

ドル余剰の回収と円余剰の残存が明確化へ

米緩和「縮小一服」までドル高・円安の持続余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/12/17 (金)

米 FRB が量的緩和の終了方針を示す一方、日銀は「粘り強い」緩和方針を堅持していることで、為替相場では改めてドル余剰の回収と円余剰の残存が明確化されてきた（ドル高・円安要因）。FRB の緩和終了は来年 3 月予定だが、過去実績では緩和終了後の「縮小一服」までドル高・円安が持続されやすい。同時に FRB は来年 3 回の利上げ余地を示唆したが、先行き回数の減少はあっても、FRB の量的緩和縮小や利上げの年には、ドル/円は最低でも前年同月比+8 円幅から+10 円幅以上のドル高が進展している。

前回の米緩和終了 14 年 10 月、翌夏までドル高

「変動相場制の下で為替レートは、各国の通貨政策の間に強い相互依存関係がある。例えばドル/円レートはドル資産と円資産の間の相対価格だ。リンゴが市場で品薄であればリンゴの相対価格が高くなるように、米国の量的緩和でドルが急速に増え、円が相対的に不足すれば、円の為替レートは高くなる」、「こうした点をリーマン・ショック直後の（超円高時に）日本の政策当局者や日銀は十分に理解していなかった。一方で現在のコロナ危機対応では、教訓が生かされている」――。

安倍元政権で首相ブレーンを務めた浜田宏一・元内閣官房参与（米イェール大学名誉教授）は今年 9 月、「コロナ危機で円高にならないのは何故か」という点に関し、このような解説を行っている（プレジデント誌）。

浜田氏は日米のマネタリーベース（中央銀行のバランスシートの大きさ、資金供給量）伸び率格差などをもとに説明していたが、もともとは著名投資家ジョージ・ソロス氏が考案したとされる為替分析手法だ。2 国間の中銀のマネタリーベースを比較した「ソロス・チャート」では、相対的に資金供給量が多ければ多いほど、その通貨には下落圧力がかかりやすい（相対的なダブつきと価値の希薄化）。

最近では米 FRB が 15 日、FOMC で量的緩和縮小のペース加速と来年 3 月での終了を決めた。一方で同じ 15 日には日銀の黒田東彦総裁が衆院予算委員会に出席し、「金融緩和を粘り強く続けていく」と述べている。黒田総裁は物価 2% に近づく可能性にも言及したが、当座は「ドル余剰の回収と円余剰の残存」という違いが明確化されていく。あくまで相対価値の面では、緩やかなドル高・円安のトレンドが維持支援されやすい。

もちろん、FRB の緩和終了については、すでに織り込みも進んできた。一方で FRB による前回の量

的緩和（2008 年―2014 年）の場合、2013 年 12 月に 2014 年 1 月からの購入額縮小を決め、2014 年 10 月で量的緩和（当時は第 3 弾の QE3）終了を決定した。ドル/円は月間ドル高値ベースで、緩和縮小開始時である 2014 年 1 月の 105 円台から、緩和終了時（今回は来年 3 月予定）の 10 月には 112 円超えまで+7 円超のドル高が進展している。

また、当時は緩和縮小の織り込みは進みながらも、先行きの利上げ余地もあって、ドル高・円安のモメンタムが慣性的に持続した。量的緩和終了の 2014 年 10 月から、緩和縮小が一服となってくる翌 2015 年 6―8 月の 125 円超えまで、8―10 カ月間のドル高基調が維持延命されている。今回も来年 3 月での緩和終了後、FRB による利上げ余地の残存もあって、「8―10 カ月後」となる来年 10―12 月までドル高が持続する可能性はあり得る。

ドル高の寿命余地という点では、前回の FRB 量的緩和終了時のみならず、1990 年以降の過去実績として、FRB の総資産（バランスシート）が 13 週（3 カ月）前比や 52 週（1 年）前比といったトレンドで、拡大ピークから縮小一服となるまでドル/円はドル高・円安が続くパターンが繰り返されてきた。

FRB 利上げや地ならし年、前年比ドル高の傾向

例えば 52 週前比でいえば、過去には 2013 年 12 月の+38.7%で拡大ピーク（＝ドルのダブつきピーク）を形成した。その後はプラス幅の縮小を経て、2015 年 9 月に+1%割れ、11 月にマイナス化へと転じている（ドル供給減とドル回収の進捗）。同期間中にドル/円は 103 円から 125 円超えまでドル高が進んだあと、FRB 総資産「縮小一服」とともにドル高に歯止めが掛かっている。

