

## ドル安で容認された弊害

発表日：2009年11月6日（金）

～次なる問題はグローバルな過剰流動性への対応策か～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

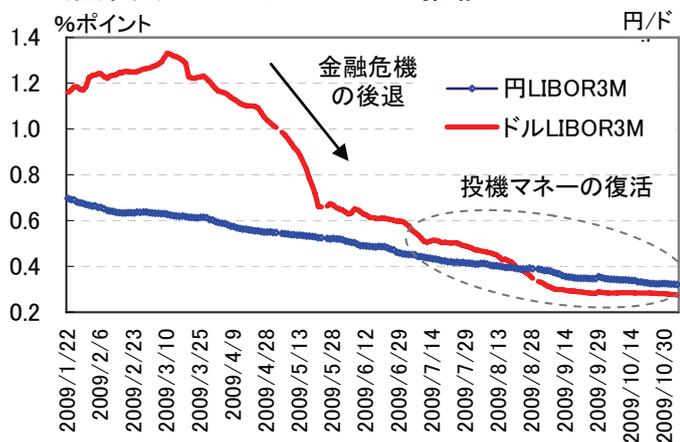
FRBが時間軸政策を延長することを決めたので、当面はドルキャリーを通じた円高圧力は継続するだろう。いくつかの国では、過剰な資金流入を防止するために利上げに踏み切っている。金融引き締めは、過剰流動性が引き起こす当該国の資産インフレを防止しようとするものだが、利上げは短期的に通貨高を助長するというジレンマを伴う可能性がある。米国発の過剰流動性が各国の金融政策を悩ませる状況については、次なる政策課題になりそうだ。

### 強まる金融緩和効果

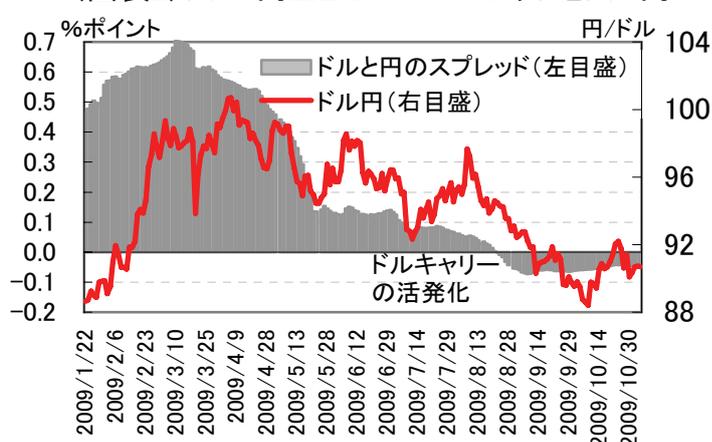
11月4日のFOMCは、声明文のひとつの文言が修正されるかどうか注目が集まった。「長期間に亘って、異例に低いFF金利を正当化する可能性が高まる」という説明の「長期間に亘って (for an extended period)」の部分である。この文言は、FRBが0～0.25%という低金利が継続する、という期待形成を生み出し、ターム物金利への押し下げ圧力となっている。

特に、この影響が顕著に現れているのは為替市場である。ドルのLIBOR金利は、低金利継続の予想が強まって、1～3か月物のフラット化が進み、LIBOR金利では円とドルの間に逆転現象が起こっている（図表1、2）。FRBのスタンスを受けて、ドルLIBORは足元でさらに下がっている。投機筋のドルキャリー・トレードは活発化して、ドル安圧力は当面強まるであろう。

