

テーマ：円高急伸の背景と今後の展開

発表日：2006年5月12日（金）

～為替市場でも注目集まる日銀の金融政策～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

日米金融政策の“ズレ”が主因

ここへきて円高ドル安傾向が強まっている。4月20日頃までは1ドル＝116円以上のほぼレンジ内での推移が続いていたものの、その後はゆっくりと円高方向へとシフトし始め、GW明け後は1ドル＝110円台へ一気に急伸した。本日（5月12日）には、一時的にはあるが1ドル＝110円を割り込んだ。

ここへきて円高が進んだ背景には、G7（4月21日）において、人民元だけでなくアジア新興国の適切な為替レート調整が求められたことなども挙げられているが、根本には日米（あるいは米欧）の金融政策の“ズレ”が挙げられる。

米国では、5月10日のFOMCでFF金利は5.00%にまで引き上げられた。テーラールールや過去の実質金利水準との比較からみて、ほぼ中立的な水準にまで政策金利が引き上げられたことに加え、バーナンキFRB議長が2年間にわたる連続利上げを見直す時期にきたという趣旨の発言を行ったことから、次回FOMC（6月27/28日）では利上げが見送られるとの見方が強い。

ただし、次回会合で利上げが行われるか否かは、専ら今後1ヶ月程度で発表される経済指標に関わってくる。また、仮に利上げが見送られても、それをもって利上げ打ち止めになるとは限らないが、さらなる利上げは景気抑制に相応のインパクトを与える水準へ金利を誘導することになる。要するに、米国の利上げ余地はそれほど大きくはない。

一方、日本では日銀のゼロ金利解除のタイミングに関し、マーケットの予想が徐々に前倒しされるなど、少なくとも量的緩和解除時に考えられていた以上に金利は上昇するとの思惑が強まりつつある。

インフレが引き続き安定している中で、需給ギャップが解消し、なおも景気に明確な減速の兆候が見られない中で、中央銀行の目標はいざというときにどちらにでも動けるよう、金利水準を取りあえず中立に誘導することであろう。その観点で、米国はすでにゴールに到達したと考えられる一方、日銀はいよいよスタートしようとしており、日米間の金利差は今後急速に縮小していくとの期待が高まっている。これが、円高ドル安の根本要因と考えられる。

もともとは“出遅れ”通貨だった円

円高ドル安が目立っているが、実際には円は対ドルでの上昇という観点では他通貨に対して出遅れている。4月末までの05年末対比での対ドル上昇率を見ると、円は+3.3%であるのに対し、ユーロは+6.6%、英ポンドは+6.0%、スイスフランは+5.7%などとなっている。また、アジア通貨も韓国ウォンは+6.6%、タイバーツが+8.5%と急伸している。円は5月に入ってから+1.1%と上昇ペースが加速したが、同期間のユーロは+0.7%、英ポンドは+1.8%などと、それほど大きな格差は見られていない。要するに、根本は米利上げの打ち止め期待に伴うドル安であり、過去の円高急伸局面のような“円独歩高”ではない。ただし、ここへきて円が遅れを取り戻すように対ドルで上昇してきた、言い換えればこれまで円が対ドルでの上昇に出遅れていたのには、円独自の要因が考えられる。

（注）ちなみに、ドル安の一因として米国の対外不均衡も挙げられている。これまで米国の経常赤字はしばしばドルの潜在的な下落要因として挙げられてきたが、実際に相場の変動材料になるのは、概ね米景気の先行き不透明感が強まるときである。足元も、【米利上げ打ち止め＝米景気減速】という図式が当てはまる。

