

ドル安に飲み込まれた円高からの転換

発表日：2011年4月25日（月）

～QE2終了後の長期金利は如何に～

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

為替動向の焦点は、4月27日のバーナンキ会見にある。FRBがQE2にどのように幕を引くかのヒントがその会見で示されるとみられる。これまでのドル円レートは、ドル安のトレンドの影響を受けて円高から離れられなかった。長い目でみると、QE2終了のアナウンスは為替レートが円安方向に修正していく起点になると予想される。

QE2の後始末へ

4月26・27日のFOMC後には、バーナンキ議長の会見が注目されている。FRBは、FOMC直後に記者会見を開いて議長が質疑応答に答え、さらにその模様をHPに公開するという。その目新しさに加えて、今回は6月末に終了を予定されているQE2の扱いについて議論されると予想されている。

振り返ると、このところのFRBは、長期金利に極めて強く関与しようという政策運営だった。11月にQE2が発動されてから、毎月750億ドルの長期国債の購入が8か月間も継続されてきた。その量的緩和効果は、期待インフレ率を高め、株価上昇、そして通貨安（ドル安・他国通貨高）を促してきた。

今回は、その効果の下駄が外されるかもしれないことが、最大の関心事である。大方の見方は、FRBがFFレートの引き上げに動くとしても2011年内ではないという慎重な見方だ。FRBはQE2終了の期日が到来しても、性急な金融緩和の転換に向かわずに、緩和効果を浸透させながら、ゆっくりと緩和局面を手仕舞うとみられる。

一方、FRB関係者には金融緩和からの撤退が遅れてインフレ・リスクに対して後手に回るという警戒論もある。バーナンキ議長は、おおむね緩和継続を堅持する意向だと予想されるが、そうしたインフレ警戒の意見にも耳を傾けて、出口政策の方針についても何らかの手がかりを示すかもしれない。長期金利や為替は、その微妙なアナウンスメントを読み込んで、動いていくとみられる。ハト派色が強まればドル安方向へ、警戒色の強い姿勢が示されればドル安の反転が見込まれる。11月のQE2、そしてQE2を示唆した8月27日のバーナンキ発言が為替の転換点だったように、4月27日のバーナンキ発言が流れを変える起点になる可能性は大いにあり得る。

基調としてのドル安

2010年来、ドル円レートには絶えず円高圧力が強く働いている。3月下旬から4月上旬までのドル円レート85円近辺の円安水準は、ごく短期間に81～82円台の円高に押し戻されている。円高傾向は、頑強な流れのである。

その背後にあるのは、根強いドル安の流れである。名目実効ドルは、2010年11月末以降は一貫してドル安傾向を持続している（図表1）。各国通貨もユーロを始めと

（図表1）趨勢的なドル安傾向



出所：FRB

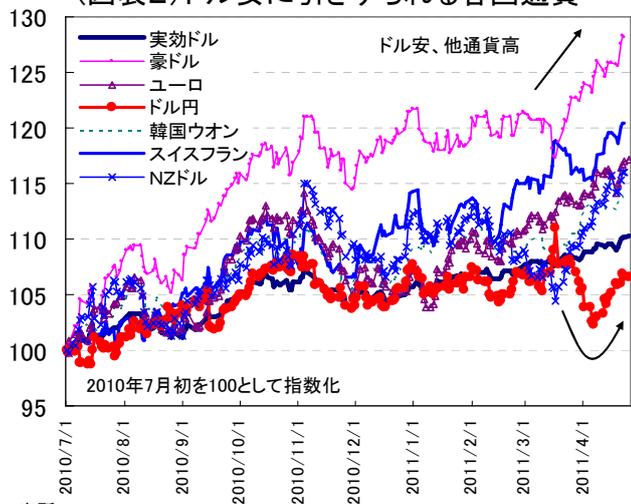
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

して対ドルで切り上がっており、ドル円だけがその趨勢を離れて円安になることは考えにくかった（図表2）。3月18日の協調介入以降、ドル円が1ドル85円まで円安に振れたのは、他通貨に作用しているドル安の趨勢からは乖離したものであり、持続性はなかったとみられる。

日本には、震災に伴う悪影響や貿易収支の赤字化リスクなど、円安に向かってもおかしくない材料は目白押しである。対ドルでは円高であるが、それ以外の通貨では、対ユーロ、対豪ドル、対スイスフランなどで円安傾向である。より多くの通貨変動の中でみると、円とドルは両者に固有の通貨安材料がせめぎ合って、ドル安圧力の方が上回って、ドル円レートが円高水準に向いている図式である。

具体的にQE2がどのくらいの為替円高効果を持っていたかを、QEダミーとして置いて、そのインパクトを推計すると、期間によっても差はあるが、5~7円/ドルの円高方向へのバイアスになっている（図表3）。つまり、QE2の効果完全に剥落すると、ドル円レートは5~7円/ドルは現状よりも円安方向に戻るという計算になる。

