

テーマ：円高の急伸について

発表日：2009年11月26日（木）

～当局が円高拒否の方針を明確にする必要がある～

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

## 円高急伸の引き金は各国通貨政策に対する市場の結論

26日の為替市場では、ドル／円相場が一時1ドル＝86.30円と1995年7月以来の円高水準を記録した。また、ユーロ／円相場も1ユーロ＝130.43円と、前日比1円以上の円高となっており、円独歩高の様相を呈している。円高の引き金を引いたのは、24日に公表されたFOMC議事録（11/3～4会合分）において、「ドル相場は秩序ある下落を示している」としたことによって、当局がドル安を容認したと受け止められたことである。

当初は、これによって“ドル安”が進んだが、これが“円高”に変わった背景には、各国の通貨政策に対する市場の評価が固まってきたことによると考えられる。すなわち、欧米主要国においてはいずれも通貨安政策を志向していることが事実上明示されたと判断される一方で、日本については通貨安政策を否定し、むしろ通貨高を志向しているのではないかとさえ受け止められている。

### ドル／円相場の推移（月足）



欧米主要国が通貨安政策を志向することは、極めて合理的な判断だ。足元で、世界経済は回復基調を辿ってはいるものの、住宅バブルの崩壊に見舞われた地域を中心に、内需の脆弱さが浮き彫りとなっている。こうしたなかで、これまで内需を支えてきた景気対策についても、年明け後は徐々にその効果が剥落するが、財政状況を勘案すればおいそれと追加の景気対策を出せるような状況にはない。したがって、景気の牽引役として外需に期待せざるを得ない状況にある。そのためには、通貨価値は減価した方が望ましい。加えて、昨年末から今年にかけての急激な景気の落ち込みにより、主要国では巨大な需給ギャップが生じ、デフレ圧力が強い状況にある。こうしたデフレ圧力を軽減するためには、少なくとも通貨高の進展は避けたいところである。

こうした背景の下に、例えばスイスはスイスフラン売り介入を繰り返しているほか、イギリスは英ポンドの減価が景気にとってはプラスと明言している。ECBは表だってユーロ安を志向していないものの、対ドルで

のユーロ高について“行き過ぎ”と繰り返しているほか、加盟国の中銀の中にはユーロ安が景気にとってプラスとしている国もある。このように、欧州各国は通貨安へ向けて行動を取る、ないしは通貨高に明確に牽制球を投げている。一方、米国はドルキャリートレードなどを材料としてドル安傾向が続くなかで、消極的なドル安政策を志向していると判断される。

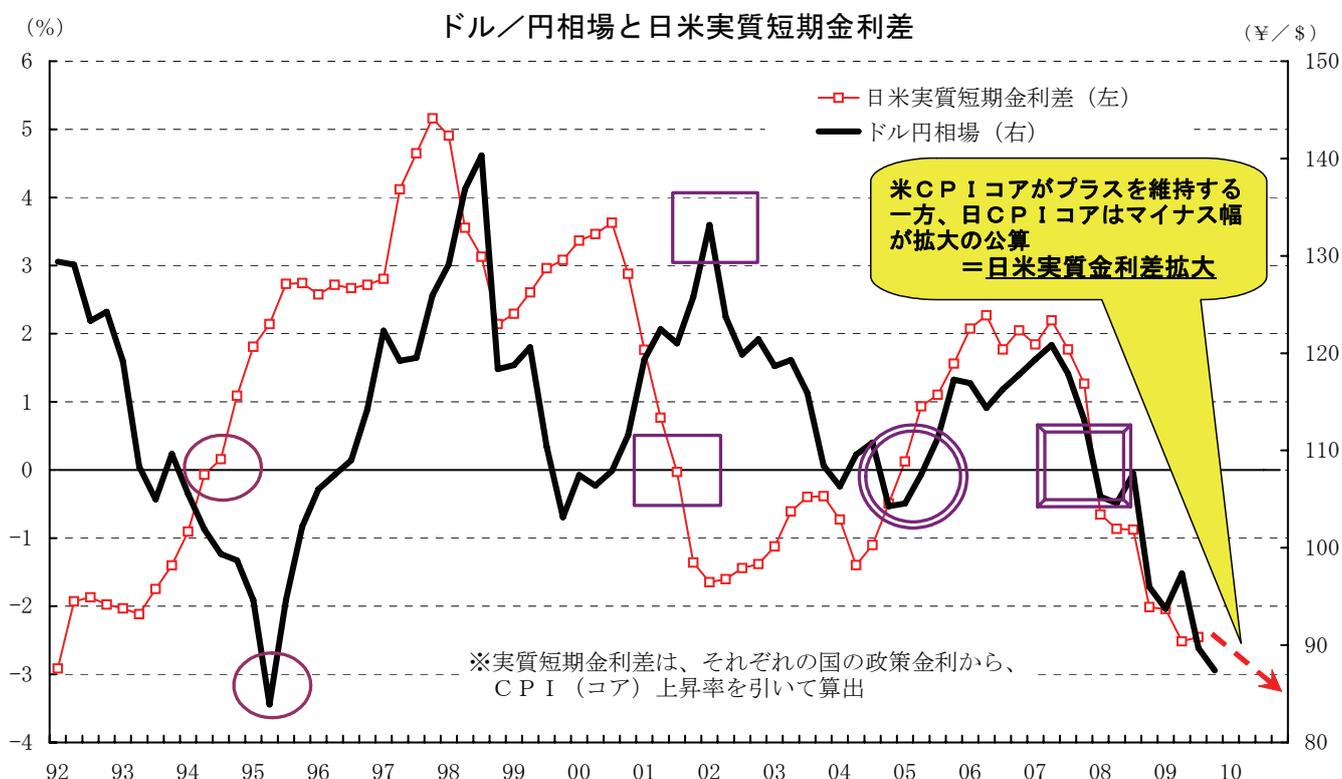
ところが日本については、これまで藤井財務大臣が再三に渡って通貨安政策は志向しない旨発言していることから、欧米との通貨政策の方向性の違いが際立ち、ここへきての円高急伸に繋がったと判断される。

