

2021年4月13日

米国、ドル高容認の歴史的的政策修正も 地政学的転換で為替は「達磨さんが転んだ」

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

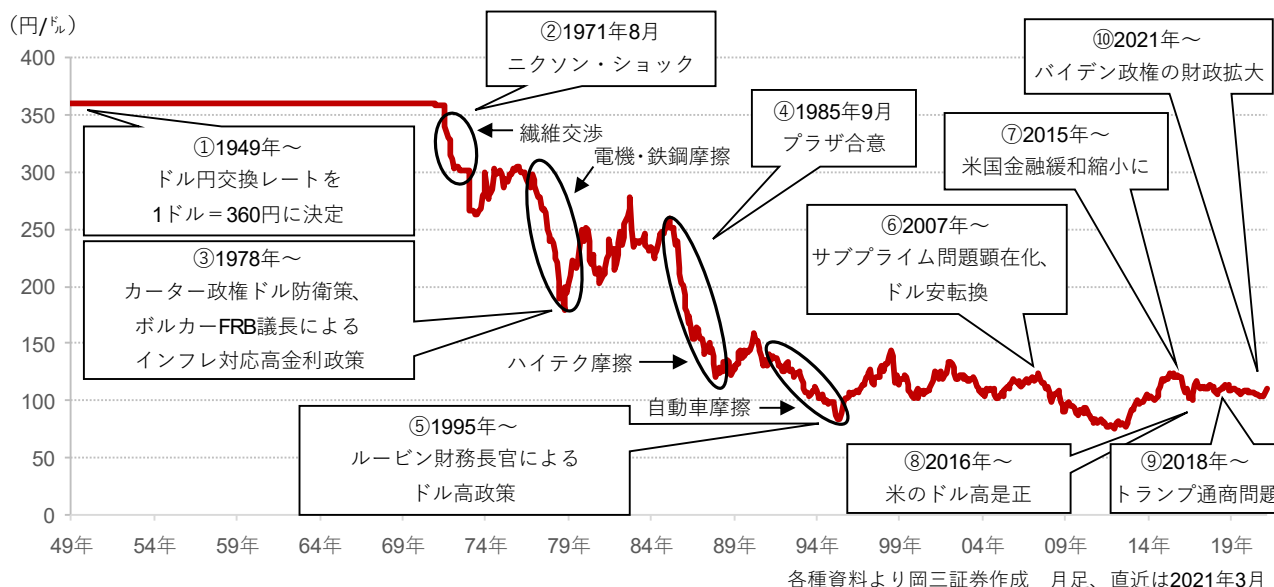
「達磨さんが転んだ」2021年度、米国は ポリシーミックスでドル高許容も

■歴史的にみて為替の大きな
転換点はいつも米国サイド
で決まるという経験則

過去1年にわたる当TODAYで為替市場のストーリーラインは「達磨さんが転んだ」だった。「達磨さんが転んだ」とは子供の遊びで、鬼が振り向くと参加者の方向が一転することを指す。筆者の意図は、為替市場で「鬼」は米国で、米国の思いのままに為替の方向が決まってきた経験則である。円ドル相場は、本来、米国と日本の双方の要因で決まるはずだが、歴史的に見て大きな転換点はいつも米国サイドで決まるとするものだった。以下の図表は戦後、70年余の円ドル相場の推移である。歴史的にみて大きな転換はいつも米国サイドの要因によるものだったことがわかる。

本論の趣旨は米国がドル高を許容しやすい政策フレームワークにあるのではないかと問題提起にある。すでに先月のTODAY（2021/3/16）において、2021年度の円ドル相場について、米国中心の「達磨さんが転んだ」の中、綱引き

