

1ドル80円台を巡る攻防

～円高の潮目は近づいている～

発表日：2010年10月15日（金）

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

ドル円が1995年の最高値1ドル79.75円に接近し、政府は為替介入のトリガーに指をかけるメッセージを発したように見える。現状、円高の進行は、日米長期金利差と照らして行き過ぎている。仮に介入があれば、思惑などでオーバーシュートした部分は修正されると考えられる。しばしば言われる「通貨安戦争を避けるため」という主張は、立場を反対側からみると、米国が金融緩和の効果を引き出す論理とみることもできる。

為替介入を準備か

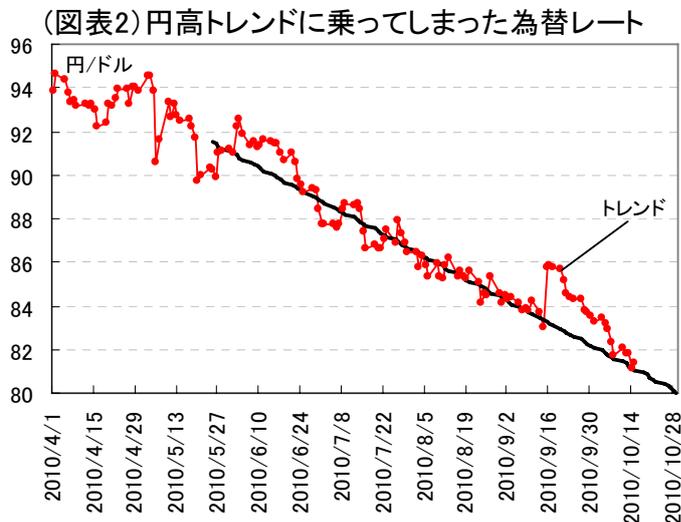
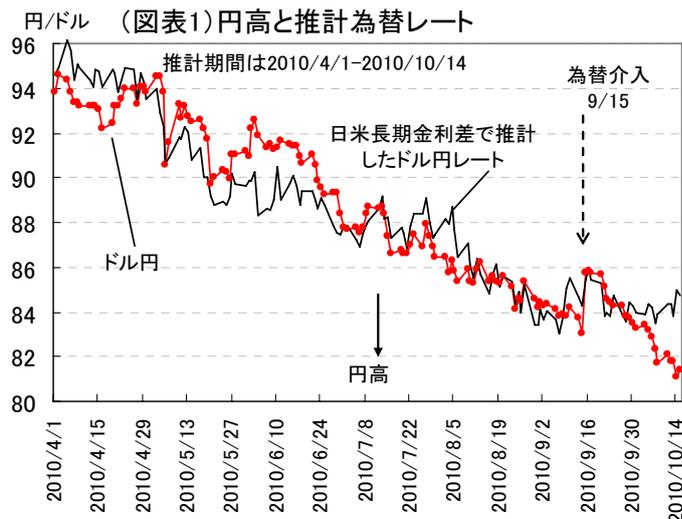
ドル円レートは10月14日の夕刻に1ドル80.87円をつけた。15年前の1ドル79.75円（1995年4月19日）に僅か1円数銭まで接近する超円高である。菅直人総理大臣は、すかさず「大きな変化の中でどうしても、という場合には断固たる措置をとる」という牽制発言を行った。15日に野田財務大臣は、「必要なときには断固たる措置をとる。G20財務相・中央銀行総裁会議に関係なく判断する」と語った。これらはブラフではなく、トリガーに指をかけているメッセージを送ったのであろう。9月15日には、82.86円/ドルまで進んだのを見て、21,249億円規模の為替介入が実施された。次に為替介入があるとなれば、どのくらいの規模であろうか。

為替介入が有効性を発揮するには、規模・タイミング以外にもいくつかの条件がある。ひとつは、円高が投機的色彩を強めていることが条件になる。投機的円高は、思惑に振られて実体よりも過度な円高になっているので、介入によって過度に進んだ円高の部分を押し戻すことができると考えられる。

