

Financial Trends

経済関連レポート

中間選挙の経験則、2006年は円高方向へ

発表日：12月19日(月)

～日米の流動性格差、生産格差も縮小する～

(No. FT-21)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

為替相場には米国大統領選挙の年を一循環とした「大統領選挙サイクル」がある。2006年はそのサイクルの中で、円安から円高に転じる年となっている。また、今後の日米金融政策を見通したうえで作成した実質長期金利格差モデルで推計しても、2006年は112～115円のレンジの円高修正が進むかたちになりそうである。この結果は、別途行った日米の生産格差の見通しでも同じような結果になる。

経験則からみたドル円相場

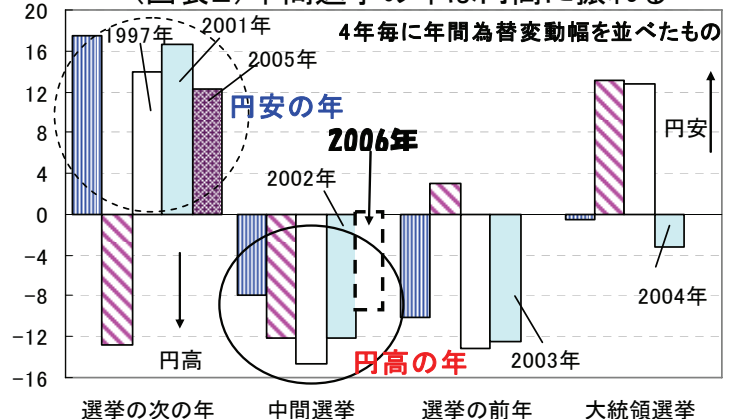
2006年のドル円相場は円高方向への変化が見込まれる。まず、為替相場では、米国大統領選挙の年を一循環とした4年間のサイクル、いわゆる大統領選挙サイクルがあることが知られている。これはアノマリーの一種と考えられるが、根拠として大統領選の年に合わせて大統領が景気対策に熱心になるので、米国経済が高成長を遂げ、ドル高(円安)になるという見方もある。また、大統領選挙の前年については、大統領が産業界に配慮してドル安気味に為替を誘導したがるという説もある。

そうしたサイクルを前提にして、中間選挙のある年に注目してみると、ほかの年よりも明確に円高に振れる傾向があるようだ。2006年はまさしく中間選挙のある年であり、ドル円相場は円高に振れる公算が高いようにも見える(図表1、2)。

円/ドル (図表1) 4年毎の為替サイクル



前年末比 (図表2) 中間選挙の年は円高に振れる

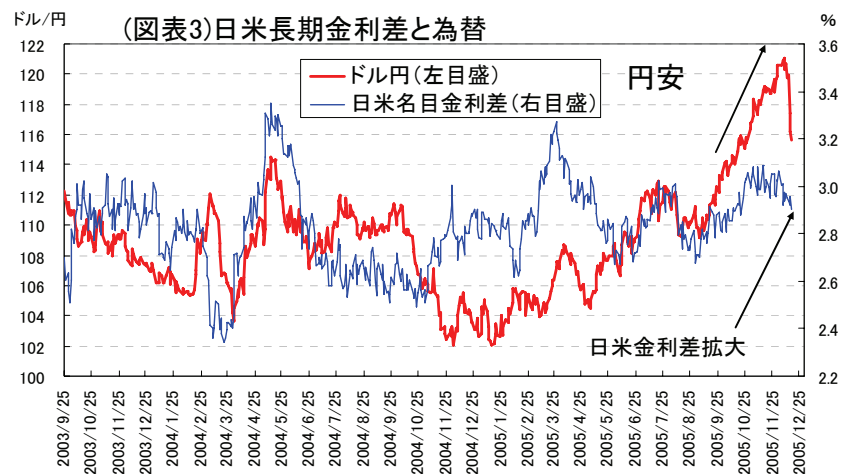


流動性格差からみたドル円相場

最近の為替相場は、12月13日のFOMCで利上げの打ち止めが近いことが示唆されたため、それまでのドル高傾向が修正され、ドル円相場も121円から115円台に大幅な円高方向の揺り戻しが起こった(図表3)。それまでのドル円相場は、米国の金融政策が引き締め、日本の金融政策が緩和継続というバランスであったために、流動性が拡張方向にある円が弱含んだ。外国人投資家が日本株へ投資する際にも、流動性拡張期待のある円投資にはヘッジをしながら、通貨安リスクを回避していたと考えられる。円安の流れは、11・12月にかけて日銀の量的緩和解除に政治

