

猛烈な金利差縮小が招く円高

経済調査部 鳶峰 義清

各国中銀は全速で利下げ実施

世界の中央銀行が猛烈な勢いで利下げを実施している。6～7月にかけては2日に一度のペースでどこかの中央銀行が利上げを行っていたのとは対照的だ。特に、リーマンショック以降の金融市場の混乱を受けた欧米中央銀行の協調利下げ（10月8日）以降は、インフレ懸念が残存する新興国も含めて、過去に例の無いほどのペースと幅で利下げを繰り返している。

これにより、これまで高金利通貨とされていたところの政策金利が顕著に低下、主要国との金利格差が急速に縮小している。たとえば、ニュージーランドは6月までは政策金利を8.25%としていたが、12月には5.00%にまで引き下げている。同様に、オーストラリアも9月から12月までの4ヶ月間で、政策金利を4.25%まで▲300bp引き下げている。

ファンダメンタルズの悪化加速で下げ余地大

このような急激な利下げの背景には、①原油をはじめとした各種資源価格の急落によるインフレリスクの後退、②金融市場の混乱、③実体経済の急激な冷え込み——が挙げられる。なかでも、実体経済の冷え込みは、上記①と②の要因が重なることで、各国統計でも記録的な落ち込みを示しているうえ、未だ需要持ち直しの兆候すらないのが実情だ。

さらに、サブプライムローン問題の震源地となった米国だけでなく、英国やスペイン、中東欧、オーストラリアなどオセアニア地域やアジアなど、多くの国でこれまで急騰していた住宅価格が急落し始めているが、これを食い止めるためには、強い金融緩和措置が必要になる。米国では、12月初めにFRB議長が量的緩和政策

への移行を視野に入れ始めた趣旨の発言を行った。欧州など、住宅バブルに見舞われた他国でも、政策金利はゼロにかなり近い水準まで引き下げる必要がある。

実際、中央銀行が金融緩和策に本腰を入れ始めると、先行きの景気回復期待やインフレ期待から低下に歯止めがかかる傾向のある長期金利が、各国中央銀行が予想以上の幅で利下げを行っても、低下に歯止めがかかる心配がない。

一方的に縮小する日本との金利差が招く円高

このような金利水準の大幅な変化が、為替市場でも大きなうねりを招いている。二国間の為替レートは、短期的には当該国間の実質短期金利差に従ってバランスの取れる水準へ向かう。各国が猛烈な勢いで利下げを行っているのに対し、もともと低金利であった日本は利下げ余地が少ないために、急速に他国との金利差が縮小している。このため、バランスが取れる為替水準も円高方向へシフトしている。

たとえば、米国との実質短期金利差は、すでに日本の方が高い。米国が、通貨減価圧力の強い量的緩和政策に移行すれば、今後は更に円高が進む可能性が出てくる。

さらに円高圧力が強まりそうなのが対ユーロなど、その他通貨に対してだ。ECBやその他新興国は、前述したように住宅バブルが破裂した国も多く、ファンダメンタルズの悪さという面では米国に引けを取らない。加えて、利下げに舵を切ったタイミングも遅くなったため、今後は市場の予想以上の利下げを迫られる可能性が大きい。その分だけ、対円相場での円高が進む可能性も高く、日本経済の重しとなるリスクがある。

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 2009.1