を醸している。

米 USTR 元高官の在 NY 金融筋は「大統領就任から約 1 年が経過し、税制改革も片付いたことで 2018 年は米中貿易摩擦が『実行段階』に移りかねない」と懸念する。

米政権の経済ナショナリスト、保護主義者たちは、中国の産業政策によって米主要産業が脅かされていると声を荒げる。

しかも、今回、米商品先物取引委員会（CFTC）「非商業部門」に積み上がった投機筋の円ショートポジション調整次第で、2015 年末から 2016 年にかけて進んだ円高局面のデジャブ（既視感）が拭えない。

「非商業部門」の円ショートは 2 週連続で縮小し 2 月 27 日現在 9 万 6651 枚と約 5 ヶ月ぶりに 10 万枚を下回ったが、依然として円ショートであり、これが円ロングに転じる過程でドル/円が 120 円台から 100 円突破へと円高が進んだ 2015 年末から 2016 年にかけての円高局面を想起させる。

いずれにせよ、日銀短観の大企業・製造業 17 年度下期の想定為替レートは 1 ドル＝109.66 円。すでに想定外の現状円高が続けば、円高 1 円で増益率 0.6pt 押し下げとして、「来期の想定レートは 100-105 円、増益率はゼロ% 近くに落ち込む」（外資系証券幹部）と警戒される。

サマーズ教授「外国人に米国資産の保有を促せ」

「金利上昇と通貨安のパターンから示されるのは、様々な次元で今や外国人に米国資産の保有を促すか、米国人に海外資産への分散化を図らないよう仕向けなければならない」（英 FT 紙（3 月 5 日）「Currency markets send a warning on the US economy（為替市場が送る米国経済への警告）」一。

元財務長官でハーバード大学サマーズ教授は「市場は今後 10 年でドルが主要通貨に対して 25% 以上減価すると見込む。これだけのドルの減価が予想されていなければ、投資家は金利差を踏まえて外国資産よりもドル資産を好むであろう」（同 FT 紙）と喝破した。

過去 1 年の金融市場パフォーマンスに関して意外だった多くの要素の一つに、米ドルの低調なパフォーマンスがある。米国 10 年債利回りは、ドイツの金利を約 230bp、日本の金利を約 280bp 上回るにも拘わらず、ドルは貿易加重ベースで 10% 近く、対ユーロで 10% 超の下落となっている。

こうした事態は、政治フレームワークへの懸念が米国で生じつつあると懸念させる。トランプ大統領

とムニューシン財務長官は「強い通貨」について両義的な態度を見せるが、「疑問が生じるのは、米 FRB の独立性、米国の外国投資に対する伝統的な受容性、ドル資産の保有者へ攻撃の意思に関してだ」(サマーズ氏)。

これらの懸念は、鉄鋼とアルミニウムに追加関税を課せば、より大きく増幅される。「米国株式市場全体の下落が鉄鋼株とアルミニウム株が享受するメリットの約 100 倍に相当するという事実は、関税政策の実質的な影響が、米国の競争力を低減するもことを反映する」(サマーズ氏)。

