

インフレ懸念と円高ドル安の蓋然性

経済調査部 鳶峰 義清

明確化しつつあるドル安

2008年1月の内外の経済指標が、2月に入ってから本格的に出揃った。そこで明確になったのは、①米国経済が予想以上に速いペースで悪化していること、②ユーロ圏は内需中心に予想以上に底堅いこと、③日本は生産減速が示唆されるものの、全体としてはまちまちで引き続き“冴えない”——ということだ。

こうしたなかで、為替相場ではドル安傾向が明確化した。ドルは対ユーロのほか、対NZドル、対スイスフランなどで過去最安値を更新した。また、対円でも円高ドル安が進んでおり、輸出企業が2008年度に想定しているとされる1ドル=105円程度の為替レート水準よりも円高傾向に振れ始めた。

突出している米金融緩和

為替相場の変動を理論的に解説しようとするれば、二国間の実質金利差によって変動する——ということになる。目下、景気失速を回避するために速いペースでの利下げを続けているFRB（米連邦準備理事会）に対し、景気にそれほど強い減速感が生じておらず、インフレ率が目標を上回っているECB（欧州中央銀行）は政策金利の据え置きを続けている。こうした傾向は、まだしばらく続くというのが市場の見方だ。無論、利下げ余地があまり無い日本については、当面利下げを見る向きは少ない。

こうして生じた米国と他国との金利差の変動が、ドル安の根本的な原因となっている。エネルギーや食料品価格も含めた総合ベースの消費者物価上昇率で政策金利を実質化した場合、日米間でさえも実質金利差は逆転、日本の方が高くなっている。ドル安が進むことは、フ

アンダメンタルズにかなった動きであると言える。

場合によっては今後円独歩高のリスクも

今後の為替相場の展開を見通すうえで、重要な要素になるのがインフレに対する中央銀行の対処である。

目下、FRBは景気重視型に舵を切ったものの、新興国を中心に世界の大勢は、商品市況高を背景にしたインフレ対処、すなわち利上げである。

仮に、今後も各国中央銀行が今のような金融政策を続けていった場合、景気重視という方針を鮮明にしている米国の期待インフレ率は、他国に比べて上昇圧力がかかりやすくなる。米国経済が失速を回避することに成功すれば尚更だ。期待インフレ率の上昇は、実質金利の低下要因となる。このため、ドルはユーロや円を含め、他通貨に対して下落基調を続けることとなる。いわば、“ドル独歩安”の展開である。

これに対し、例えばこのまま景気減速に歯止めがかからず、世界同時不況の様相を呈した場合は、米国だけでなく、他の国においても景気重視型へと金融政策の舵は切られることになる。このケースでは、最も利下げ余地が小さいうえ、国内のデフレ圧力残存から期待インフレ率も相対的に低く、実質金利が高止まりしかねない円が他通貨に対して増価しやすくなる。いわば“円独歩高”である。

いずれのシナリオにせよ、商品市況の高止まりなどによってインフレ懸念が残存する限りにおいては、対円でみたドル安のリスクは避けられそうにない。

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 2008.4