(図表1)ドル・円LIBORの推移



(図表2)ドル・円LIBORのスプレッドとドル円



ドル安は、もっぱら米国の金融緩和が引き起こしているという訳ではなく、金融市場の局面変化に反応した側面もある。LIBOR金利の推移に注目すると、5月中旬になってLIBOR金利は大きく低下していく変化が起こっている。このタイミングは5月上旬に米銀に対するストレステストが行われ、6月初にGM処理に目処がついた時期である。金融市場では、金融危機によって高まっていたリスクプレミアムが、この時期に低下した。問題なのは、金融不安が峠を越えてしまう\*と、今度は低金利刺激が強まって、投機的取引に活力を与えてしまったことだ。ジレンマになっているのは、たとえ投機の復活という副作用があったとしても、低金利が实体经济を癒すために不可欠であることだ。ドルキャリー・トレードは、危機対応の政策が引き起こした皮肉な副作用とみられる。

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。

※ドル安と金融不安の関係：実効ドルの推移をみると、2008年に金融危機が起こるまでは趨勢的なドル安であった。それが、9月のリーマンショックで最も大きな打撃を受けて、投資資金のドル回帰を起し、一時はドル高に向かわせた。この局面では、極端な安全志向（質への逃避）がドル資産を保有することを有利にみせたのである。もっとも、米国の危機管理が功を奏した2009年春からは、安全志向でドルに集まっていた資金が、超低金利のドル離れを起す格好になっている（図表3）。この動きは、LIBOR金利などからリスクプレミアムが消えたタイミングとも重なっている。

(図表3)ドルと円の関係

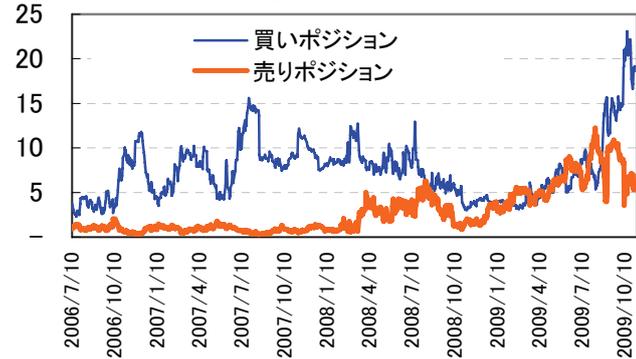


### 日本における投機的反応

日本の為替市場では、ドルキャリーとは違った流れで、投機的な動きが起こっている。個人投資家が10月以降90円を割り込むような円高進行に反応して、ドル買いのポジションを膨らませていることだ。個人マネーは、為替が90円を割り込んでも、「しばらくすれば円高が修正される」という見通しに賭けるかたちでポジションを構築しているのである。東京金融先物取引所の「くりっく365」では、10月に入ってからドルの買い建て玉が過去に例がなかったくらいに膨らんでいる（図表4、5）。FX取引を行う個人投資家は、これまでも相場が円高に振れると、そこから円安の戻りを狙って、ドル買いを仕掛けることがあった。それでも、10月のドル買いの膨らみ方は異例の大きさである。

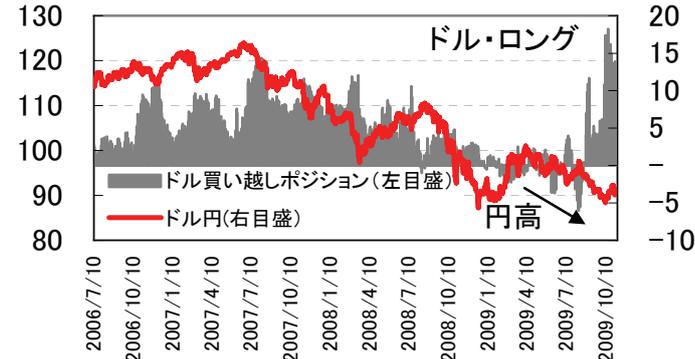
一方、対照的に海外投資家にはそうした動きがみられない。シカゴのIMM通貨先物のポジションで確認できる投機筋のドル買いポジションは、それほど膨らんではいない。これは、海外投資家が、ドル安が短期的に修正される方向でみていないということだ。

(図表4)外為証拠金取引のドル建玉(1)



