

円高急伸をもたらすような金利差縮小は見込み難い

経済調査部 鳶峰 義清

金利差に素直な為替相場

2006年の為替相場を一言で言い表せば、“金利差に素直に従った”となろう。教科書的には、為替相場は二国間の実質短期金利差で決定される。実質金利が高い方の通貨が高く、低い方の通貨が安くなる。ただし、相場の方向性という観点からよりの確に表現すれば、実質金利が拡大すると見込まれる局面においては実質金利が高い方の通貨が上昇し、逆に実質金利差が縮小すると予想される局面では実質金利が低い方の通貨が上昇することになる。

ドル、ユーロ、円の主要3通貨についてみると、06年初頭は着々と利上げを実施するドルがもっとも強かったが、ECBが利上げのテンポを速めるとユーロがもっとも強い通貨となった。米国が利上げを停止した後はユーロ高に弾みがついた。円は対ドルでは若干上昇したものの、日銀の利上げテンポも鈍いとの見方が定着すると、上昇に歯止めがかかる形となった。このように、金利差に素直に従う為替相場は、そのまま金融政策の見通しに振り回される相場展開になる。

日本だけが利上げを加速する公算は小さい

先行きの金融政策についてみると、日銀が利上げを急いでいることは市場の共通認識である。しかし、物価上昇率が極めて低く、景気が緩やかとはいえ鈍化している局面にあるなか、欧米のように比較的速いテンポでの利上げ（2～3ヶ月に1～2回程度）を想定する向きはほとんどいない。

米国は、これまで減速が顕著であった住宅市場に回復の兆候が強まっている。市場では、FRBが年央までに利下げすることを織り込むなど、先行き利下げ期待は根強い。しかし、住宅販売のような景気先行指標が回復し、インフレ率が比較的高い水準にとどまる中では、FRBが利下げに動く可能性は小さい。

ドイツの付加価値税率引き上げにより、ECBは車など高額品を中心に消費の反動減の影響を見極める必要がある。そのためには、3月頃までかかると見込まれるが、仮に在庫の積み上がりなどの影響も見られると、利上げのテンポは緩めざるを得なくなろう。ECBが利上げの過程にあることは事実だが、利上げ時期に関しては、経済指標を精査する必要がある。

日米欧の金利差は劇的には変わらない可能性

このように、日米欧の金融政策からは、一方的に金利差が変化するとは考えにくい状況にある。また、景気浮揚のタイミングやその力を見極めないと、次の一手が利上げなのか利下げなのか、あるいはどの国から動き出すのかが読みづらい。つまり、金利差が一層拡大するのか、それとも縮小に転じるのかさえ予測しにくい。このことは、為替相場も暫く膠着状態が続く可能性が大きいことを示唆している。そもそも、世界的に景気の循環が同時性を高めている中では、金利差も急激には変化しにくくなっていく。日本の利上げ余地が大きいのは明らかだが、かといって円高余地が大きい——と簡単には結論づけられない。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）