確かに、80～81円/ドルというレベル感には、日米長期金利差で計算されるレートからは、乖離している

（図表1）。FRBの金融緩和観測が強まっていることは間違いないが、それを反映した米金利低下で評価しても、ドル円レートは十分すぎる水準まで円高になっている。

むしろ、目下の円高はそうした金利差よりも、もっと単純な一直線の円高トレンドに沿って進むという思惑に基づいている（図表2）。目下の為替は、典型的なオーバー・シュート現象が起こっている。前の9月15日での介入は、同じようにドル円の水準が、金利差に基づくレベルから乖離して、介入実施後は金利差に見合った水準までレートを戻すのに成功した。仮に今

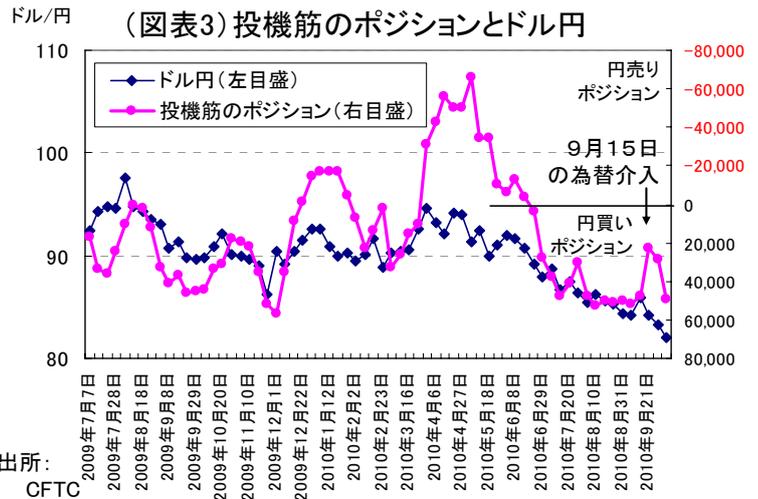


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

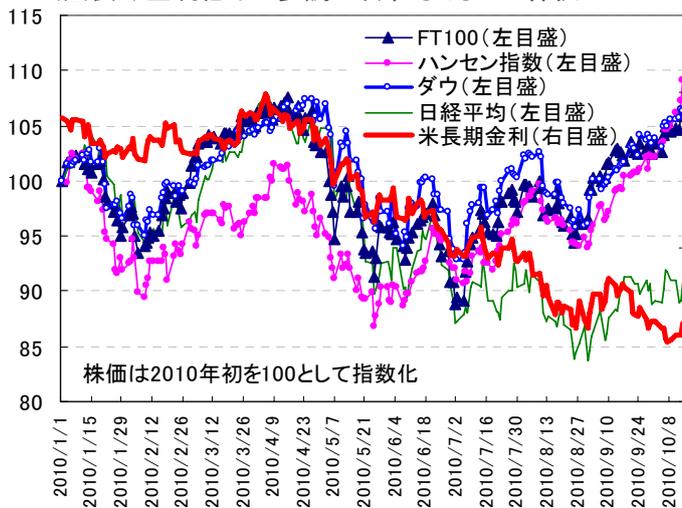
の情勢で為替介入を行えば、少なくとも84円/ドルまで戻せるという予想も成り立つ。

投機的な流れに関しては、シカゴ IMM の円ポジションを参照するのがよい（図表3）。円は投機筋のロングポジションがここにきて膨らんでいる。このポジションは、9月15日に介入が実施されてから一旦は大きく後退したが、その後で再び膨らんできているのだ。今回も、仮に介入が実施されれば、円のロングポジションは大きく後退して、円高圧力も解消することが予想される。

