

テーマ：プラザ合意以降のドル円相場の変動 発表日：10年1月25日(月)

～今年度末は企業による海外資金還流が波乱要因。その後は米経済の動向が焦点～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 急激な円高をもたらしたプラザ合意以降の為替相場は、当局の意向や為替政策、金融政策、市場心理など様々な要因によって左右されてきた。
- 1985年にG5各国の通貨当局がドル高是正のために協調介入。米国の「双子の赤字」懸念やブラックマンデー等により88年までドル安進行。
- 89年に日本の外債投資規制緩和から機関投資家の対外資産投資活発化。米国の経常赤字縮小もあり90年まで円安。90年のバブル崩壊以降、海外投資の拡大や輸入縮小と輸出好調により貿易黒字拡大。93年以降のクリントン政権で日本への円高圧力が強まり、95年のメキシコ通貨危機等から超円高ドル安進行。
- 95年のドル買い協調介入や公定歩合引き下げで円安転換。アジア通貨危機や金融不安等による日本からの資金逃避で98年まで円安。98年の日米協調介入によりドル円反転後、ロシア通貨危機に伴う米ヘッジファンド破綻でドル安に拍車。99年から日本経済の回復期待もあり00年まで円高進行。
- 00年後半のITバブル崩壊による日本経済悪化で円安に反転。01年の米同時多発テロによる金融市場混乱等もあり02年まで円安。02年から日本の景気回復と米国景気減速より円高ドル安。国内金融システム不安緩和や米為替政策の転換もあり04年まで円高進行。
- 04年以降、世界的金余りの中で日本のゼロ金利政策を利用した円キャリートレードによる円売り加速により07年まで円安。07年以降、米サブプライム問題を契機にドル売り進行。08年リーマンショックをきっかけに円キャリートレードが巻き戻され円高に拍車。09年には財務大臣の円高容認と受け取れる発言、米金融緩和長期化とドル安容認、ドバイショック等により80円台前半の円高記録。
- 今後の為替相場は、今年度末に企業による海外資金の還流効果で円高に振れる可能性もあるが、その後は米国経済が消費主導で自律的な回復力を取り戻すことができるか否かがカギを握る。

※本レポートは、週刊エコノミスト(2010年1月26日号)に寄稿した論文を基に作成したものです。

●はじめに

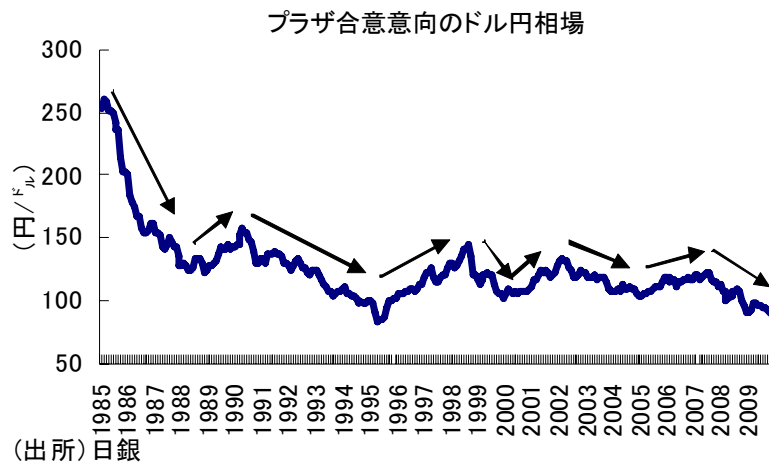
円は85年9月のプラザ合意以降、大きな変動を経験してきた。為替相場は、当局の意向や為替政策、金融政策、市場心理など様々な要因によって左右される。そこで本稿では、1985年秋のプラザ合意以降の四半世紀について過去のドル円相場の動きを5つに分けて振り返り、何が為替変動の背景にあるのかについて解説する。