（図表2）ドル安に引きずられる各国通貨



出所:FRB

円/ドル（図表3）QE2によって動かされたドル円レート

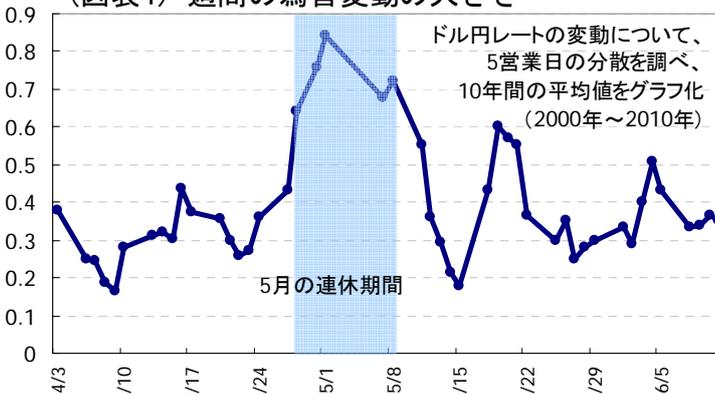


ゴールデン・ウィークは波乱要因か

今年も4月末から5月初にかけて日本は大型連休に入るので、為替レートが動きやすいという観測もある。4月27日のFOMCに、翌28日は日銀の展望レポートが発表される。バーナンキ議長がタカ派的な発言を行い、日銀の展望レポートが慎重さを強調すれば、それらは円安要因である。28日朝に発表される鉱工業生産（3月）の予測指数が5月までの大幅な生産減を予想し、東京都区部の消費者物価コア指数が4月からの物価プラスを示している、その両方が円安要因になる（逆の動きになれば円高へ）。5月6日の米雇用統計が大きな増加、低い失業率になっても、ドル高・円安要因になる。

そこで、例年の季節的変動として、4月末から5月初の連休前後のタイミングが、ドル円レートが大きく動いているのかどうかを確認してみた。すると、2000~2010年にかけての1週間の分散の値は、他の時期よりも大きくなっていることがわかった（図表4）。ただし、5月初旬前後の変動が必ず円高への変化という訳ではなく、円安に振れるときもあった。過去の事例では、2010年、2006年、2003年、

分散（図表4）週間の為替変動の大きさ



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。

2001年のときは円高方向の振れであったし、2009年、2004年は円安方向の振れであった（図表5）。

※1年間の中で5月初前後のボラティリティは最高という
ことではなく、過去10年では3月半ば、10月末の方が変動
率が大きい。

円高はどこかで反転へ

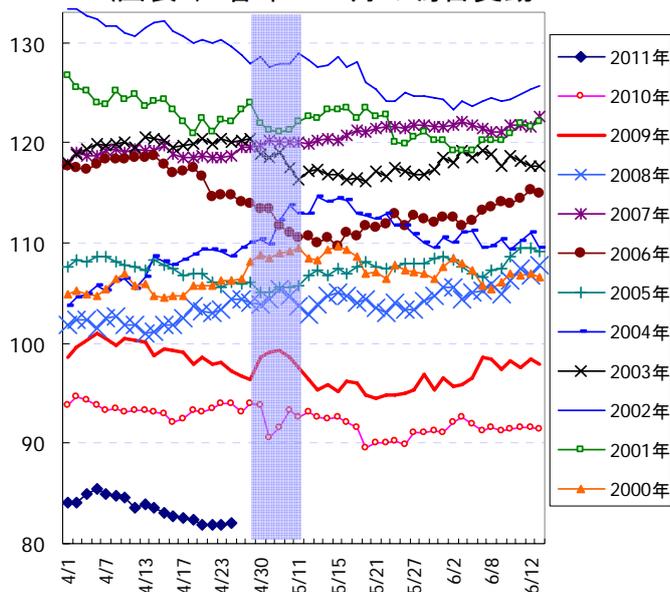
筆者は、ドル円レートの趨勢は、緩やかな円安とみている。米国経済がゆっくりと成長率を高め、金融政策もすぐにではなくとも緩和解除の方向に向かうと考えるからだ。対する日銀は、当分の間、緩和姿勢を解除方向に動かすことはできない。日米金融政策の方向感がドル高・円安だと考えられる。問題は、その方向感是一本調子ではなく、局面ごとにぎくしゃくすることだ。ごく短期で円安に向いたり、円高に向いたりする度に、足元の方向感がずっと続きそうにみえる。多くの人がその振れに戸惑うことになるだろう。

もしも、そうならずドル安・円高に為替が向かうのなら、そのときのシナリオは米国経済がより深刻な停滞へと向かう状況であろう。そうした悪いシナリオをバーナンキ議長が察知すれば、QE2終了後、超金融緩和からの足抜けには時間をかけて、金融市場の期待形成が先走らないように配慮するであろう。より都合の悪いシナリオは、米政権が米国債の格下げリスクの回避を急ぐあまり景気回復より財政再建のための歳出カットを急いだ場合である。米国が財政リスクを顕在化させたとき、コントロールできないドル安へと向かう。

日本の側からみれば、都合の悪いシナリオは次のようなかたちになる。米経済が弱まったことに反応して、1ドル80円を割りそうになったときに為替介入ができない状況が明らかになったときである。日本政府が3月18日のような協調介入、あるいは単独介入すらできないことが円高を加速させる。

今のところ、為替介入が封印されるような環境ではないし、米国経済が総崩れになる様子でもない。円高が加速するシナリオは、当面はメインではない。筆者は、4月27日のFOMC後の記者会見、そのときの発言に即座に反応した円安加速という変化ではないだろう。ありそうなのは、5月以降に米経済の実体を見極めてから、次第に円高修正・円安進行へと動かされることになるだろう。

円/ドル（図表5） 各年4～6月の為替変動



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。