

テーマ：円上昇のメド

発表日：2011年7月29日（金）

～効かない介入より量的緩和の拡充を～

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

債務上限引き上げでもドル／円相場は1ドル＝80円程度まで

円高の進展になかなか歯止めがかからない。巷間指摘されているように、円高の背景にあるのは、①欧州におけるギリシャ問題、②米債務上限引き上げ問題——といったユーロとドルに対する不透明要因である。円、ドル、ユーロという三極通貨のなかで、ドルとユーロに不安定材料が生じたことにより、いわば“受け皿”的に円に資金が流入している¹。

ただし、すでにギリシャへの追加融資は一応の解決をみせており、当面はユーロそれ自体の不透明要因は払拭している。ドルについても、肝心の米国債市場の動向をみる限り、米与野党が債務上限引き上げで合意できず、デフォルト（債務不履行）に陥ると本気で懸念している様子はない。したがって、足元での円高も“今そこにあるリスク”からの回避マネーが集まっているに過ぎない。しかし見方を変えれば、債務上限の期限とされている8月2日を過ぎても合意できなければ、円高ドル安が急伸する可能性があるとも言える²。同時に、米国が債務上限の引き上げで合意したとしても、ドル／円相場は7月以降の円高進展に繋がった上記要因（ギリシャ問題と米債務上限問題）以前の水準となる1ドル＝80～81円程度にまでしか戻らないだろう。



ファンダメンタルズ面からも円高圧力強い

米債務上限問題が解決した後は、市場の関心は再びファンダメンタルズに回帰しよう。そこで注目されるのはQE 2後の米景気の勢いである。しかし、家計のバランスシート調整下では、FRBは最低限足元の超低金利政策を維持せざるを得ないこと、そしてそれは非常に長期にわたることがようやく市場にも浸透してきた。さらには、バーナンキFRB議長の議会証言で、米景気が減速するような事態に陥ればQE 3も有り得ることが示唆された。米金利の上昇余地はほとんどなく、下ぶれリスクが目立つ現状からは、ドルの持続的な先高感はない。

筆者は、低金利による需要刺激効果が望めず、資産効果による需要拡大のパスに期待するしかない状況では、株価がファンダメンタルズから乖離してでも上昇基調を維持しない限り、いずれQE 3が実施されると考えている³。この場合、米経済指標は消費関連統計を中心に徐々に減速感を強めていくものと考えられ、これに呼応する形で市場は追加の緩和策を催促、為替市場ではドル安圧力が高まっていくと見られる。いずれにせよ8

¹ もっとも、他通貨まで対象を拡げれば、スイスフランなどの方が円よりも上昇率は高い。

² 実際には様々な政府の支払を止めて国債費（利払い費など）に回すことなどによって、直ちに債務不履行に陥る事態は避けられる、としている。

³ 詳しくは第一生命経済研究所 Market Watching「今後の世界経済の流れを決める各国経済政策」（11/7/26）を御参照。

月以降の米経済指標次第でドル／円相場の流れも決まってくるが、現状ではドル上昇余地は極めて乏しく、逆に下落リスクの方が高いと判断される。逆に、債務上限引き上げ後のドル反発の条件としては①米国経済に対する楽観的な見方が強まる、②QE3の実施により再び市場のリスク選好が高まる——が挙げられるが、現実的には②を待つことになる。

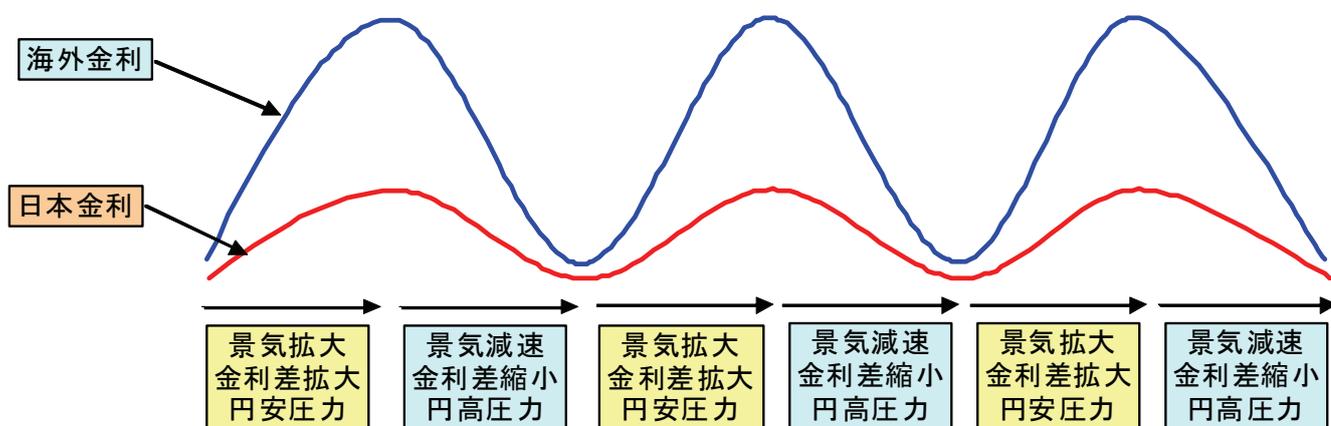
デフレ入り以降、外部要因に振り回される傾向が顕著となった円相場

教科書的には、為替相場は短期的には金利差、長期的には経常収支などによって決定されることになる。特に円、ドル、ユーロの主要通貨間においては、経常収支の構造的な変化が短期的に起こるとは考えにくく、専ら金利差によって決まってくる度合いが大きい。