●国際的な政策協調による円高（85～88年）

85年秋のプラザ合意によるドル安誘導政策を境に本格的な円高時代に入った。85年9月にニューヨークのプラザホテルでドル高是正のG5（先進5カ国）の会合が開催され、各国が協調介入を行うプラザ合意が成立した。これをきっかけに円ドル相場は急騰、日本も積極的にドル売り介入を行ったことから、85年初には250円台だった円相場が86年末には160円を突破した。

その後も円ドル相場は史上最高値を更新する。急激なドル安により混乱が生じたため、ドル急落を食い止めるために87年2月にフランスのルーブル宮殿でG7（先進七カ国）が開催された。このルーブル合意では、日本の内需拡大や米国の財政赤字縮小等が合意され、為替相場を安定させるために協調介入を行うことが合意された。

しかし、市場はこれを信任せず、日米の協調介入にも反してドルは下落を続けた。また、米国の財政と貿易の「双子の赤字」が膨らむ等の要因からドル安懸念が強まる中、87年10月19日にNY株式市場が大暴落するブラックマンデーに見舞われたこと等もあり、88年には120円水準まで円高が進行した。



●米国のドル安容認による円高（89～95年）

88年まで続いた円高も89年から90年にかけては円安方向の修正局面を迎え、ドル円相場は120円台から90年4月に160円付近まで円安が進んだ。背景には、①国内金融機関投資家の外債投資規制が緩和された、②国内貯蓄が機関投資家へ向かった、③バブルによって含み益が拡大したこと等により国内機関投資家が対外資産への投資を活発化させた、こと等がある。また、米国の経常収支赤字が縮小方向に転換したこともドル先高期待を促し、米国資産を買う動きを後押しした。

しかし、90年に160円台まで戻したドル円相場は、その後5年間に渡って再び円高傾向が強まる。きっかけは90年4月に開かれたG7で円安防止のための協調行動で合意したことである。その後、バブルが崩壊した日本経済の内需冷え込みにより輸入が落ち込み、貿易黒字が拡大したこと、93年のクリントン政権誕生を契機に巨額な貿易黒字を抱える日本への円高圧力が高まったこと、80年代後半に積極的に海外投資をした機関投資家が海外資産の売却や海外投資から撤退したこと等も円高を後押しした。

このように、巨額な経常黒字に伴う円買い需要に対してドル買い需要が不足し、市場では米国政策当局がドル安を容認しているとの見方が強まったこともあり、協調介入による円売りもこの期間は殆

ど効果をあげず、94年には1ドル100円の大台を突破した。更に、94年12月にメキシコが通貨ペソ切下げや変動相場制への移行を実施したことで、メキシコ通貨危機が発生。メキシコのペソと株価が暴落したのを契機に一段とドル安が進行し、95年4月には一時80円割れの史上最高値を記録した。

●国際協調と新興国危機による変動（95～00年）

しかし、あまりにも急激な円高に危機感を強めた先進主要国は95年4月にG7をワシントンD.C.で開催し、円高ドル安の水準が行き過ぎであるとの声明を発表した。また、国内でも大蔵省（現財務省）が対外投融資促進策等の円安対策を実施したことを機に円高修正となった。為替市場でも主要各国が円売りの協調介入を実施したことに加え、95年8月に日銀が公定歩合を1%から0.5%に引き下げたことから、円は95年9月に1ドル100円台まで値を下げた。こうした急激な円安に加え、米国が「強いドル」政策を推し進めたこともあり、その後も日本から資金が流出し、アジア通貨危機直前の97年4月末には127円台まで円安ドル高が進行した。

更に、アジアでは大半の国がドルと自国通貨をペッグ（固定）していたため、ドル高に連動してアジア通貨が上昇したが、欧米の投機筋がアジアから一斉に資金を引き揚げたため、同年7月にアジア通貨危機を招いてアジア経済を直撃した。日本でも97年11月に大手金融機関破たんによる金融システム不安からドル円相場は急落し、98年6月には146円台まで下落することとなった。