そして、貿易戦争を好む大統領は同様のさらに問題を生じさせるリスクがある。グローバル市場のコンフィデンスは取り戻すよりも、維持する方が格段に容易である。

「為替市場は米国が健全な軌道にないというシグナルを送っている。米国は強いドルと健全な経済が依拠する堅固なファンダメンタルズを強化すべき時にある」(サマーズ氏)。

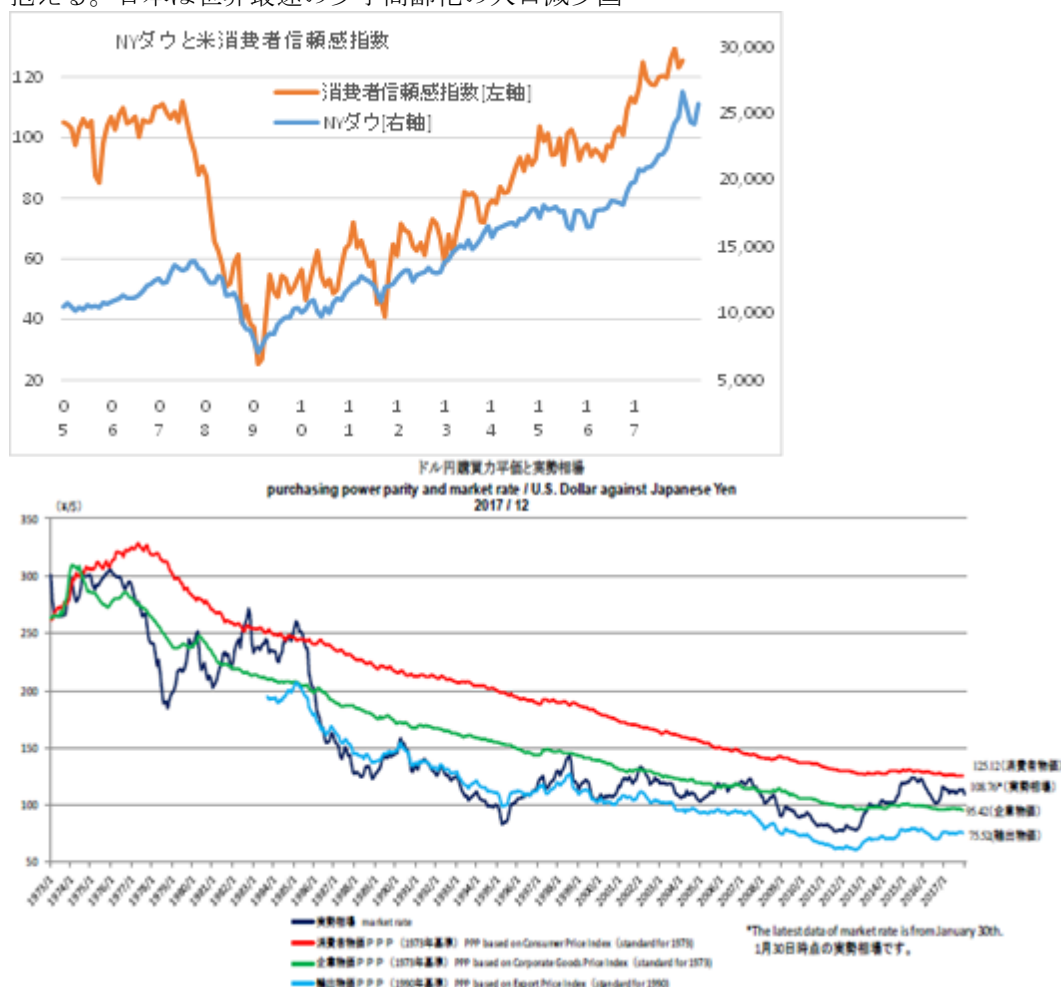
一方、日本は経常黒字国かつ対外純債権国という通貨高要因を抱え、米国は基軸通貨として経常赤字かつ対外純債務国といった通貨安(ドル安)要因を抱える。日本は世界最速の少子高齢化の人口減少国

だが、世界最大の対外純債権国であり、その規模は約 358 兆円、対 GDP 比 65%に達する。さらに日本の経常黒字は対 GDP 比 4%、年間 22 兆円の黒字の大部分が所得収支の黒字であり、リパトリエーションに由来する円買い需要には根強いものがある。

そもそも経常黒字国では国内が資金余剰にあり金利は低下しやすいが、経常赤字国では国内資金不足で金利は上昇しやすい。つまり、日本円には恒常的な上昇圧力が存在している故に、恒常的に対外マネーフローで相殺する必要がある。

それが異次元緩和の使命だが、「次は出口」となって日米金利差を無視するように購買力平価 (PPP) 企業物価ベース 95.42 円 (17 年末) にサヤ寄せするように円高が進んでいる。そこで日銀が「外債投資」の追加緩和に踏み切るまでの繋ぎ策としてゆうちょ銀行が「ドル建て預金」の検討に入ったという。

(下図) は国際通貨研究所の 17 年 12 月現在の購買力平価 (PPP) だが、消費者物価ベース PPP こそ 125.12 円と円安水準にあるが、企業物価ベース PPP は 95.42 円、輸出物価ベース PPP は 75.52 円となっている。



(出所) 国際通貨研究所のドル/円 PPP (購買力平価)

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。

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。