

テーマ：円相場を取り巻く環境と歴史

発表日：2010年8月13日（金）

～欧米が通貨安を望まなくなるまで混乱は続く可能性～

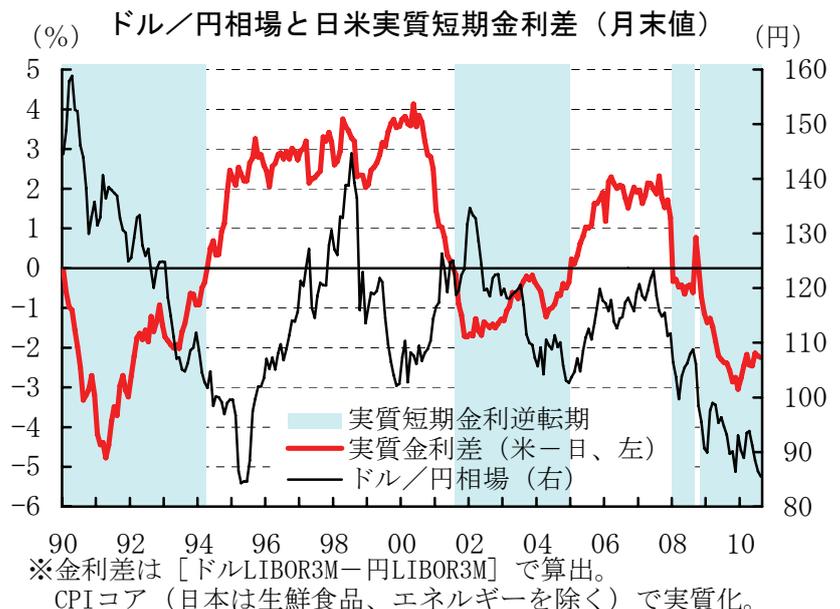
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 日米実質金利差大きく、円高阻止は困難

為替市場における円高の進展が、国内の注目を集めている。8/11には1ドル＝84.74円と、09/11/27につけた同84.83円を僅かながらも割り込み、1995年7月以来の円高水準を付けたこともあり、円高警戒感が強まっている。というのも、1ドル＝79.75円をつけた“超円高”を記録した95年には、1ドル＝83円を割り込み始めた段階から対ドルでの円の売り物が極端に少なくなり、3営業日あまりの間に一気に80円割れを記録したからだ。このような取引環境になった場合、市場では再び似たような状況になるのではないかという思惑が高まる。すなわち、1ドル＝83円台を割り込むような事態となれば、思わぬ水準にまで円高が急加速するリスクが高まるという懸念が高い。そうなれば、輸出企業を中心に企業業績は悪化し、雇用や設備投資の持ち直しから自律的な景気回復に至るといったシナリオが崩れてしまいかねない。8/12に日銀によるレートチェック、財務官と日銀理事との会談、財務相による円高懸念発言など、日本の当局から相次いで円高を牽制する姿勢がみられたことは、市場の“クセ”に対する警戒感が背景にあったものと考えられる。

こうした当局の動きもあり、8/12から8/13にかけてドル／円相場はややドル高方向に押し戻されたが、円高傾向に終止符が打たれたとの見方は少ない。その背景は、為替相場を決定する最も基本的なファンダメンタルズ、日米間の実質金利差にある。

日米の実質短期金利差<sup>1</sup>をみると、日本の方が米国よりも2%以上高い。両国の名目短期金利水準はほとんど変わらないものの、物価上昇率が米国がプラス圏にあるのに対し、日本はマイナスとなっているためだ。過去の日米実質短期金利差とドル／円相場の推移を見ると、日本の方が金利が高い時期には円高が強まる傾向が確認できる。90年以降においては、少なくとも日本の実質短期金利が米国を上回っている間は円高に歯止めがかかっていない。このことから、現段階でも円高に歯止めがかかるようなファンダメンタルズにはないと言える。