その後、98年6月の日本における補正予算成立時に世界金融恐慌回避のために日米が円買いドル売り協調介入に踏み切ったことで98年8月の147円台を底にドル円相場は反転した。その後、アジア通貨危機の影響と財政悪化により発生したロシア金融危機の影響が中南米にも波及し、98年9月に米ヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）が破綻したことも円高ドル安要因となり、98年10月に日本長期信用銀行が破綻するまでに1ドル120円台を突破した。99年2月に日銀がゼロ金利政策を導入すると日米金利差により円は下落したが、日本経済の回復期待から上昇に転じて00年初頭までに103円台まで到達した。

●日米景気・金融政策による変動（00～05年）

00年の米国ITバブル崩壊に伴う日本経済の悪化からドル円相場は円安に転じる。更に01年のアメリカ同時多発テロ事件で金融市場が混乱し、ドルと米株の暴落に連動して円も急落し、02年初頭までには1ドル130円台まで値を下げた。

しかし、米国景気減速によるドル売りの一方で、国内では景気が回復し始めたことで円相場も持ち直し、02年下期までには120円/ドル前後まで上昇した。更に、03年5月にりそなグループが公的支援受入を決定すると円は買われ、04年初夏には100円近くまで値を上げた。

また、米国の積極的な金融緩和や03年4月のイラク開戦に伴う欧州との対立、03年9月のアジア太平洋経済協力会議（APEC）財務相会合共同声明における米為替政策の転換も対主要国でのドル売りを加速させ、03～04年の日銀による総額35兆円の大規模円売り介入（溝口介入）をする中、円は05年1月には一時101円台を記録した。

●過剰流動性と信用収縮に翻弄される円相場（05～09年）

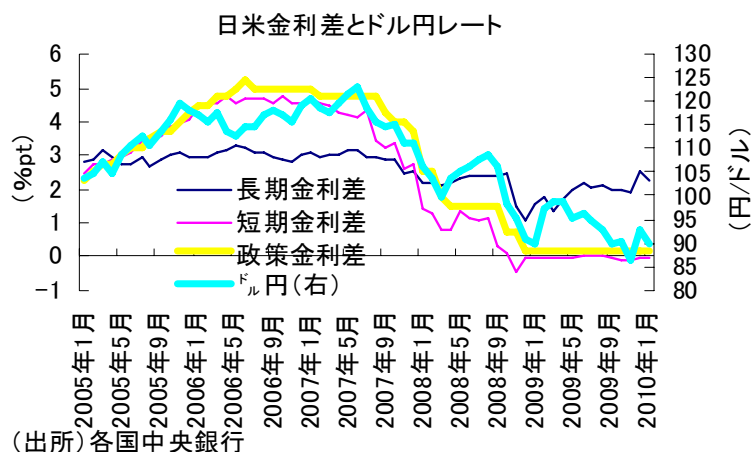
05年以降は、世界的な低金利を背景とした過剰流動性が円安をもたらした。ゼロ金利政策により日本の超低金利が続く中、円を借りてドルなど高金利国通貨に投資する円キャリートレードが活発化し、

07年7月には1ドル124円台を記録した。

しかし、米国のサブプライムローン問題が明るみに出ると一気にドル売りが進行し、07年8月にはドル円相場急上昇により1ドル112円台に到達した。その後も世界的な金融危機による米金融緩和により円高となり、08年3月には約13年ぶりに1ドル90円台を記録した。その後、08年10月に発生したリーマンショックを機に円キャリートレードの巻き戻しが起こり、08年12月には1ドル87円台まで円が上昇した。