ここで重要なことは、日本がデフレに陥り、ここから脱するまでは日銀は超低金利政策を維持せざるを得なくなったために、日本の長短金利の変動が他国よりも小さくなったことである。このため、日本と海外との金利差は専ら海外の金利変動によって生じる。景気が良くなる、あるいは市場のリスク選好性が高まる局面では、世界的に金利が上昇するが、デフレ下にある日本よりも海外の金利の方が上昇幅が大きくなるため、内外金利差は拡大し、その分円安傾向が強まる。逆に、景気が悪化する、あるいは市場のリスク回避性向が強まるような局面では世界的に金利が低下するが、金利低下余地の小さい日本よりも海外の方が金利の低下幅が大きくなるために、内外の金利差は縮小しやすく、その分円高に振れやすくなる。

さらに、日本の金利水準が世界で最も低いことにより、円安に振れにくいという事情もある。たとえば、東日本大震災による景気の下ぶれや、その後政局の混乱などによる復興支援策の遅れといった“円売り材料”があるにもかかわらず、金利の低下余地が極めて小さいために円安になりやすく、むしろ最近のような財政問題という不透明要因によって欧米金利が大きく低下した分、為替相場は円高に向かった。日本がデフレから脱却できるメドがつかない以上、こうした海外の金利によって円相場が振り回される傾向は続こう。

デフレ下における内外金利差のイメージ



円高阻止には介入ではなく、日銀のさらなる量的緩和が求められる

日本のファンダメンタルズにだけ着目すれば、円が上昇する材料はない。そのことをもって“(円売り)介入”を求めても、実際のところ成果は限られ、場合によっては格好のユーロ売りやドル売りの場となる。欧米の財政やファンダメンタルズに対し市場が不安感を強めている最中では、下手をすると余計な混乱を招きかねない。たとえば、米当局は債務上限の引き上げを巡る混乱が続いていることに強い懸念を表明してはいるが、実際のところ米国債市場に混乱が見られていない以上、市場に対しては静観しよう。そのような状況で高い効果が期待される円売りの協調介入を働きかけたとしても、米当局が応じるはずはない。下手に介入に協力すれば、債務不履行に陥るリスクが実際には高いのではないかと市場が勘繰ることにより“藪蛇”となるリスクもある。

そもそも、足元の円高に対して円売り介入を強行すれば、海外からは“市場誘導”として強い批判が上がる

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。

う。極力市場の動きは市場に任せるとするのがマーケットにおける当局の基本的スタンスだ。例外として、『投機的な動きにより、ファンダメンタルズから逸脱して相場が混乱・急変する』事態においては、市場介入もあり得るが、これは東日本大震災後の円の急伸といった事態に限られよう。したがって、介入があるとすれば、①米国が債務上限引き上げで8月2日までに合意できず、ドルが急落した場合に一端の狼狽売りなどが小休止するタイミング、②債務上限引き上げで合意できず、同時に米国債が格下げされたことを受けて予想以上に米国債相場が動揺し、米資産売り（株、債券、通貨のトリプル安）などに繋がる場合——などが考えられるが、協調介入が行われるとすれば②のケースに限られよう。

こうした日本以外の要因で円高の進展を余儀なくされている環境ではあるが、デフレ下において生産活動を取り巻く環境も“五重苦”“六重苦”といわれる状況で、円高を放置しておけば製造業の更なる海外流出を招き、長期的には日本経済衰退の最後の引き金を引くことにもなりかねない。したがって今求められる政策は、日銀による更なる量的緩和政策の拡充しかないだろう。円を減価させるうえでは即効性には欠けるものの、混乱が沈静化した後にはボディーブローのように円安効果が現れると考えられる。日本が一方的な円高を放置しない、という態度を明確にするためにも、早急な対応が望まれよう。

ドル／円相場のイメージ

以上まとめると、①米国が債務上限引き上げで合意できるまでは極めて不安定な円高ドル安局面が続き、②合意後は一旦ドル高に振れるものの、③QE2終了後の米経済の軟調な経済指標を確認すれば、再びドルは軟調な展開に転じ、④QE3の方針が打ち出され、それが株などのリスク性資産価格を押し上げる様相となれば、ドルは対円では上昇に転じる——と予想される。

ただし、債務上限引き上げのタイミングや、格付け会社の動向次第では円高が予想以上に急伸する可能性がある。その場合は、震災後につけた1ドル＝76.25円を突破する可能性が大きいとみられるが、対ドルでの過去最高値圏での推移となるだけに、具体的な上昇メドを見込むことは難しい。ただし、こうした局面ではしばしば売り買いが一方的なものとなるだけに、単独であれ円売り介入が行われればそのレベルが“円高のメド”ということになるだろう。無論、米トリプル安となるような事態となれば協調介入が見込まれるうえ、米与野党も迅速に事態の收拾、すなわち債務残高の引き上げに向けて歩み寄りを期待され、1ドル＝75円を割り込むような円高が長期化するとは見込みにくい。