## 金利差逆転にはかなりの時間

このような日本の実質金利水準が米国を上回っている状態はいつまで続くのか。この点に関する市場の“感触”が、実は最近のドル／円相場への注目度の高まりと密接に繋がっていると判断される。

ドル／円相場に関する各種市場の注目度が高まったのは、8/10に開催された日米の金融政策決定会合だ。な

<sup>1</sup> ここでは短期金利はそれぞれの通貨のLIBOR（3ヶ月）、実質化は消費者物価（米国はコア、日本は生鮮食品とエネルギーを除いたベース）を用いた。

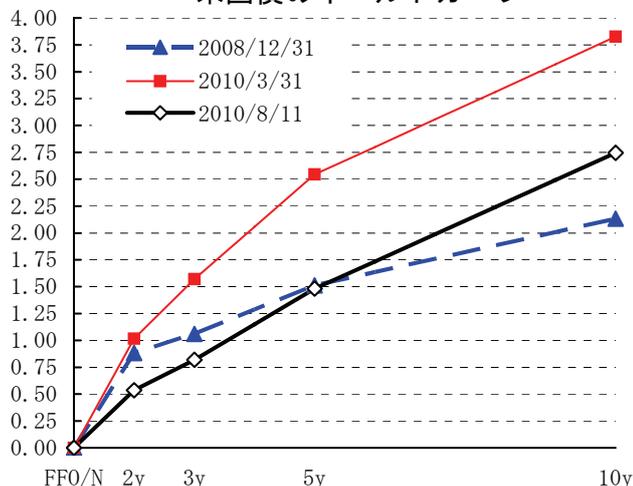
かでもFOMCに関しては、前の週に発表された米雇用統計（7月分）が市場予想を下回る内容だったことから、追加的な金融緩和措置が講じられる、ないしは議論されるのではないかという思惑が高まった。これに対し、FRBはすでに0.00～0.25%と引き下げ余地のないFF金利の誘導目標水準に言及することはなかったものの、保有しているMBS（住宅モーゲージ債券）などが償還を迎えても、その資金で新たに国債を買い入れることによって、市場に供給している流動性を維持するような対策を講じることを決定した。また、景気に対する判断については、全般的に下方修正を行い、下ブレリスクについても警戒感を示した。

FOMCの結果を受け、市場ではFRBがこの春に方針を示した“出口戦略”は一旦頓挫、しばらくは緩和効果のある政策が続くとの見方が高まった。このことは同時に、米国の低金利政策が予想以上に長期化すると期待が高まったことを意味する。当然のことながら、米低金利政策が長期化すれば日米実質短期金利の逆転時期も遅れるため、円高ドル安基調がしばらく続くとの期待を高めることに繋がる。ドル/円相場は、すでに歴史的に（あるいはテクニカル的に）円高急伸が警戒される水準に近づいていたこともあり、円高に対する市場の関心は、FOMCを受けて一気に高まったと解釈されよう。