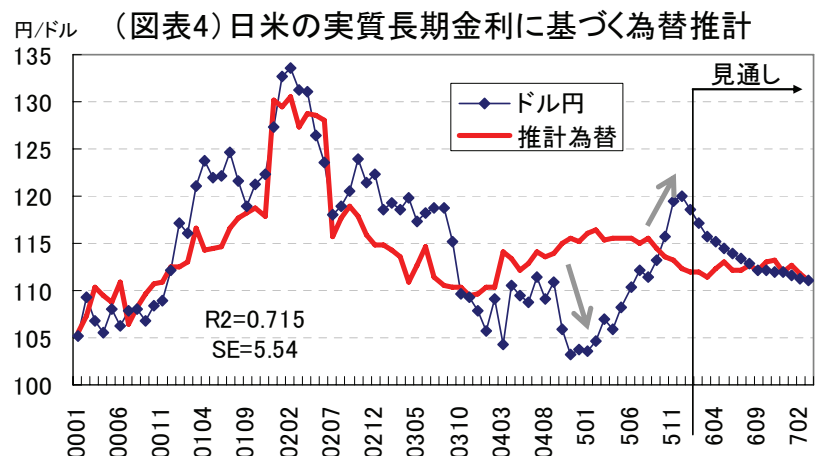
的圧力が加わったことや、12月1日にECBが利上げに転じて日本の流動性拡張が世界的に取り残された格好になったことを背景に強まっていた。12月13日のFOMCは、バーナンキ議長への交代に前後して予想されていた方針転換がやや前倒しになったかたちで、利上げの打ち止めを表明した格好になった。そのサプライズがドル高傾向にストップをかけたと考えられる。

今後についても、日米の流動性格差は、バーナンキ新議長の下でFFレートが4.75%で打ち止められて、日本で2006年春頃から量的緩和解除への着手が行われることから本格的に修正が迫られるであろう。米国では流動性吸収の緩和、日本では流動性吸収の開始というかたちでの日米流動性格差の解消である。筆者の予想では、一連の変化は2006年前半に織り込まれて、110円台前半に新しい相場のレンジを形成すると考えられる。



実質金利差による推計

日米の流動性格差を推計にしたものが、実質長期金利の日米格差モデルである(図表4)。この推計式は、2005年中は説明力が低下していたが、2006年以降は再び当てはまりが改善すると考えられる。振り返ると、2004年冬～2005年春にかけての為替相場は「双子の赤字」問題がテーマになり、円高方向にオーバーシュートして推計式よりも大幅な円高に振れていた。それが2005年央から日米の金融政策の違いを反映した短期金利差の拡大に焦点が移って、円安修正が進んだ。この流れも、オーバーシュートして120円/ドルの円安にまで至った。過去数年で120円を越えて円安が進んだ経験は、2002年、1997・1998年のような金融不安の時期しかない。2005年12月前半の120円台は、やや違和感のある円安に見えた。それが12月半ばからは正されてきているのが、今の相場形成だ。今後、日米実質金利が示している110円台の前半へと相場の水準は移行していくだろう(図表5)。



(図表5)ドル円相場の見通し

	円/ドル
2005年9月	113.3
2005年12月	116.3
見通し	
2006年3月	115.7
2006年6月	113.9
2006年9月	112.2
2006年12月	112.0
2007年3月	111.0

生産格差による説明

実質金利差による説明は、2005年中の相場変動をオーバーシュートでしか説明できない点が弱点だ。そこで、弱点を補強する意味で、別の説明を試みることにする。

2004年冬から2005年末にかけての円高→円安→円高への修正は、日米生産伸び率の格差の累積値との変化が最も動きを一致させている(図表6)。すなわち、2004年夏以降に日本の生産が踊り場の様相を呈していた頃は、米国の生産ペースよりも減速感が強く、円安に振れ、それ以前は日本の生産ペースが加速していたので、円高に振れて

いたという説明ができる。生産格差が、経済成長格差として通貨の強弱に表れていた理解できる。

そうした流れで先行きを読むと、日本の生産は2005年10月頃から少しずつ米国生産のペースを抜いてきているので、2006年春先からそのペースが拡大して、円高への修正が進むと考えられる。生産格差は、時系列でみて全体の説明力が必ずしも高くないが、2006年はやはり110円台前半になることを示している。この水準は、実質長期金利差による推計結果とほぼ一致している。

