

中間選挙共和党敗北で円高は進むのか？

発表日：11月10日（金）

～大統領選挙サイクルのその後～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（外線：5221-5223）

米国中間選挙は、共和党が上下院で敗れ、民主党の勝利に終わった。これはドル安・円高要因だとの見方があるが、そう単純明快ではなさそうだ。4年周期で確認されてきた為替の大統領選挙サイクルはここに来て、その振幅が小さくなってきている。理由は、①足元で日銀の低金利政策が世界的な流動性供給源となって円安作用が生じていること、②以前に比べて米国にとっての対日通商問題の重要性が相対的に小さくなっていることがあると考えられる。筆者の見通しでは、金利差縮小もあって2007年後半までに円安がゆっくりと修正され、110円/ドルの水準に収斂していくとみる。

4年周期の大統領選挙サイクル

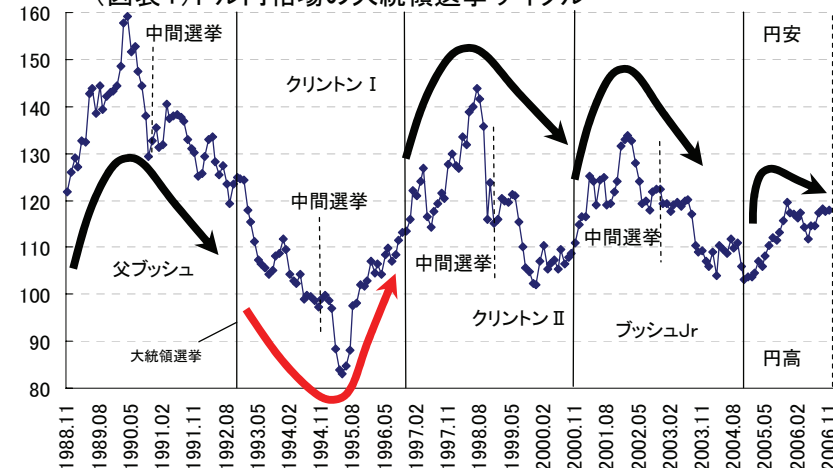
11月8日の米国中間選挙では、上下院で民主党が多数派となり、共和党は敗北した。争点だったイラク問題で引責するかたちで、ラムズフェルド国防長官が辞任を表明している。ブッシュ政権の任期残り2年間に今回の中間選挙の影響は尾を引きそうである。

ところで、ドル円相場には、米国の「大統領選挙サイクル」と呼ばれる4年周期の変動がある（図表1）。大統領選挙の年とその翌年は円安ドル高が進み、

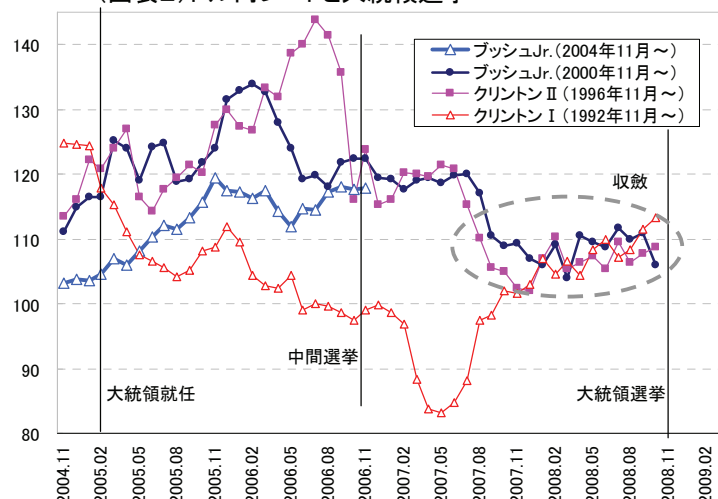
反対に中間選挙の年とその翌年は円高に振れるという規則性である。この規則性はプラザ合意以降、クリントン政権・第一期を除くと、すべての時期で成り立っている。今も、2000～2004年のブッシュ政権・第一期と、2004年以降のブッシュ政権・第二期の為替水準と変動の両方がかなり似通っている（図表2）。こうした経験則は、はっきりした根拠がある訳ではなく一種のアノマリーである。

しかし、そこで筆者なりに説明を考えると、ドル高は次の大統領の座を巡って、時の大統領が景気刺激に熱心になるから起こり、一方ドル安は中間選挙で与党が敗北しやすいので起こるといふ仮説が考えられる。2000年当時のことを振り返ると、ブッシュ候補（現大統領）が大型減税を選挙公約に掲げて、景気対策に積極的に取り組んでいた。今回の中間選挙にしても、下院で民主党が優位に立ったことは、ブッシュ政権が思い切った政策を実行できなくなる点でやはりドル安円高の要因にはなりそうだ。