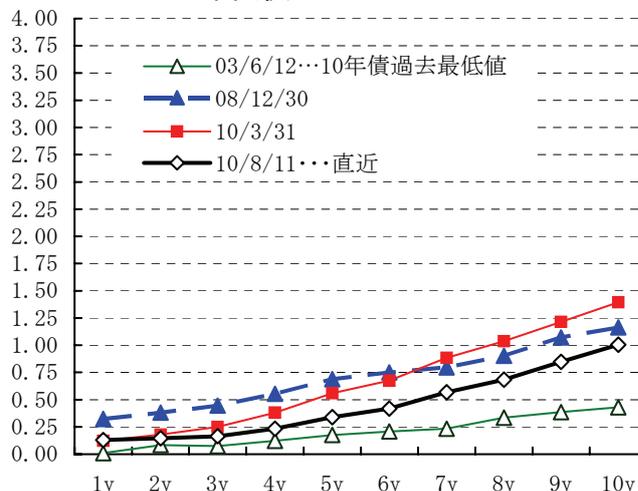
現実的には、FRBが利上げを視野に入れ始め、短期金利に上昇圧力が働くにはまだかなりの時間がかかると考えられる。過去の米利上げ開始時期は、概ねGDPギャップが底打ちしてから1年後、失業率が低下基調に転じたことが確認される段階だ。米GDPギャップについては、09年10～12月期と10年1～3月期の実質GDP成長率が潜在成長率（2.5%程度とする見方が多い）を上回ったことから一旦底打ち、マイナスギャップが縮小し始めたと考えられるものの、10年4～6月期の成長率は前期比年率+2.4%にとどまり、その後の統計で1%台に下方修正されると見込まれることから、ギャップ縮小の動きに歯止めがかかっている。年後半は景気減速が見込まれていることを加味すれば、暫くはGDPギャップが明確に底打ちしたとは判断できそうにない。利上げは“そこから”少なくとも1年程度経過してから、という過去のパターンを当てはめれば、現状では2011年中の利上げは考えにくい——ということになる。となれば、来年いっばいは米短期金利の大幅上昇は見込み難く、日米の物価上昇率の差（米国はゼロからプラス圏での推移が見込まれるのに対し、日本ではマイナス圏での推移が続く）を勘案すれば、日米実質金利差の逆転も少なくとも2011年中は考えにくいということになる。このことは、あと1年半はファンダメンタルズ面からは円高ドル安圧力がかかり続けることを意味する。

ところで、暫くは緩和的な政策が続く——との市場の期待が高まったとはいえ、米国の各種金利にはまだ相応の低下余地があると考えられる。米国債のイールドカーブを見ると、景気に対し楽観的な見方が強かった今年3/31時点に比べ、各年限の国債利回りは大きく低下し、所謂“フラットニング”が進んでいることが確認できる。一方、リーマンショック以降で見れば、景気に対する悲観的な見方が市場を支配していた08年末と比較すれば、2年債などの短期ゾーンの金利は足元の方が低いものの、10年債などの長期ゾーンでは足元の方が金利が高いことがわかる。08年末当時は、各国中銀による流動性供給策もあって市場のパニックは幾分和らぎ始めていたものの、投資家のリスク回避姿勢は極端に強く、国債市場に資金が集中した結果、長期債の異常な金

米国債のイールドカーブ



日本国債のイールドカーブ



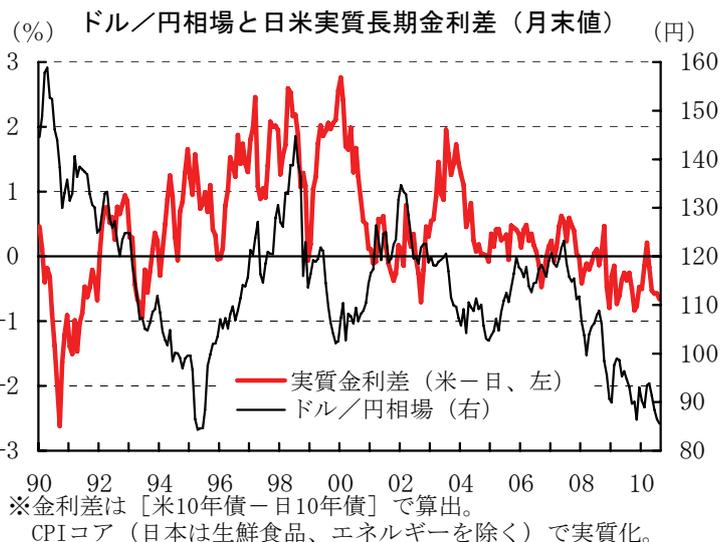
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

利低下をもたらしたと考えられる。すなわち、08年末当時と足元とでは市場のパニック度合いが異なることが、長期金利水準の違いに繋がっている可能性がある。

こうした状況は、今後は起こらないとは言い切れない。むしろ、住宅購入促進策打ち切りの悪影響が今後強く出てくる可能性が高いこと、雇用環境が弱く、消費者のマインドも超低水準にとどまっていることなどを勘案すれば、米国経済にかかる下ブレ圧力は相当程度強いと判断される。世界的にも景気対策効果の剥落や、在庫復元効果の剥落による生産減速など、年後半の景気減速はこれから明らかになってくる<sup>2</sup>。そうしたなかでは信用リスクやソブリンリスクに対する警戒感も強まり、市場のリスク回避性向は高まりやすく、米国のイールドカーブにも更なるフラット化圧力が生じると考えられる。

