

## 1ドル100円を突破、通貨安競争への警戒

発表日:2013年5月13日 (月)

～円安容認の賞味期限をどう考えるか～

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

ドル円レートはあっけなく1ドル100円を突破し、年内110円程度を目指していく観測である。G7でも円安容認姿勢に変わりはない。一方、5月入り後、欧州・新興国が利下げし、通貨安競争が始まったという見方もある。目下は、米経済拡大に伴うドル高の裏返しである限り、円安批判は当たらない。今後、各国の寛容さが変わるとすれば、日本の物価上昇がある程度進み、景気刺激における金融緩和依存が後退する2013年度後半だろう。

### G7でも円安容認へ

5月第三週初の為替レートは一時1ドル102円台に突入した。週末5月10・11日に英エイルズベリーで開催されていたG7で、改めて日本の金融緩和が為替レートを目的にしたものではないということを再確認されたことが材料だ。円安の流れは、さらに後押しされるだろう。

現下の円安局面について、2008年のリーマンショック以降の超円高時代の反動であると理解するのならば、100円/ドルを突破してきた流れは、年内110円近辺まで戻してもおかしくはない(図表1)。2008年1～9月までのドル円レートのレンジは96～112円であった。今後は、正常化の流れによって、その範囲まで円安が進むと考えられる。

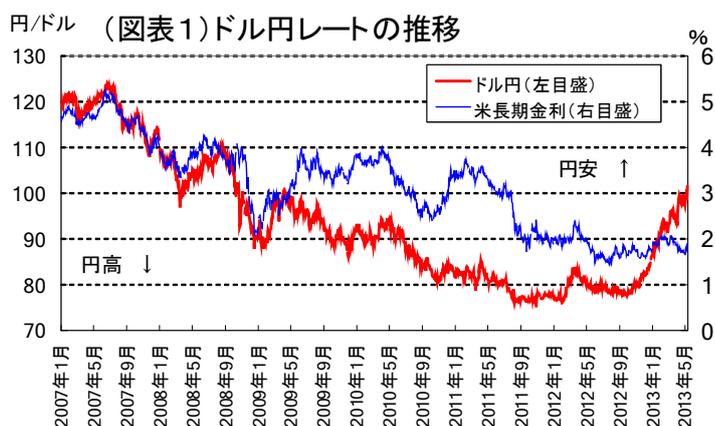
ここにきての円安加速は、アベノミクスというよりも、米経済の拡大期待を背景にしてドル高が進んでいることが理由だ。だから、100円/ドルの円安になったこと自体を日本が批判されることは道理に合わない。今後、米国経済が強制歳出削減の悪影響から徐々に成長加速に変化してくることが展望できれば、ドル高・円安は実体面からサポートされるとみられる。

反面、先行きのドル円レートに関しては、今までのトレンドが単純に継続できるかどうかは未知数の部分もある。現在の円安を支えているいくつかの条件を踏まえておく必要がある。

本稿では、そうした条件に留意しながら、100円以上の円安に歯止めがかかるのならば、こういった要因がありそうかというリスク・シナリオも考えてみたい。

### 各国中央銀行の利下げ

ここにきて、各国中央銀行の利下げが相次いでいる。ECBは5月2日の理事会で、政策金利を0.75%から0.50%へと引き下げた。さらに、追加利下げを辞さない構えである。ECBにとって、次回は下限金利(預金ファシリティ金利)をマイナスにすることを決断する可能性もあり、追加利下げの余地は限界に近づいて



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。

いる格好だ。

そのほか、5月7日には豪準備銀が過去最低の2.75%に政策金利を引き下げている。インド準備銀行、ベトナム国家銀行、韓国銀行もともに5月に入って追加利下げに踏み切っている。これらの相次ぐ利下げは、景気悪化懸念とインフレ環境の後退を受けているが、通貨上昇リスクへの対応という側面もある。間接的にみれば、4月前後から日本円の独歩安が進んで、相対的通貨上昇圧力が働いていることの影響もある。

日本にとっては都合の良い円安が、裏腹の関係として他国の通貨高になっていることを無視してはいけない。特に、韓国は円安のしわ寄せを受けるかたちでウォン高が進行して、輸出産業への悪影響に神経を尖らせている。

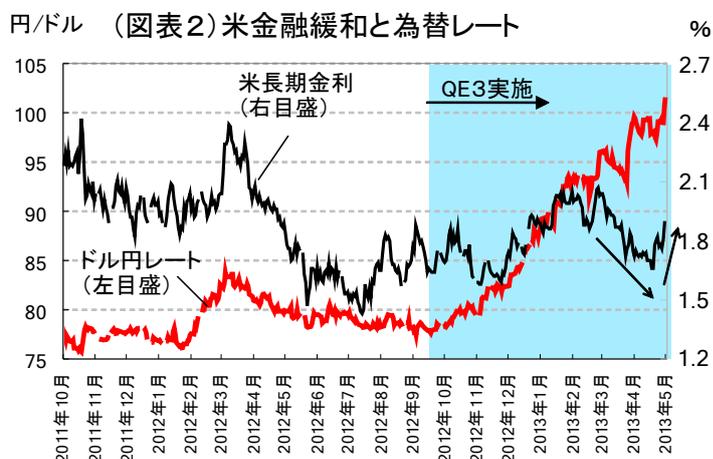
ECBが典型例であるように、各国中央銀行では、さらなる利下げの余地が乏しくなっている状況では、日本の金融政策への寛容な態度がいつまでも続く保証はない。自国通貨高を是正するには、(1)自国の金融緩和を強化するか、(2)他国の金融緩和を止めさせるのか、いずれかしかないからだ。今のところ、日本はデフレ対応の金融緩和であれば、結果的に円安になっても咎められないコンセンサスの中で居心地のよい環境を認められている。しかし、今後のG7、G20で、自国の通貨上昇圧力を弱めたいという思惑が強まって、日本の金融緩和への批判へと矛先が向かないとも限らない。各国の金融緩和余地が乏しくなるほど、通貨安競争を警戒する圧力が、日本の円安基調を脅かす要因になるとみられる。