（図表1）ドル円相場の大統領選挙サイクル



（図表2）ドル円レートと大統領選挙



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

経験則は少し食い違ってきている

では、今後、ドル円相場は急激な円高に見舞われるのか。さらに2007年は円高が進むのだろうか。筆者は、円高傾向が進むにしても、過去に比べてその振れは大きくないとみている。折からドル円相場で110円台後半の円安水準が続いている状況については、「早晚日本の景気が拡大していけば円高になる」、「米国の景気減速でドル安が進む」という見方がくすぶってきたが、それらの観測はずっと裏切られ続けている。むしろ「円高予想は狼少年だ」という意見も聞かれるほどだ。

なぜ、円安が定着してきているかという理由の第一は、今の円安が日銀の超低金利によって支えられている面が大きいことだ。各国が引き締めを進める中で、日本がひとり潤沢な流動性の供給源になっている。全米先物取引委員会（CFTC）のIMM通貨先物の投機筋のポジションをみると、日本の低金利が投機筋の円売り圧力を誘い、円の売り持ち超過（ネット・ショート）が歴史的に積み上がっている（図表3）。日本と欧米の名目短期金利差は、円キャリートレードを誘い、円資金で他国通貨が買われる円売りの作用を持っている。

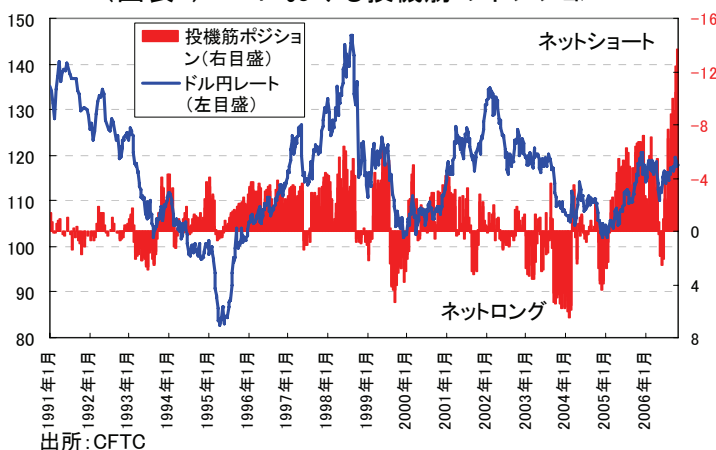
ここ数年、ドルの名目実効レートも切り下がっているが、同時にこのところ円安も同様のペースで進んでいる（図表4）。円はドルと連動しつつ動き、ユーロの方に切り上げ圧力がかかるという異例の流れがあり、今は円高方向に向かいにくい。今後、日銀があと2・3回程度利上げを継続して、欧米の短期金利に対して相対的に大きくなっている割安感が解消しないうちは、多かれ少なかれ円安傾向は続くだろう。2007年央に

かけて欧米が利上げを休止する中、日銀が利上げを継続した場合、金利差の縮小が円安修正を促すと考えられる。

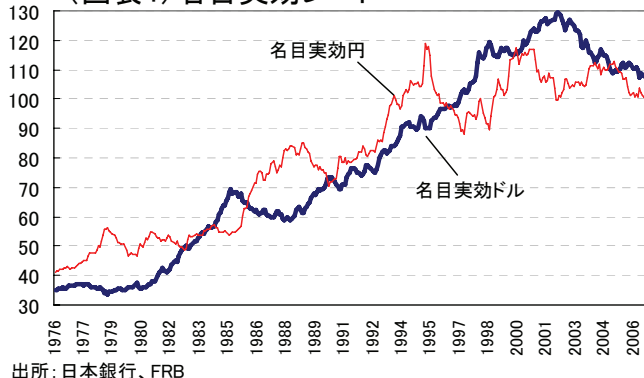
第二に、大統領選挙サイクルの弱体化である。このサイクルは、ドル円にみられるアノマリーであるが、実効レートや他通貨にはみられない現象であることを指摘したい。なぜ、ドル円だけに特有なのかといえば、かつて日本が米国の貿易赤字の主要相手国だったからだ。裏を返せば、米国赤字に占める日本の存在感が低下したのであれば、大統領選挙が近づいても対日通商問題が議会からの標的になりにくく、ドル円への影響が薄らいだ可能性はある。米国で円高圧力が必要とされていないから、円高も起こりにくい。米国における注目が中国、とりわけ人民元に移ってしまったことが、大統領選挙サイクルを弱めたという理解である。

以上のように、筆者は、今後日銀が追加利上げを進めた後、円高への修正が起こるにしても、それほど激しいものにはならないとみている。過去のパターンからみて趨勢的な流れでは、前掲図表2で示したように、2007年後半までには徐々に110円近辺に向かうとみることができる。なお、この見通しは金利で推計した場合でもほぼ同様になる。

円/ドル (図表3) IMMにおける投機筋のポジション



(図表4) 名目実効レート



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。