一方、日本国債のイールドカーブを確認すると、足元では景況感の良かった今年3月末との比較のみならず、リーマンショックに揺れた08年末と比較しても、足元の方が金利は全般的に低く、フラット化していることが確認できる。日本が深刻なデフレ圧力に晒され、日銀が量的緩和策を推し進めたことにより、10年債利回りが0.43%と市場最低値を付けた03/6と比較すれば金利に低下余地はあるものの、米国の低下余地と比べれば極めて小さいといえる。

過去の日米実質長期金利差とドル/円相場の推移を見ると、実質短期金利差のように“どちらの金利が高ければ為替相場はこう動く”といった明確な関係は確認できないものの、両者の動きの方向性には相応の相関が確認できよう。すなわち、足元で日米実質長期金利差も日本の方が高い状況になっているが、その差が更に拡大するような事態となれば、円高急伸に繋がる恐れは高い。



## 過去に倣えば、円高阻止には米国との協調が必要

以上の観点からは、足元の円高ドル安傾向は予想のほか長期間続く公算があることがわかる。とはいえ、その水準を見れば、日本経済にとって更なる円高、円高の長期化は非常に厳しい事態を招きかねず、なんとかしても阻止すべき事象でもある。

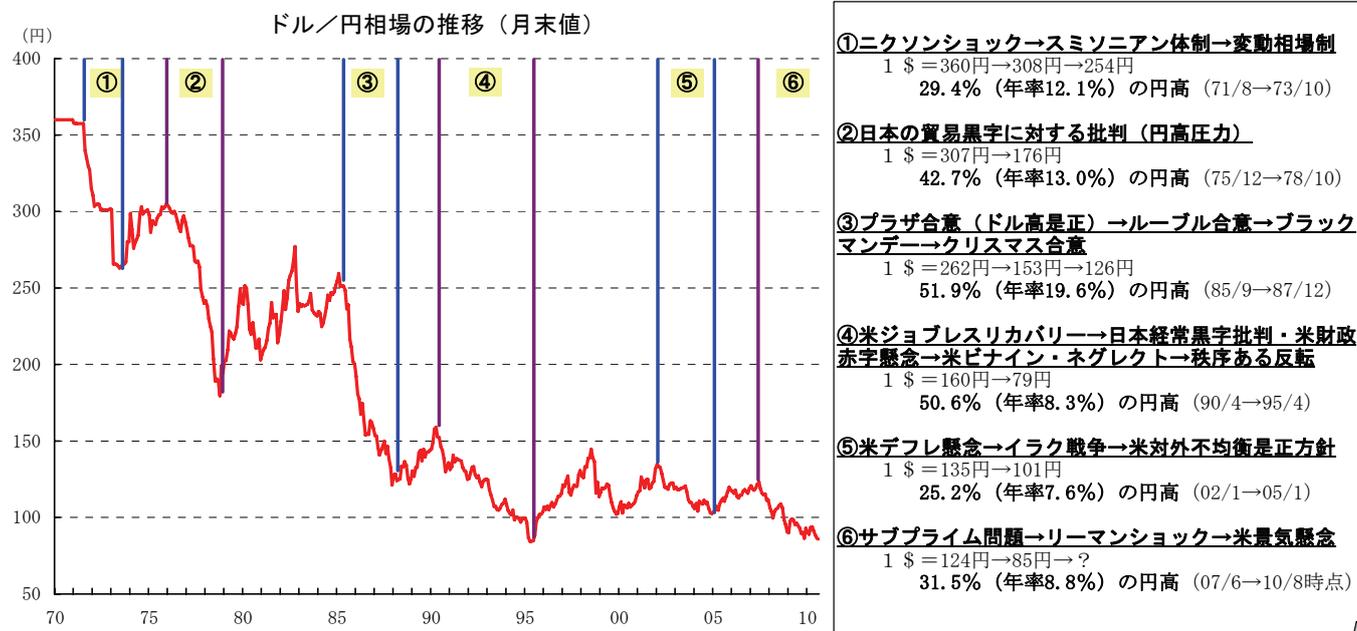
そこで、過去の主な円高急伸局面を振り返ると、円高のきっかけ、加速、そして終焉を迎えるまでにパターンがあることが浮かび上がる。まず、円高のきっかけとなるのは、米国経済の低迷による①対外不均衡是正圧力、もしくは②金融市場の混乱——である。

