

テーマ：円安は新たなステージへ

発表日：2013年3月14日（木）

～前半よりも後半の方が円安加速余地あり～

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

## 第一段階：円安のきっかけは日本の政策転換

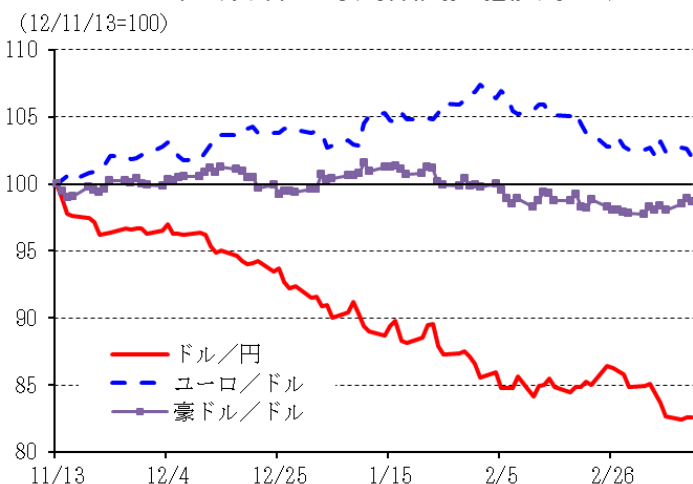
昨年11月来の円安の進展を促した要因について、さまざまな見解があるようだ。しかし、当時の為替相場や為替相場の変動主因となる金利の動きなどを見れば、このタイミングで円安への転換を促したのはやはり日本の政策転換期待の急速な高まりだったと言えよう。

円安のきっかけとなったのは、11月14日の国会での党首討論の場で、野田首相が発した「解散しましょう」という発言で、市場は早期解散・総選挙によって政権交代の可能性が高いと解釈した。総選挙が行われれば、次期政権の座に着くのは自民党であり、安倍自民党総裁はかねてより“リフレ政策がデフレ脱却のために必要”と主張していたことと、“日銀法改正を行ってでも、日銀により積極的な金融緩和を求める”としていたことで、円安圧力が増すと考えたからだ。実際、翌15日には安倍自民党総裁がそのような主張を講演会で述べたことで、市場の期待は一気に高まり、円安の流れを決定付けたと言える。実際、ドル/円相場は11月13日の1ドル=79.38円から、衆院が解散した16日には同81.32円まで円安が一気に進んだ。

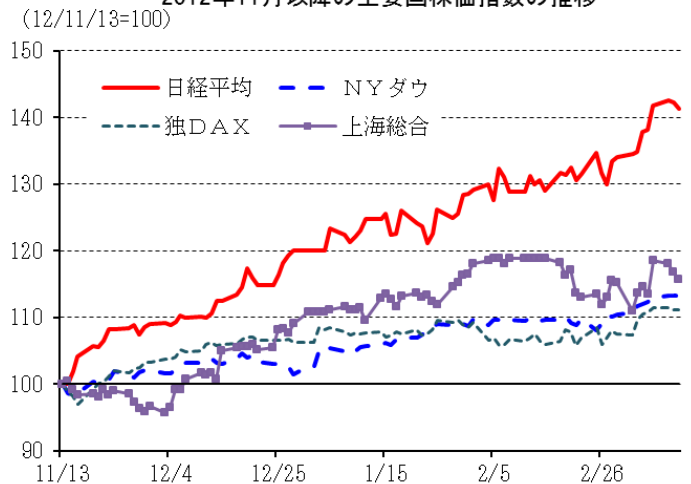
当時の日米の長期金利の推移を見ると、両国共にドル円相場の動きに相応するような変化、すなわち日米金利ともほぼ横ばい圏での推移が続いており、金利差の拡大は確認できない。為替相場については、ユーロ/ドル相場が上昇（ユーロ高）基調で推移している一方で、例えば世界的な景況感の改善やリスクオンの状態になった際に上昇が目立つ豪ドルなどの高金利通貨は、対ドルではほぼ横ばい圏での推移となっており、円の下落のみが際立つ格好となっている。日本では、円安の急伸を受けて株価が上昇基調を強めたが、主だった国の株価の動きを見ると、日本株上昇が突出していることがわかる。



2012年11月以降の主要為替相場の推移(対ドル)



