

執拗な円安圧力も環境は大きく変化

経済調査部 鳶峰 義清

円売り安心感

日銀短観（6月調査）によれば、大企業製造業の想定為替レートは、1ドル＝114.40円となっている。6月のドル／円相場（月中平均）は1ドル＝122.66円だから、企業は実勢よりもかなりの円高を想定してさまざまな計画を立てているということになる。見方を変えれば、1ドル＝120円を超えるような円安水準が続けば、製造業では為替面で予想以上の収益押し上げに寄与することになる。

実際、こここのところの為替水準は歴史的な円安となっている。貿易ウエイトで加重平均した円の実質実効レートは、1985年のプラザ合意前の水準にまで下落した。当時のドル／円相場は1ドル＝240円程度とドルと円の関係だけで見れば今よりも大幅な円安水準だ。しかし、欧州やアジアなどその他通貨向けで円安が進んだことや、内外のインフレ率格差などによって日頃馴染みのあるドルと円の為替レートから受ける印象よりも円は安くなっているのである。

日本の低金利が円安の背景

為替相場は、企業などの実需に伴う取引は規模としては小さく、売買による利ざやを狙う取引が大半を占める。日本は世界第二位の経常黒字国である側面を考えれば、為替相場は円高方向に向かうとあってよい。しかし、同時に主要国で最も金利が低い国という側面もあり、この点では円安圧力が高いといえる。

ここ数年の為替市場は、金利差に着目した相場展開となっている。世界経済の位相が同時性を強める中で、デフレからの脱却過程にある日本の金利が相対的に低い状況が続いたため、円安の流れが続いたと考えられる。

こうした相対的な日本の低金利という状況は、簡単には変わりそうもない。現在、日本を除いた主要国で政策金利が最も低いのはスイスで、2.50%となっている。日本の政策金利の中立水準（景気に対して中立的な水準：潜在成長率＋中長期的なインフレ率とされる）は、07年度のCPIコンセンサスが0.5%以下であることを勘案すれば、現状で概ね2.00%程度と考えられる。すなわち、中立水準まで利上げしても、スイスの政策金利に届かない。しかも、世界経済の同位性を考えれば、日本が利上げをする環境であれば他国も利上げを行う公算が大きく、金利差はなかなか縮小しないとみられる。

こうして円の先安感が消えないことから、低い金利コストで円を調達し、高金利通貨や高リターンが望める対象への投資が続いている。2月から3月にかけて急速に低下した先物市場での投機筋による円売りポジションは、6月末にかけて大きく積み上がっている。

利上げで円安是正を望む声高まる

こうしたなか、市場に定着した円安期待が、円という低金利での資金調達という形で過剰流動性となって各種資産価格を過度に押し上げているなどとして、懸念する声が出始めた。BIS（国際決済銀行）は、こうした流れを断ち切るためにも日銀の利上げは必要——と年次報告書で指摘している。

形を変えた“円安是正圧力”と取れなくもないが、通商問題ではなく、金融問題からその是非が問われるのは新しい展開であり、それだけ多方面から円安に注目が集まっていることを示唆している。為替市場には、国際問題という新たな力学が働き始めつつあるようだ。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）

第一生命経済研レポート 2007.8