戦後の円ドル相場の推移



■米国の政策的意図としても
ドル高を許容しやすい環境

■日米金利差で説明すれば
ドル高円安要因

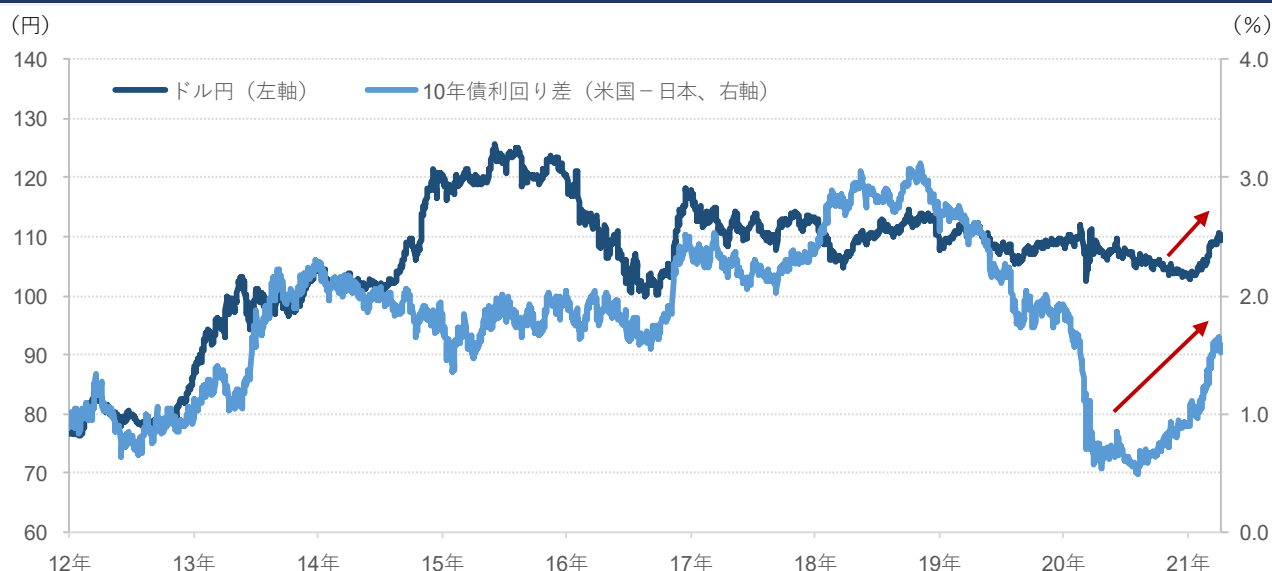
状況ながらもドル高を展望した。本論では、米国の政策的意図としてもドル高を許容しやすい環境が歴史的にも生じている可能性を改めて議論する。その仮説が当てはまるとすれば、バイデン米大統領の政策はドル高を許容する金融財政政策のポリシーミックスにあることになる。更に、地政学的な転換からも円高不安が後退していると考えられる。

日米金利差から円安圧力

先月のTODAY（2021/3/16）で円安バイアスを展望したのは日米金利差によるものだった。以下の図表は日米金利差と円ドル相場である。これまでも円ドル相場は日米金利差で説明されることが多かった。その理屈で考えれば、米国の長期金利上昇によってドル高バイアスがかかりやすい。

一方、日本の長期金利は依然、YCC（イールドカーブコントロール）で上昇は限定されやすいだけに、日米金利差で説明すれば円安要因である。今年3月19日の日銀の金融政策の点検で10年金利の上限を0.25%に明示したことに加え、指値オペの導入で金利上昇の歯止めを印象付けた点もサポートだ。2021年になってから緩やかな円安が続くのは、以上の日米双方の政策要因も含めた日米金利差の影響が大きい。

日米金利差と円ドル為替レート



各種資料をもとに岡三証券作成、4月8日時点

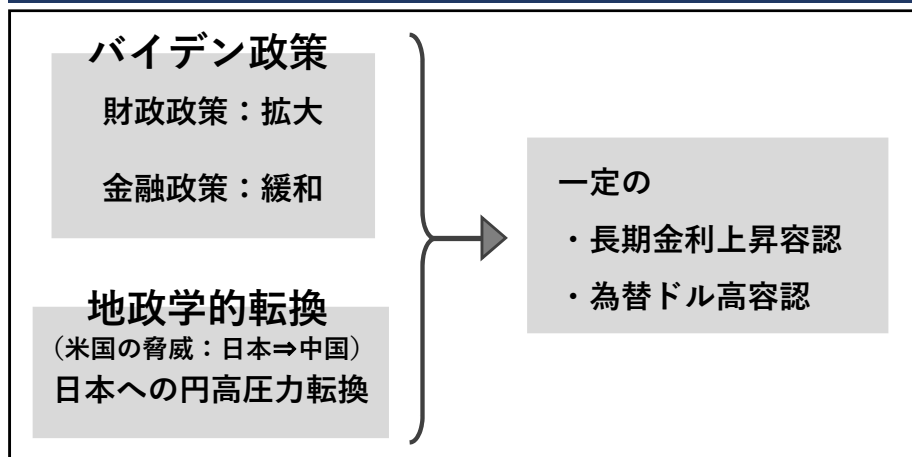
米国のポリシーミックスは「財政拡大+金融緩和」⇒「長期金利上昇+ドル高許容」

バイデン政権のポリシーミックスは、次頁の図表にまとめることができる。高圧経済とされた財政拡大と金融緩和の組み合わせでは、基本的に政策金利は現状のゼロ水準継続が予想される。一方、長期金利については一定の金利上昇を許容することになりやすい。

■米国のポリシーミックスはドル高を容認

その背景には、①米国の財政拡大での国債増発に伴う需給要因、②歴史的規模での財政拡大に伴う物価上昇懸念があるなか、一定の長期金利上昇を容認すること、が生じやすいと考えられるからだ。さらに、地政学的転換として中国が仮想敵国になったなか、80年代以降続いた「日本の脅威」に対し円高で圧力をかける動きが転換することが加わっている。

バイデン政権のポリシーミックス



■レーガノミクス期以来の財政拡大

米国財政拡大は歴史的水準に

米国では、2021年3月11日に、1.9兆ドル規模（約200兆円）の追加経済対策が成立している。今回の巨額財政出動は米国経済の約9%に及ぶものであり、IMFは向う3年間でGDPを5-6%押し上げる効果があると試算している。