その点、現在の FRB 総資産は 12 月 8 日週時点で 52 週前比+19.6%となっている。先行き来年 12 月にかけての「前年比プラス幅の剥落余地」が、現状段階からのドル/円でのドル高の残存余地につながってくる。

同時に FRB は 15 日の FOMC で、来年 3 回の利上げの可能性を示唆した。こちらも織り込みが進展しているほか、先行き利上げ回数の減少余地も残されている。一方で FRB による量的緩和の縮小や利上げのある年の場合、ドル/円は月間ドル高値の前年同月比で、最低でも+8 円から+10 円幅以上のドル高が高確率で進展してきた。

その点、来年のドル上値余地で参考になる今年の月間ドル高値は、104 円から 115 円となっている。前年同月比+8 円として、112 円から 123 円、+10

円として114円から125円方向のドル高余地は残されている。

過去の米利上げ実施年でいえば、ドル安ケースもあるが、2017年に前年比+8.9円幅、2015年は利上げ地ならし進展を含めて+15円から+23円幅、2006年に+10円から+12円幅、2005年に+5円から+15円幅といった前年比ドル高の実績を有している。

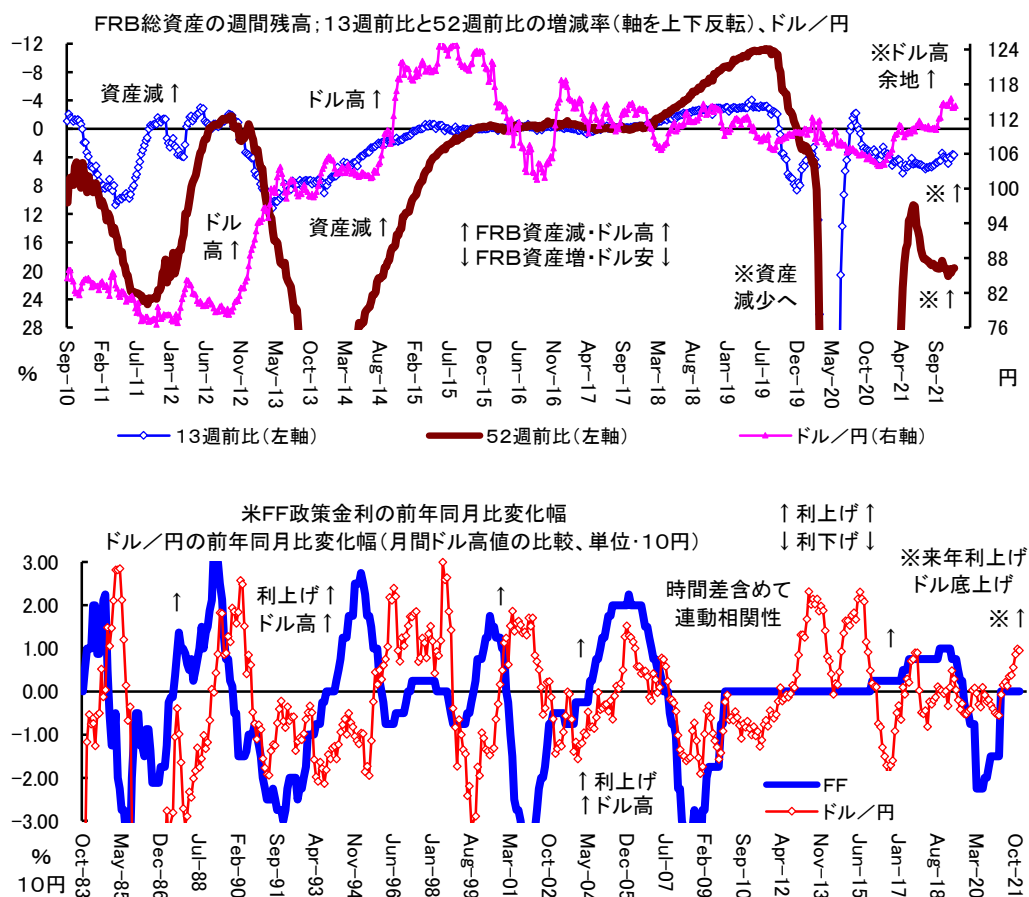
ソロス・チャートに關係する「日銀マネタリーベース残高－FRB総資産」の前年同月比格差でいえば、過去にはリーマン・ショック後、日銀の緩和劣勢・FRBの緩和優勢という円高・ドル安圧力を経て、2012年6月から日銀が相対的な緩和優位となるプラス化に転換した。当時のドル/円は5カ月間のドル底這い化と底練りを経て、同年10月以降にドルが上昇トレンドに移行している。