2012年11月以降の主要国株価指数の推移



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。

## 第二段階：QE3補強による景況感改善で、金利差に応じた円安へ

円だけがファンダメンタルズから乖離する格好で減価していく動きに変化が出始めたのは、昨年12月半ば以降である。ただし、変わったのは為替相場の動きではなく、金利の動きである。すなわち、それまで変化の無かった日米の長期金利差が拡大傾向を辿り始め、ドル円相場の動きが日米金利差の動きと見合う格好になったのである。

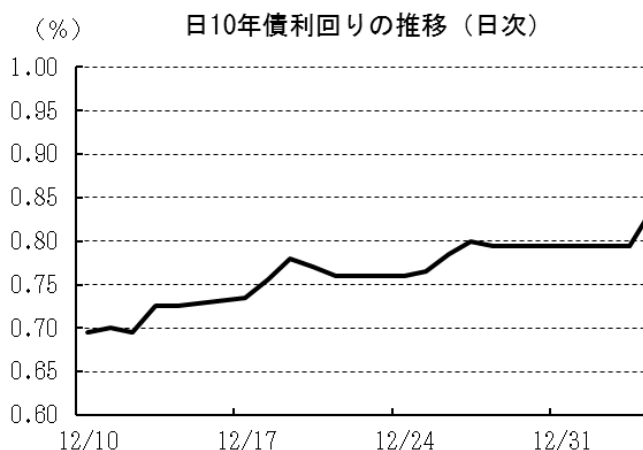
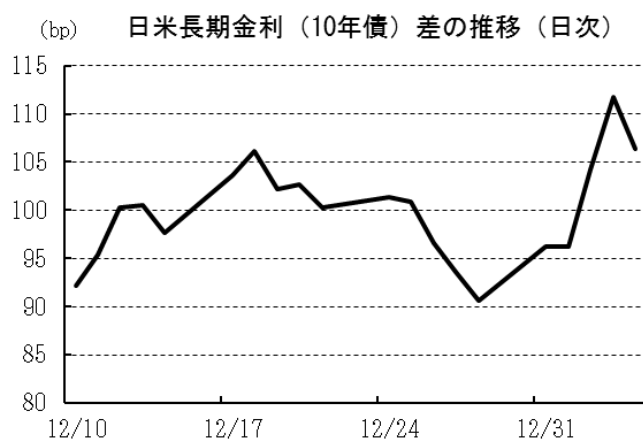
日米長期金利差が拡大したきっかけとなったイベントとして、12月12日に行われたFOMCで、FRBがツイストオペの終了と共に打ち出した国債の買い取り再開が挙げられる。ツイストオペから国債の買い取りに政策が転じたことで、FRBのバランスシートが拡大（その分市場への資金の純供給量は増加）することによるインフレ期待の高まりと、こうした政策のめどとして6.5%程度までの失業率の低下などが示されたことによる景気回復期待などが、米長期金利の上昇につながったと判断される。なお、日本でも金利はやや上昇したものの、米国に比べて小幅にとどまったことから、日米金利差は拡大する形となった。米国はデフレではないため、景気が改善すれば日本よりも早い金融政策の転換が確実視される。したがって、景況感が改善して世界的に金利が上昇する局面では、日本よりも米国の方が金利の上昇幅は大きくなり、日米金利差は拡大しやすくなる。

昨年末に期限を迎える減税の処理で政府と議会がもめた“財政の崖”といった不透明要因で市場のリスク選好が抑えられた時期もあったが、年明け以降は①財政の崖については最悪の事態は乗り切り、米景気に著しい下押し圧力をもたらすリスクはなくなったこと、②米国や中国の経済指標などで、景気が回復傾向を辿っていることが確認されたこと——などを背景に景況感が改善、株高の一方で金利は上昇傾向を辿る展開へと転じた。

## 第三段階：日銀緩和による金利の一段低下で短期金利差も拡大へ

年明け後は日米金利差の拡大に見合う格好での円安ドル高基調が続くことになるが、1月半ば頃からは更に円安圧力を高める要素が加わった。日米短期金利差の拡大である。

それまで、日米の長期金利差は拡大傾向に転じていたものの、例えば2年債利回りなどで見た短期金利差はほぼ横ばいにとどまっていた。背景には、日本はもとより、米国でも超緩和政策が長期化するとの見通しにより、短期金利の上昇余地がほとんど無かったことが挙げられる。実際、米国の2年債利回りは0.26%を軸に、±0.02%の変動にとどまっていた。一方、日本の短期国債利回りは0.1%程度の推移が続いていた。日銀当座預金の超過準備に対する0.1%の付利の存在により、それ以下の水準の利回りに対しては銀行の国債需要が