円が対ドル上昇相場に乗り遅れていた主因は日銀のゼロ金利政策継続期待だったが・・・

これまで対ドルでの上昇という観点で円が出遅れていた背景には、日銀がゼロ金利政策をしばらくは続けるとの期待があったためである。

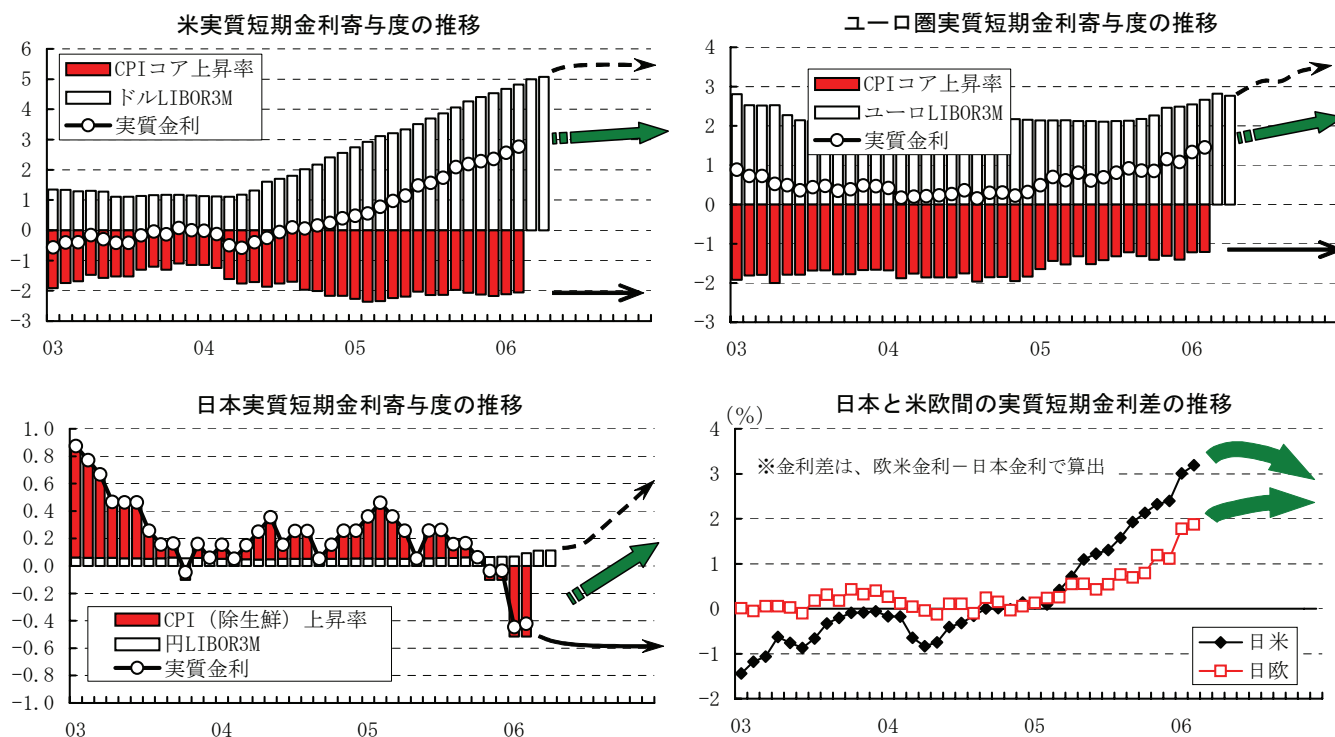
為替レートは、理論的には二国間の金利差、それもインフレ率を割り引いた実質金利差で決まる。実質金利が高い方の通貨は上昇し、低い方は下落する（より詳細、かつ現実的に言えば、実質金利差が拡大する場合には高い方の通貨が、逆に縮小する場合には低い方の通貨が上昇する）。

ここで、米国の実質短期金利についてみると、名目金利（名目FF金利）は3ヶ月で+50bpのテンポで上昇してきた。また、物価上昇率はエネルギー価格要因を除いたコアベースで2%程度に落ち着いていることから、実質短期金利は3ヶ月で+50bpのテンポで上昇してきたと言える。一方、日本は名目金利（無担コール翌日物）はゼロに据え置かれていたが、昨年まではインフレ率がマイナスであったため、実質短期金利はプラス圏にあった。ところが、CPI上昇率がプラスに転じたため、実質金利はマイナス圏へと“下落”したのが、ここ数ヶ月の流れである。このため、日米間の実質金利差は拡大、ドル/円相場には円安ドル高圧力がかかっていた。

日銀は、3月9日に量的緩和政策からの脱却を決定したが、その後の金融政策に対する市場のコンセンサスは、物価上昇率が1%程度（日銀の審議委員が考える中長期的な安定的物価上昇率の中央値）になるまではゼロ金利政策を続ける——というものであった。すなわち、実質マイナス金利が続くということで、為替レートに関しては円安圧力が続くこととなる。これが、ユーロをはじめとした他通貨が対ドルで上昇してもなお、円の上昇が鈍かった主因といえよう。

ところが、その後の福井日銀総裁の発言や、当座預金残高の縮減ペースなどから、ゼロ金利解除の時期は8月から7月になるとの見方がコンセンサスとなってきた。さらに最近では6月にも行われるのではないかとの、超早期ゼロ金利解除予想も出始めている。

一方で米金融政策の打ち止め期待が急浮上し、他方で実質マイナス金利継続予想が大幅に後退すれば、為替レートが大きく動くのは必定といえよう。



(注) それぞれ波線矢印は金利（LIBOR3M）寄与の方向性、実線矢印はCPI上昇率寄与の方向性（実際の上昇率と逆符号）、太矢印は実質金利（右下グラフのみ実質金利差）の方向性を示す。ただし、矢印の方向性は市場コンセンサスなどに基づき、第一生命経済研究所作成。

市場が日銀や財務省を見始めた以上、円高歯止めには何らかのレスポンスが必要か

円高の根本原因が日米間の金融政策のズレにあるとすれば、日銀が今後の金融政策運営に関して、どのようなコンセプトをもっているかが明らかにならなければ、なかなか円高に歯止めはかかりにくいだろう。少なくとも、利上げに関する市場の見方がどんどん厳しくなることに対し、当局が何も発言しなければ、市場は“日銀は6月解除が視野に入っている（から何も言わない）”と受け取る可能性がある。

円高のもう一つの要素である政治的な背景に関して、“介入ができないのではないか”という市場の見方がある限り、円高への圧力は高まり続ける（いわゆる催促相場）ことは経験則的に明らかだ。特に、秋には米中間選挙を控えていることもあり、政治的な要素や、それに絡んだ介入の有無などがマーケットの話題となりがやすくなっていく。

こうした流れを止めるためには、当局、ここでは日銀と財務省を指すが、介入有無に関して発言が難しいとなれば、日銀が金融政策について、あるいは円高（が及ぼす影響）について、ある程度説明する必要が出てこよう。

因みに・・・

チャート面を確認すると、05年1月につけたドル／円相場のボトム（1ドル＝101.68円）から、05年12月のドル／円相場のピーク（1ドル＝121.40円）までの円安の半値戻しが109.54円、61.8%戻しが107.21円となる。これを越えると、前述した05年1月の101.84円、ないしは99年11月の101.25円まで明確なレジスタンスはなく、予想以上に円高が急伸するリスクがあるので要注意だ。