09年入り後のドル円相場は90円台で推移していたが、9月の主要20カ国・地域（G20）首脳会議（金融サミット）で当時の藤井財務大臣が円高容認とも受け取れる発言をしたことをきっかけに円は急上昇し、再び80円台に突入した。米連邦準備制度理事会（FRB）の超低金利政策の長期化とドル安容認で87円台まで上昇していた相場は、09年11月にドバイ政府系企業が資金繰り悪化により借り入れの返済猶予を求めた「ドバイショック」により新興国経済等への懸念から円独歩高となり、14年4か月ぶりに80円前半台を記録した。

その後、09年12月に日銀が緊急金融経済決定会合を開催し、新たな資金供給オペ導入により追加的な金融緩和策を講じる姿勢を明確にしたことや、米国の景気回復に伴う利上げ観測期待の高まりにより足元では円高修正の動きとなっている。



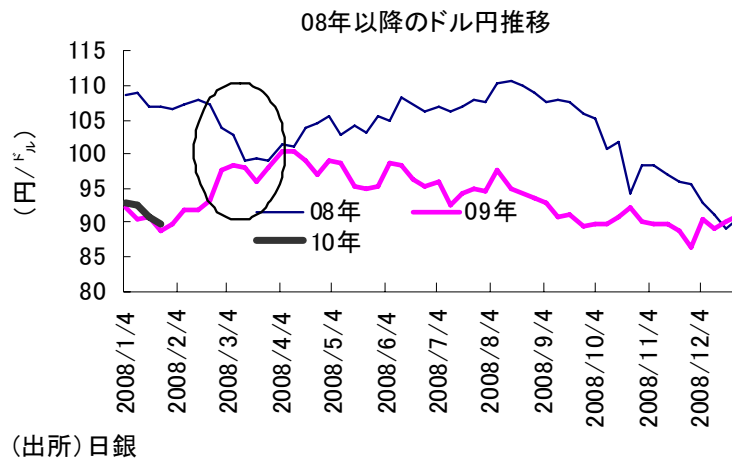
●今後のドル円は米景気の回復ペース次第

以上の通り、為替相場の変動要因は、当局の意向や為替政策、金融政策、市場心理など様々な要因によって左右されることがわかる。

そこで、足元における為替相場の変動要因を確認すれば、当局の意向や為替政策面では昨年11月に発表されたFOMC議事録をきっかけに市場はFRBがドル安を容認したと受け止めており、他の先進国も自国通貨の下落を容認している。従って、主要先進国の意向がいずれも自国通貨安志向と見られる中で、日本当局の意向や為替政策面から円高圧力がかかりやすい状況にあるといえる。

更に、業績の落ち込みに直面する日本企業が3月決算対策として海外資産の還流を急げば、資金の本国還流による円買い圧力が強まり、ドル円が急落するリスクがある。実際、一昨年度末は企業による海外資金の還流効果もあり、ドル円相場が1-3月期に10円以上円高に振れた経緯がある。なお、昨年度末は2月に過去最悪に近いGDP成長率の発表があったこと等から日本経済にネガティブな見方となり円安となったが、今年2月に公表されるGDP成長率は高い成長が予想されており、昨年

のような日本売りにはなりにくい。一方で、依然として日本経済の先行きに対して二番底懸念がくすぶっていることからすれば、状況次第では政府の為替介入や日銀の追加金融緩和措置を余儀なくされる可能性もある。



一方、来年度以降を展望すれば、日本のデフレ長期化と米国経済の回復期待の高まりから日本より米国のほうが早く利上げを行うとの期待が高まっており、円安ドル高圧力がかかりやすい状況にある。従って、米国の雇用環境や住宅市場の改善により消費に明るさが増してくれば、米景気の自律的な回復による利上げ観測の高まりで円安がいつそう進む可能性もある一方で、米景気に対する楽観的な見方が後退すれば、逆に一段の円高が進行する可能性もあろう。

以上より、来年度以降の為替相場は、米経済が消費主導で自律的な回復力を取り戻すことができるか否かがカギを握っているといえよう。