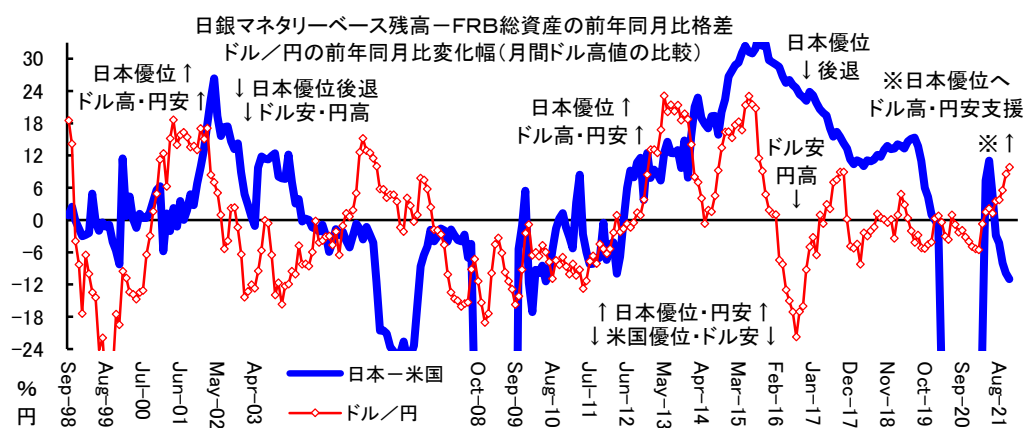
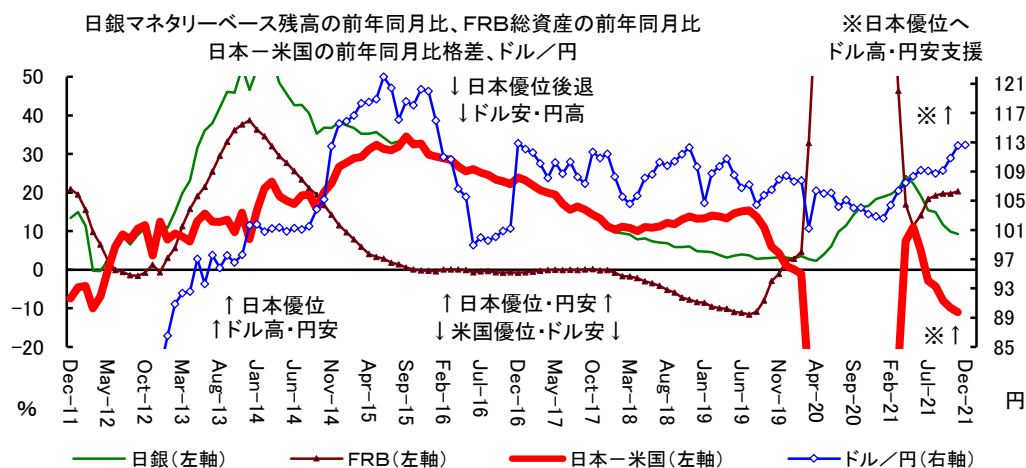
今年4－6月にも、日銀のほうが相対優位となる場面があった。同時期にドル/円は107円台から111円方向へとドルが底上げされている。現在の場合、11月時点で日銀が前年比+9.3%に対し、FRBはプラス幅縮小ながらもまだ+20.3%となっている。結

果、－11.0%の日銀劣勢となっていた。しかし、来年にかけては日銀の下げ渋りに対し、FRBはプラス幅の縮小とマイナス化方向が見込まれ、相対格差の先行きは日銀優位・米国劣勢への方向性と円安・ドル高の残存余地が支援されやすい。

なお、中銀の量的緩和策による株式市場や為替相場の影響に関しては、日銀が2016年9月に「量的・質的金融緩和」導入（2013年4月）以降の経済・物価動向と政策効果について、総括的な検証を行っている。

その中では「金融環境の面では、貸出の緩やかな増加と金利の低下、株価の上昇、為替の減価（円安方向の動き）がみられている」、「株価や為替相場などの資産価格が、経済・物価の動きを反映し、あるいは先取りする形で形成されることを通じて金融環境が改善し、経済・物価面にも好影響を与える」、「投資家がリスク性資産への選好を高める（ポートフォリオ・リバランス効果）」、「結果、リスク性資産の価格に対するプラスの影響のほか、貸出の増加などが期待される」——といった見解が示されていた。





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。