出所：くりっく365

(図表5)外為証拠金取引のドル建玉(2)



出所：くりっく365

### 苦肉の利上げに踏み切る国々

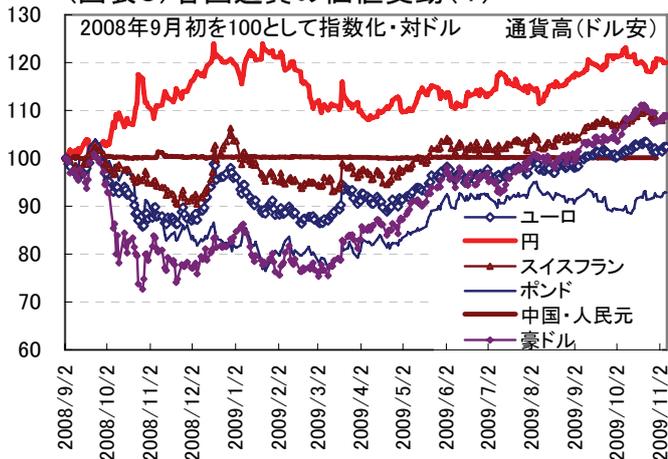
達観すると、円高に苦しまされている現状は、米国の金融政策からしわ寄せの影響を受けている構図である。米国発のドル安圧力は、その裏返しとして日本以外にも各国に通貨高を生じさせている。ドルの低金利維持によって、相対的に高金利の国々では、資金流入が起り、それが通貨高を引き起こしている。円、ユーロのほかにも、豪ド

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。

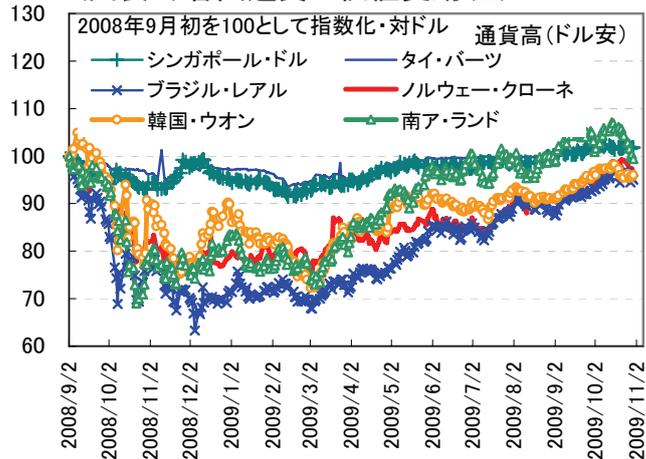
ル、ニュージーランドドル、南ア・ランドなどでも通貨高が進んでいる（図表6、7）。

この通貨高は、リーマンショックで各国の景気情勢が悪化する中で、輸出環境にマイナス作用を及ぼすほか、高金利国の資産価格の上昇要因になるという弊害を伴っている。すでに、いくつかの国では、資産インフレの圧力に対応するかたちで金融引き締め動きが始まろうとしている。オーストラリア中央銀行は、10月6日と11月3日に政策金利を3.50%に引き上げる金融引き締めを実行した。ノルウェーは10月28日に国内住宅価格が上昇してきていることを警戒して、欧州諸国ではじめて利上げに踏み切った。オーストラリアもノルウェーも資源国という点で共通している。今後は、資源国以外にも、海外からの資金流入に反応して金融引き締め動く国々が増えていく可能性がある。

（図表6）各国通貨の価値変動（1）



（図表7）各国通貨の価値変動（2）



ところで、資金流入に対して利上げを行う政策対応は、少し奇異に感じる人が多いかもしれない。高金利通貨に反応して資金流入が起こるのならば、利上げでかえって資金流入が加速し、通貨上昇と国内の過剰流動性が助長されるからである。確かに、そうした逆効果は短期的に生じるが、利上げが何回も続くと通貨高と過剰流動性は解消されてくる。

