

円高リスクは暫く内包

経済調査部 鳶峰 義清

通貨政策の違い際立つ

11月末にかけて円高が急伸し、ドル／円相場は一時1ドル＝85円割れを記録した。この間、円はユーロなど他通貨に対しても急上昇しており、いわば“円独歩高”の様相を呈した。

円が急騰した直前、ドルの急落という現象が起きた。きっかけとなったのは、米国の金融政策決定会合であるFOMCの議事録（11月分）が発表され、その中に「メンバーは最近のドル安について、秩序だった動きであるとした」との一節があったことだ。これにより、米国はドル安を容認したと受け止められたからだ。

このドル安が円高に姿を変えたのは、ユーロ圏やイギリスなど欧州勢も、事実上自国通貨安を容認していることが背景にあると判断される。イギリスはポンド安が経済にプラスと再三表明している。ユーロ圏でもユーロ高を牽制する発言を繰り返している。このように、主要各国が通貨安政策を志向していることが明確になる中で、日本だけが通貨安政策を否定する発言を繰り返していたことから、ドルやユーロ、ポンドを売って円を買う安心感が市場に強まったと考えられる。この流れが強まって、結局は円独歩高へと変貌していった可能性が大きい。

そもそも、欧米各国が通貨安政策を志向するのは極めて合理的な判断だ。各国ともGDPギャップはかつて無いほど広がっており、いわばデフレ圧力が強い状態にある。また、内需の牽引力が乏しく、財政による内需刺激余地も小さくなっており、景気の牽引車を外需に求めている。こうした状態には、通貨安が最も望ましい。無論、日本も同じ状況にあるが、現政府からはそうした政策への転換は明確でなく、円が一方的に上昇する可能性は残されている。

実質金利を見よう

前述したFOMCでのくだりは、米国の実質金利を低下させるという効果を生んだと考えられる。すなわち、ドル安になれば輸入物価が上昇し、最終的にはインフレ率の上昇に繋がる。これにより期待インフレ率が上昇する一方で、名目金利から期待インフレ率を差し引いて算出する実質金利は低下する。

その数日前、日本では政府がデフレ宣言を行った。しかし、宣言だけで、デフレ脱却の具体的な対策などは発表されなかった。このことは、市場にインフレ率の更なる下落期待を生み、期待インフレ率を低下させたと考えられる。期待インフレ率が低下すれば、名目金利から期待インフレ率を差し引いた実質金利は上昇する。

こうして、日米の実質金利は米国が低下し、日本が上昇する格好で、よりその差が開く圧力が生じた。それ以前から名目短期金利（3～6ヶ月程度）も日本の方が高くなっていたが、ここへきての実質金利差の拡大が、更なる円高ドル安を促す要因になったと考えられる。

政府の方針転換と日銀の新たな政策が必要

このように考えれば、欧米での利上げが見込み難い状況下で円高に歯止めをかけるためには、①政府が通貨安政策を志向する旨明言すること、②実質金利を低下させるために、期待インフレ率を引き上げる政策、たとえばインフレターゲットを日銀が導入すること——などの政策が必要となろう。ただし、これらの政策は政府も日銀もこれまで頑なに否定してきた。11月の円高急伸直後の対応をみても、抜本的に変わった印象は全くみられていないことを勘案すれば、円高が進展する条件はなかなか変わらないということだ。

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 2010.1