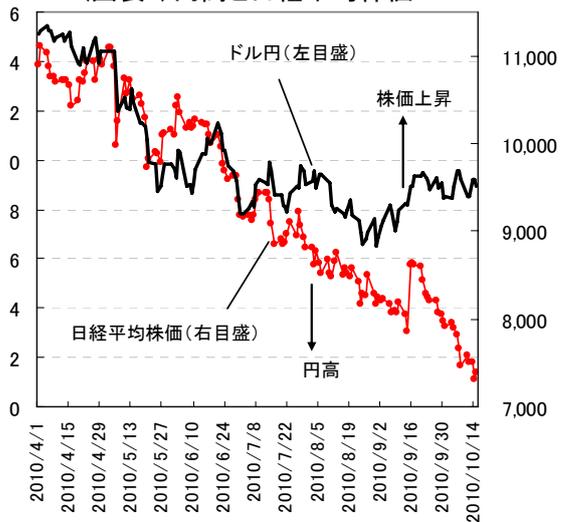
さらに、思惑の行き過ぎは、欧米・アジアの株価が反転してきていることにも表われているかもしれない（図表4、5）。欧米・アジアの株価は、長期金利低下と食い違いをみせて、これは金融相場的な色彩が強まっていると理解できる。ただし、株価上昇・長期金利低下の組み合わせは、流動性が行き渡り、マネタリーな効果がクライマックスに近づいているシグナルを発しているとも受け取れる（もっと大きなサイクルのダウントレンドの小反発という見方もある）。



(図表4) 金利低下と歩調が合わなくなった株価



(図表5) 円高と日経平均株価



為替介入の考え方

政府は円高進行に脅威を感じて介入も辞さずという姿勢を採っているが、本音の部分は介入をやらなくて済めばそれに越したことはないと思っているはずである。10月22・23日の韓国・慶州でのG20財務相・中央銀行総裁会合、その後の11月11・12日のソウルのG20首脳会合では、通貨切り下げ競争というテーマも浮上してきそうである。

通貨切り下げ競争とは、どこか1国が自国の貿易黒字を増やそう（貿易赤字を減らそう）として為替介入をし始めると、連鎖反応のように通貨切り下げの誘導が行われる状態である。野放図な為替介入合戦は、お互いの操作が相殺し合って、どの通貨も十分な減価ができない。結局のところ、通貨切り下げ競争の勝者なしとされるのが常識とされる。教科書的に言えば、通貨切り下げ競争は「囚人のジレンマ」のパターンである。

「囚人のジレンマ」を回避するには、参加者がお互いに協議して、抜け駆けは無意味だとあらかじめ共通認識をつくっておくことが最適解とされる。ガイトナー長官が「多国間で通貨問題を協議すべきだ」と呼びかけているのは、そうした処方箋を意識している。

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。

日本にはG20に臨むに当たって不都合な事実がある。日本はG7諸国で唯一、為替介入を行っているという事実である。内向きの発想で、為替介入を駆使して円高の脅威を除去しようと行動すると、いずれ通貨安戦争に警戒感を強める欧米の虎の尾を踏む可能性がある。もしも、日本の為替介入を禁止する意思表示を下されると、円高阻止の立場は元も子もなくなる。

微妙な立ち位置にいる日本は、為替介入を辞さないというポーズを保ちつつ、メインシナリオとしては必要最小限の介入で済ませる戦術を採っているのだろう。ただし、リスクシナリオとして、思惑に駆り立てられる為替相場が1ドル80円台を突破しそうになれば、果敢に介入を行って、最悪の円高加速を避けようとする準備もしている。相場動向をみながら、通貨戦争と円高加速という2つのケースについて、最悪の度合いを最小化するミニマックス戦略を念頭に置いていると考えられる。

通貨戦争はドル安政策の裏返し

焦点になりそうなのは、11月3日のFOMCである。次回FOMCでは、長期国債の買い切りが行われて、追加緩和を推し進める観測が強まっている。10月12日に発表されたFOMCの議事録では、インフレ目標の議論などが交わされていて、FRBが長期国債買い切りだけでなく、もっと踏み込んだ手法を導入して緩和強化を演出しようという可能性が示唆されている。筆者は、80円台を巡る攻防が、11月3日のFOMCに前後して節目を迎える可能性もあると見ている。