この問題は、典型的な金融政策のジレンマである。まず、海外からの資金流入が意図せざる金融緩和圧力になる。資金流入は通貨上昇につながり、輸出産業がダメージを受けるが、一方で国内では過剰流動性が資産価格・物価上昇の圧力になる。この場合、金融政策は、短期的には資金流入を加速させるが、利上げをして過剰流動性を吸収せねばならない。利上げは、しばらくして金融引き締めが实体经济を悪化させ、それを通じて通貨下落を促す。通貨高に対して利上げを行っている国々は、かつてオイルショックに見舞われた日本が、实体经济を犠牲にしても金融引き締め動くことを余儀なくされたのと同じジレンマである。

（参考1）金融引き締め以外の対応・・・人民元のケース

ドルが切り下がる中で、本国通貨の上昇を避けようとして、平価を維持することを政策目標にすると、その代償として本国には資産インフレが起こりやすくなる。70年代初頭に日本はニクソン・ショック後に、通貨防衛をするためのドル買い介入を行い、それが過剰流動性を生み出し、後のインフレにつながったという苦い経験がある。中国は、2005年7月に人民元を通貨バスケット制に移行したが、レート推移をみると2008年6月から現在に至るまで、対ドルで価値の変動がほとんどない（前掲図表6）。中国は、レート維持のためにもっぱらドル買いをしている可能性がある。その場合、国内金融市場に大量供給される人民元を資金吸収できないと、過剰流動性が不動産や株式市場に回って資産バブルが起きやすくなる。金融引き締めをせず、為替維持政策を目指すことも歪みを生む。

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。

## (参考2) トービン税の採用・・・ブラジル・レアルのケース

海外からの投機資金流入を阻止する方法として、為替に為替平衡税を課税する方法がある。このアイデアは発案者の経済学者ジェームズ・トービンにちなんでトービン税と呼ばれる。トービン税の実験は、2009年10月19日にブラジルが、海外投資家によるレアル建て債券・株式に2%の金融取引税をかけることで行われた。トービン税は、マクロの金融政策の変更を行わないので、景気をオーバーキルさせる副作用を回避しながら投機抑制ができる利点がある。しかし、一旦トービン税を使い始めると、各国が一斉にトービン税を使い始めて、自由な資本移動ができなくなる可能性がある。これは、自由貿易と保護貿易の間にある問題にも似ている。トービン税のアイデアは、単に机上の議論ではなく、欧州諸国を中心にG20など国際的に過剰流動性対策としてその導入が推進されるかもしれない。

## 政策協調の課題

FRBが、時間軸政策をどこまで引っ張るのかは見定めにくい、ずっと先ではないはずである。すでにFOMCのメンバー内にもインフレ懸念を重視する者がいて、議論が分かれているとされる。

一方、FRBが時間軸政策を解除してきたとしても、FFレートが低位のままであるという問題は残るだろう。米国は国内金融問題や景気刺激の必要に迫られて、程度の差はあれ、2010年内のどこかで利上げのタイミングを先送りするだろう。グローバルに見ると、バランスシート調整圧力を受けている米国と、そうではない新興国や他の先進国の間では、米国の金融緩和によって生じた資本移動が続くとみられる。

最悪のケースは、米国発の過剰流動性が、原油などの資源高や新興国の資産価格上昇につながり、かつ新興国のインフレ（含む資産インフレ）を発生させることである。そうなると、リーマンショック後の景気回復は、スタグフレーションと金融引き締めによって短命に終わってしまう。米国発の過剰流動性は、各国の金融政策を引き締め方向に刺激して、世界経済の成長を短命化させるリスクがある。その意味では、FRBは、必要以上の緩和度合いを見極めて適切に緩和スタンスを修正する必要がある。次なる世界各国の問題は、グローバルな過剰流動性にどう対処するかという政策協調になりそうだ。