さらに、3月31日にバイデン大統領は今後8年で約2兆ドル（約220兆円）を投じるインフラ計画の概要を公表している。米国のインフラに対する公的支出の実績は約4,400億ドル（名目GDP比2.3%、2017年）。バイデン大統領が掲げるインフラ投資は単純に年間平均では2,500億ドルが見込まれ、現状のインフラの公的支出額の約5割超に相当する規模になる。これだけの規模の財政拡大は1980年代初のレーガノミクス期以来と言っていだろう。

レーガノミクスでは初期条件がインフレ抑制にあったなか、財政拡大+金融引締の政策ミックスがとられた。その結果、金利上昇+ドル高が生じた。それに対し、今回は金融緩和であることから、ある程度金利上昇は抑制され、ドル高も抑制される。ただし、2020年に金融緩和は強化されたものの、長期金利の低下シナリオは財政拡大とのポリシーミックスの影響で転換が生じている。同様に、インフレ圧力抑制にも一定のドル高を許容するシナリオも生じやすい。

■今回は金融緩和であることから、金利上昇・ドル高は抑制

■レーガノミクスでは減税先行・増税不在のなかで財政赤字が拡大

■1980年代は日本が仮想敵国になるほどの状況

■今日、米国の仮想敵国は明らかに中国に転じた

レーガノミクスの教訓は「双子の赤字」だった

1980年代初期のレーガノミクスの教訓は、初期段階は財政拡大で景気回復になったものの、その後、1980年代半ばにかけてマクロバランスの問題としての「双子の赤字」、財政赤字と経常赤字が生じたことにあった。

レーガノミクスでの大減税は、その後の景気回復に伴う税収増で財政赤字縮小に向かうとした「ラフファー曲線」を論拠にしていた。しかし、現実には減税先行・増税が遅れたなかで財政赤字が拡大した。また、高金利も加わりドル高で経常赤字が大幅に拡大した。その結果、1985年にはプラザ合意としたドル安政策と、特に、日本をターゲットにした通商問題が先鋭化した。

変動相場制でのトラウマは常に日本への円高圧力だった

現段階では米国経済の堅調さが意識され現在の為替水準も米国サイドで許容されている。一方、リスク要因としては、米国が民主党政権に転じたことに伴う通商問題でのトラウマだ。1970年代に変動為替相場に転じて以降、長年意識されてきたトラウマは米国との通商摩擦の歴史とそれに伴う円高圧力であった。米国においてドル高への問題意識が生じる場合、FRBへの圧力とともに、ドル安への「口先介入」が生じやすかった。なかでも米国経済の状況が芳しくなく、国内での通商問題への関心が高まる場合、そのはけ口として為替問題が注目されてきた。以上の変動相場制下の局面は日本の経済的脅威が大きい局面と重なっただけに、常に円高圧力が意識されやすかった。特に1980年代から1990年代にかけては日本の貿易黒字拡大で日本が経済的脅威、仮想敵国になるほどの状況であった。

地政学的転換で日本への円高圧力が緩和される歴史的变化も

一方、今日、日本の米国経常赤字に占める割合は大幅に低下し、米国の仮想敵国は明らかに中国に転じた。依然としてトラウマは残存するものの、日本が通商問題でターゲットになるリスク、円高を迫られるリスクも大きく後退したとみていいだろう。中国が明示的に仮想敵国になる地政学的転換のなか、日本への円高圧力は後退したと展望することもできるだろう。

■米国の異例な政策ミックス
においては、さらに一定水準のドル高が生じやすい

■日本にとってはバブル崩壊
後のマインドセット転換に
向けた絶好の機会

米国が機関車国になる異例な状況

1970年代後半、第1次石油危機の後、先進国のなかで貿易黒字の日本と西ドイツが機関車国の役を担うべきであるとして財政拡大が迫られた時期があった。今日の状況は、米国自らが機関車国として世界をけん引する状況にある。こうした異例な政策ミックスにおいては、さらに一定水準のドル高が生じやすくなる。ただし、米国は経常赤字国だけに、本来、機関車国の役割は果たしにくいことから、こうした環境はあくまでも一時的状況と見るべきだろう。

今後の注目点は、歴史的規模での財政政策をバイデン政権が本当に実現できるかにある。また、コロナショックの行方が不透明ななかで、世論が財政拡大を正当化させる状況が続くかも問題となろう。ただし、格差が社会的に問題化しているなか、一定の財政拡大が正当化される状況が続きやすいと考えられる。

米国が機関車国になってくれる環境は日本にとっては極めて好ましいといえる。しかも、円安を許容しやすいだけに、日本人が投資に消極的になってしまうバブル崩壊後のマインドセットを転換する絶好の機会と考えられる。こうした稀な好環境を日本がいかに活用できるかが2021年度の重要な課題になる。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜有価証券や金銭のお預りについて＞

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜株式＞

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

＜債券＞

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額 $\times 0.79685$)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品であります。発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品賃料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、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

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)