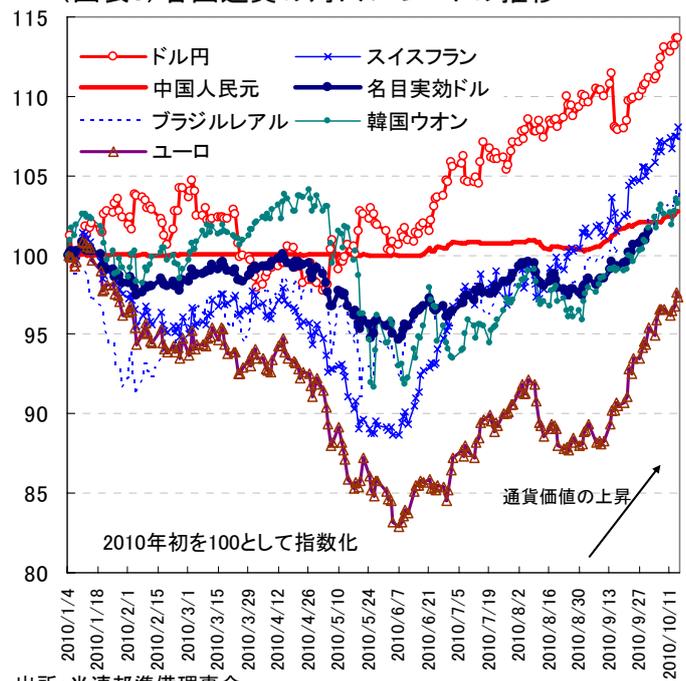
ところで、前述した通貨安戦争の構図は、この米金融緩和の裏返しではないかという見方も成り立つ。例えば、各国通貨の対ドル・レートの推移をみてほしい(図表6)。図表では、最もドル円レートが上昇していて、ユーロドルも6月をボトムに切り上がっている。韓国、スイス、ブラジルはすでに為替介入を繰り返している国々の通貨は、ドル安と連動するかたちで上昇している。各国が共通するのは、対ドル・レートが上昇するから防衛的な対応を採らざるを得ないという事情である。

最も問題視されている中国の人民元にしても、人民元がドルとの連動性を保っていることに対して「市場メカニズムに反する」と非難されている。ドルとの連動性を保てはいけないと指弾されていることは、ドルと一緒に安くなっては困るということと同義である。米国が主導する全面的ドル安の方針が近隣窮乏化政策なのか、それとも自然の成り行きだから仕方がないのかは、よく吟味して考えるべきだろう。

ドルを北極星として考える構図は、戦後の通貨体制をそのまま踏襲している発想でもある。今までは米国が超低金利政策を採ってこなかったから、それがシステム維持を困難にする障害を表面化させないで済んでいた。今はそのパラダイムが、FRBの追加緩和政策で揺らいでいるのである。

世界地図を逆さまに向けて、発想を転換すると、米国の「為替レートの形成はマーケットに任せるべき」という原則論は、FRBの追加緩和が限界的な効果を発揮しやすくする意図がある。もともと主要国の低金利政策が際限なく行われれば、金利引き下げが通貨引き下げに展開していくことは論理的帰結だったとも言える。米国の金融緩和がより浸透するように、「通貨安戦争への警戒」という名目でドル安容認を演出しているという見方もできる。

(図表6) 各国通貨の対ドル・レートの推移



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。

円高問題の再考

日銀は、実質ゼロ金利政策を10月5日に採用し、以前のように際限のない緩和局面に足を踏み入れようとしている。これに対して、11月にFRBが緩和強化に動いて、さらにドル安容認を進めれば、日本の円高阻止の効果は大きく薄らぐ。日本が10歩緩和しても、米国は20歩緩和するのでは、日本はどうしようもない。「アキレスと亀」の発散バージョンである。

この際限のないゲームから降りるには、究極的にはドル安円高を我慢するしかない。政府の為替介入にしても、日銀の追加緩和にしても、短期的に円高を食い止めることはできても、中長期的には円高阻止はできない。そうなると、円高と共生するために、円高メリットをどのように拡充し、企業収益の追い風に変えていくかという政策的追求も必要になってくる。株式市場でも、円高に条件反射した株安の反応から徐々に距離を置いてきているのは、円高耐性の方に目を向けつつあるという見方もできる。