### 中長期的には為替は米国経済次第

当面、ドル円レートの帰趨を握るのは、日本の金融緩和より米経済の動向であろう。限界的に米経済が拡大していけば、長期金利が緩やかに上昇していき、日米金利差は拡大することになる。昨年後半以来、ドル円レートと日米長期金利差は、かつてのような明確な連動関係はみられなくなっている。それでも、その関係は生きているはずだ。最近、日米金利差は拡大方向に変化する動きがみられており、それがドル高圧力を生じさせるだろう。

米国経済については、3月の自動歳出削減プログラムの発動によって、その後の経済指標が軒並み下向きに変わった。歳出カットのネガティブな圧力は、2013年4～6月に強く働くとしても、それ以降は徐々に減圧していくと考えられてきた。そうした折、5月初に発表された雇用統計は、予想されていた弱めの動きが意外に早く改善されてきた点で、市場の見方を強気にさせる材料だったと言える。そこへ最近の新規失業保険申請件数の発表に伴う雇用改善観測を通じて、ドル円レートが100円を突破してきた。

中長期の効果としては、昨年9月に発動されたQE3の効果も株価上昇を通じた個人消費の刺激効果も、米国経済を拡大させている。過去のQE1、QE2の経験を踏まえると、発動の当初は株高・長期金利上昇に寄与した後、数か月してから長期金利低下へと変化している。筆者は、4月末までに米長期金利が低下してきた動きは、以前と同様にQE3効果はもうそろそろ息切れきたかと思っていた(図表2)。ドル円レートの円安傾向が4月後半に足踏みしたのは、米国要因という見方をしてきた。5月初の雇用統計はそうした慎重な見方を覆す材料になって、ドル高・円安に作用した。QE3の効果は、現時点では依然ドル高作用を持っていると考



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。

えられる。

留意が必要なのは、今後の為替レートが、QE3 の効果へと期待から米国経済の成長力へと移っていきそうなことだ。2013 年央頃からは、米国経済の加速感が明確になるほどに、今度は QE3 終了が意識されることになる。ある程度まで景気拡大が継続するとすれば、QE3 の資産購入金額の現状維持を続けなくてもよいという前提になってくる。实体经济の拡大が進んで QE3 終了が意識されることは、ドル高・円安要因である。反対に、そうした移行シナリオが不安定になれば、ドル安・円高になるだろう。

そのほか、景気拡大が進めば、2014 年秋の中間選挙を控えて、オバマ政権の運営にとって議会運営の制約が薄らぎ、政局混乱による財政不安、ドル安というリスク・シナリオも低下する。

## 日本のポリシーミックス

G7 などの場で、日本の金融緩和が各国から支持されているのは、日本の景気情勢がまだ十分に加速感を得ていないと認識されていることが大きい。デフレ脱却のための金融緩和であるのならば、ある程度はその副作用として通貨が切り下がっても、各国は我慢するということであろう。こうした各国のスタンスが変わるとすれば、次の 2 つのケースだろう。(1) 日本がいつまでも円安・金融緩和だけに依存したデフレ脱却・景気拡大を進めているとみられ、それが近隣窮乏化政策として問題視される場合。もうひとつは、(2) 日本の景気拡大が十分に進んだ場合。つまり、これまでのような円安は、景気刺激策が成長戦略などにスイッチするまでの時限的なものであり、かつ、日本経済の復活がある程度進むまでは“大目にみてもらえる”筋合いなのだろう。

今後、6 月に成長戦略が策定されて、それが 2013 年度後半以降に実行に移されていけば、円安に依存するかたちの成長は容認されにくくなるとみられる。おそらく、日本経済の成長力も、消費税率が引き上げられる 2014 年 4 月までに体力の回復が進むとみられる。

米国経済の再拡大や日本の消費者物価がプラス転化するタイミングを考えると、2014 年 4~9 月までは 1 ドル 110 円に接近する円安に振れるとみられるが、それ以降は通貨外交の観点からみると、寛容さが失われてくることもあり得る。この点は、米国経済の拡大、日本の消費者物価の上昇力が予想外に強まれば、さらなる円安継続のシナリオにスイッチする可能性もある。

なお、日本円の独歩安が、国際協調の観点から容認されなくなって解消される方向に向かったとしても、必ずしも日本の経済成長に大きなマイナスが及ぶ訳ではないという見方もある。米経済学者バリー・アイケングリーン教授とジェフリー・サックス教授の研究によれば、通貨切り下げ競争によって各国間の為替レートの切り下げ効果が飽和してしまっても、自国の金利引下げが内需を刺激するルートは健在であり、各国の流動性拡大は自国の外需拡大にも寄与するとしている。日本円の円安進行に歯止めがかかっても、日銀の金融緩和効果が内需を刺激し、各国の利下げが日本の外需にプラスだとすれば、円安環境が変化しても決して悲観しなくてもよい。いずれにしても、円安によって始まったアベノミクスはそのエンジンを変化させていく政策運営を迫られることになる。