70年代や80年代は、為替相場が人為的に大きく水準調整させられた時期でもあったが、基本的には実体経済との乖離を是正するためにドルを切り下げていったという側面が大きい。これに対し、90年代以降は米国経済の低迷や国際的な市場混乱をきっかけにドル安が進展するパターンを踏む。

円高（ドル安）の加速は、ドル安是正のきっかけがつかめないなかで起こる。これは年代に限らず過去の主な円高局面全てに共通するが、ドルの水準が切り下がっていくなかで、市場の関心は当局（主に米政府）がどこまでドル安を許容するのかに移るとともに、円高のスピードは加速していく。80年台半ばのプラザ合意をきっかけとした円高時には、ルーブル合意で各国政府内部ではメドとなる相場水準を確認したにもかかわらず、ブラックマンデーという混乱もあってドル安にはなかなか歯止めがかからず、最終的には米政府が財政赤字削

<sup>2</sup> この点に関する筆者の見解は、Market Watching「懸念される業績下方修正とリスクマネーの収縮」（10/8/10）など過去のレポートを御参照。

減法案を成立させ、87年末のG7でのクリスマス合意で漸くドル安円高に歯止めがかかった。また、90年台半ばの“超円高”も、きっかけは米国のジョブレスリカバリーによる低金利政策の長期化だが、93年頃から米景気は目立って回復、94年には利上げを開始したにもかかわらず、円高には歯止めがかからなかった。94年以降はベンツェン米財務長官（当時）がドル安を牽制する発言を行ったが、円に対するドル安は黙認している（ビナイン・ネグレクト）と市場に受け止められた。背景には、やはり日米間の貿易摩擦の再燃があった。この間、日本は大規模な為替介入を行っていたが特に効果はなく、95年にはメキシコ危機もあってドル安に加速がついたなかで、ドル/円相場は史上最高値をつけるに至った。最終的には、ドル安の加速を受けて95年4月のG7で「秩序ある反転が望ましい」との声明が出されたことから、ドル安に漸く歯止めがかかった。



このように振り返れば、一旦円高ドル安に弾みがつくと、市場の関心は専ら当局の動向に移り、最終的にはG7など国際協調の確立、あるいは米政府の姿勢の明確化によって漸く終息するというパターンがある。同時に、この間為替介入などを行っても、それが単独的なものであれば円高に一時的に歯止めをかけたか、ある程度スピードダウンさせることはあっても、トレンドを反転させる効果はないことも確認できる。

こうした過去の局面と足元の円高局面との相違点を整理すると、①日米間の貿易摩擦や、米国の突出した対外不均衡などは問題となっていない、②ドルが一方的な減価の対象となっているわけではない——といった点が過去の円高急伸時とは異なる。一方、①きっかけは金融市場の混乱や、米国経済の悪化などによる米国の超低金利長期化（観測）、②米政府にドル安に歯止めをかけなければいけないという思いはなく、むしろある程度の更なるドル安を望んでいると考えられる——という点では、過去の局面と共通している。

このように整理すれば、為替相場に直接的に影響を及ぼす重要な点、すなわち金利動向や通貨政策においては、過去の円高急伸時とよく似ていることが分かる。とするならば、今後の展開も同様のパターンを踏む余地は大きい。