### そもそも基本的には円高圧力強い

円高が進んだ背景は、各国の通貨政策に対する市場の思惑だけではない。そもそも為替相場を決定づけるもっとも基本的な“金利差”の点でも、円高は進展しやすい土壌にあった。

ドルと円の関係をみると、たとえばLIBOR 3ヶ月物金利では、ドルが0.25563%なのに対して、円は0.30063%（数字はいずれも11/25時点）となっており、円の方が金利が高い状況にある。したがって、ドル/円相場は“基本的に”円高ドル安が進展しやすいファンダメンタルズにあるということになる。さらに、為替相場への影響という意味では物価上昇率を差し引いた実質短期金利差が重要となるが、実質ベースではさらに日本の金利が優位になるという現象が生じている。

背景にあるのは、日本のデフレである。日本では、物価が下落基調にあるために、実質金利が名目金利よりも高くなるという現象が生じている。一方で、欧米各国では物価上昇率は未だプラス圏内にあるため、実質金利は名目金利水準よりも低い。こうしたなかで、日本の実質金利は相対的に主要国間でもかなり高い状況にある。さらに、先日日本政府はデフレ宣言を行ったが、デフレ脱却への舵取りが全く見えてこないなかで、デフレが長期化する、あるいは更に深刻化するとの見方も生まれ、期待インフレ率に下落圧力が加かったとも考えられる。最近になって、欧米でも簡単には利上げできるような状況にはないことが市場に織り込まれる一方で、日本の期待インフレ率が更に低下することによって、欧米各国との比較で日本の実質金利が高まり、これが円高の下地になっていると判断される。



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。

## 今後の展開

以上のような要因を背景として円高が進展していると考えれば、これに歯止めをかけるには、まず日本政府が明確に円高を否定し、今の水準よりも円安水準が望ましいことを表明する必要がある。これまで藤井財務大臣は、自分の発言の市場での受け止められ方に誤解があると再三説明してきた。結果を見れば、もう少し明確に円安という方向性を打ち出す必要があるだろう。

行き過ぎた円高には介入という手段も考えられる。実際に介入が行われれば、円高には一旦は歯止めがかかるだろうが、米国やユーロ圏との協調介入という手段を執らなければ、実質金利ベースで日本の金利が高い状況が続く限り、円高を阻止する力は限定的なものにとどまろう。ただし、欧米各国とも自国通貨高に繋がるような政策を積極的に執るとは考えにくく、よほど円高が進展しない限り、協調介入は困難とみられる。

このように考えると、当面は日本の通貨当局から強く円高を牽制する行動がみられるまでは、為替相場は多少上下に振れながらも円高傾向が続くものと予想される。1ドル=85円を超えるような水準になれば、当局による円売り介入が行われる可能性があり、それにより一旦円高に歯止めがかかる可能性はあるが、協調介入でない限りは時間稼ぎにしかならないだろう。むしろ、年明け後に世界経済の二番底のリスクが高まるような環境になれば、円高は更に進み、対ドルでの過去最高値となる1ドル=79.75円を超える可能性も否定できなくなる。

## 気になる株式市場への影響

このように円高が進んでいるなかでも、26日の日本株式市場は比較的落ち着いた推移となった。しかし、今のような水準で円高が定着すれば、輸出企業へのダメージは大きい。

10月に発表された日銀短観では、9月段階で製造業が想定している今年度下期の為替相場は1ドル=94.08円であった。しかし、9月以降ドル/円相場は1度も1ドル=94円を上回らず、円高傾向が進んでいる。製造業では円高の進展リスクを回避するために為替予約などを取っているが、業績計画の基になる水準から実際のドル/円相場がどんどん円高方向に進んでいるため、為替予約は進展していない可能性がある。そうなると、想定していたよりもかなり円高の水準で手持ちのドルを円に交換することになりかねない。また、円独歩高ということになると、ドル依存度が低い企業にも為替面からのダメージが生じることになる。特に年明け後、こうした影響が輸出企業の業績に及ぼす影響には注意が必要だ。

株式市場では、来年度の業績がさらに改善することを期待して、国際的には割高とされるP E R水準（11/25時点で日経225種の予想P E Rは32倍）が容認されている。例えば、今期の業績が市場の予想通りになったとすれば、来期の業績が今年度対比で3割増益になれば、P E Rは20倍程度にまで低下し、国際的な比較でも割高感が薄らぐ。しかし、円高傾向に有効な歯止め策が無くなってくると、こうした業績見直しには下方修正圧力が生じる。P E R水準にそれほど伸びしろがないとなれば、その分株価には下落圧力が生じることになる。株価の下落は、消費者のセンチメントの悪化に繋がることから、例えば子ども手当などを支給されても、ほとんどが貯蓄に回るような事態も生じかねない。したがって、当局はなるべく早く、円安への志向を打ち出すべきであろう。