すなわち、

- ① 日本サイドが円高阻止のために円高を牽制したり、介入を行っても、相場のトレンドを変える効果はない。
- ② ジリジリと円高ドル安が進むなかで、次第に市場の関心は米当局がどこまでドル安を容認するのかに移る。
- ③ それとともに円高ドル安の勢いは加速する。
- ④ 最終的には米国の明確なドル安回避の姿勢を確認して円高は終息。

という傾向を辿る公算が大きい。

なお、今回の円高が過去と多少異なる点、すなわち減価通貨はドルだけではないという点には注意を要する。

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。

主要通貨ではユーロや英ポンドも、当局は通貨安を容認しているとされている。各国ともリーマンショック後の景気対策もあって財政状況は大幅に悪化したため、今後懸念される景気の減速を阻止する有効な景気対策が限られている。そうしたなかで、通貨安政策は貴重な景気対策、デフレ回避政策になりうるためだ。これらの国に対しても日本の実質短期金利は高いという状況を踏まえれば、主要通貨に対して円独歩高となる可能性が高いといえよう。

### すぐそこにある円高加速リスク

具体的にドル／円相場はどのような経路を辿るのか。円高圧力は、米国の金利低下圧力の増減で決まってくると考えられる。したがって、米国経済に対する市場の見方が重要になり、米経済指標に対する注目度は俄然高まる。そして、なかでも注目度の高い指標が市場予想を下ぶれば、そのたび毎に対ドルでの円の水準が切り上がる圧力は高まる。

米国経済については、雇用や住宅、消費マインドなど、最終需要である消費に関する統計が殊更重要ではあるが、その弱さや回復の遅れについては市場の想定範囲内でもある。したがって、むしろ生産など企業周りの経済統計が予想を下ぶれるような事態となれば、市場へのインパクトも大きくなる。この点で、米国でもすでに在庫復元はほぼ完了、今後生産活動の伸びには鈍化圧力がかかりやすくなるため要注意だ。また、ISMなど企業の景況感の水準は比較的高いが、頭打ちとなりモメンタムは鈍化している点にも要注意だろう。このほか、ここ数年は注目度が低かった物価の統計にも要注意だ。ただし、従来とは反対、すなわちデフレ懸念を図る指標として、予想以上に上昇率が鈍化すれば、FRBは後手に回りつつあるとしてドル安に拍車をかけかねない。このような経済指標の減速は、今後徐々に明確化してくると見込まれ、これから年末にかけて一層ドル安圧力を高める材料になると予想される。

ドル／円相場の水準については、すでに過去最高値圏に近づいていることもあって、テクニカル分析などでも過去最高値である1ドル＝79.75円以外、明確な水準感はない。ただし、当時のドル／円相場は1～2円刻みで円高が進展したことを勘案すれば、投資家がストップロス（損切り）のメドとしやすいキリの良い水準（例えば1ドル＝84.00円前後、83.00円前後など）に近づくともみ合い、これを抜けると一気に1～2円円高が進むというパターンを繰り返す公算が大きい。当面は、そのスピードを日本の当局の円高阻止の姿勢でどれだけ緩めるかが焦点となろう。

最後に、円高の終息時期については、これまで述べたように米国を含めた国際的な協調が必須だが、同時に実質金利差の解消も必要となろう。したがって、米国経済が自立的な回復軌道に乗ることが重要な条件となるが、消費者のバランスシート調整の解消にはまだ数年かかると見られ、その間は脆弱な回復にとどまる公算が大きい。その前に各国がドル安回避で協調するには、ドル安政策やユーロ安政策が大きな代償を招くことが明らかとなる場合である。例えば、そうした主要国の通貨安政策によってグローバルなリスクマネーの収縮を起こしたりする場合が考えられる。しかし、そのような悲劇的な結末を迎える前に、主要国が一体となって需要の低迷やデフレ圧力にどう立ち向かうか、具体的な行動を執るべきだろう。