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。見通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。

(運用利回り確保という観点からは) ないためである。

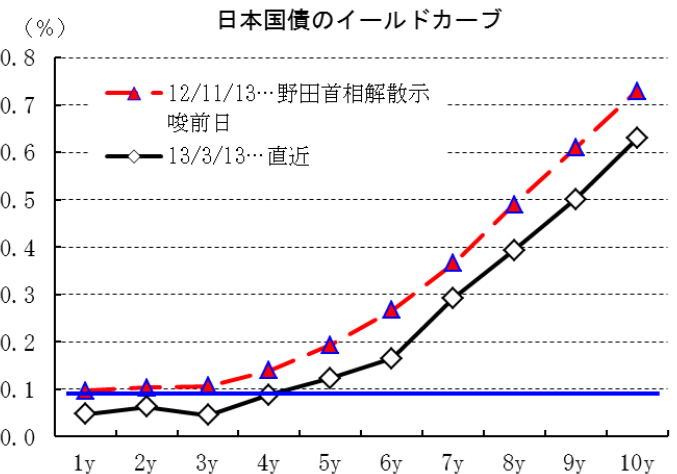
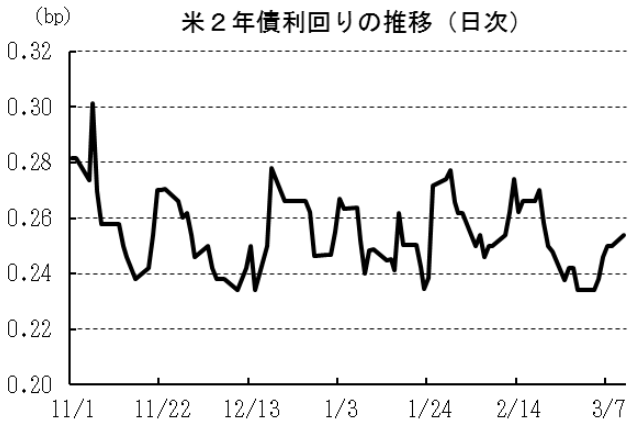
日米短期金利差が拡大に転じたのは、日本の短期国債利回りがこの付利水準をブレイクして低下し始めたことによってもたらされた。背景には、同月下旬に行われる決定会合で2%のインフレ目標を含む政策転換が行われるとの見方が強まるなど、日銀がより大胆な金融緩和へ舵を切ることが不可避であったことが挙げられる。付利が撤廃されていないにもかかわらず、国債利回りが付利水準を下回り始めた理由として、①いずれ付利は撤廃される公算が大きいと市場が見込んだ、②より大胆な金融緩和となれば国債の買い取りペースの拡大は避けられず、日銀が残存期間3年未満の国債を買い取り対象としていることから、3年債までは日銀の買い取り拡大でさらに価格が上昇する(利回りは低下)との期待が強まった——ことなどが考えられる。

いずれにせよ、それまでの枠組みから外れるような日本の金融緩和政策の強化に対する期待が、円安への流れのつかえ棒的な役割を果たしていたと考えられる“付利制約”下にあった日本の短期国債利回りを低下させたことで、日米短期金利差の拡大という新たな円安圧力が加わる格好となった。

#### 第四段階：海外金利上昇による本格的な円安

日本の短期国債利回りの低下は、2年債については2月上旬頃で歯止めがかかったが、その後も3年債や4年債といったより残存期間の長い国債へシフトしている。こうしたなかで、中～長期ゾーンの国債利回りの低下に拍車がかかったのが2月の下旬である。きっかけとなったのは、日銀の次期総裁候補として黒田元財務官(現アジア開発銀行総裁)の名が挙がり、対象も含めた日銀の国債買い取り拡大期待がより現実味を帯びたことである。もっとも、この時期は財政再建路線の転換リスクが高まる結果となったイタリア総選挙や、米国の歳出強制カットの発動などの“懸念材料”もあって、円安の動きは一服して“リスク回避のなかでの低金利通貨買い”的な動きから円高が進展する場面も見られた。

その後は、ドル/円相場は1ドル=95円を上回り、水準が一段切り上がったような格好となっている。これは、2月下旬以降日米の長期金利差が拡大する一方で、不透明要因によって一時的に円高に振れた分を取り戻すような動きと評することができよう。無論、円安への動きを止める要因となったイタリアの問題や米国の歳出カットの問題が解決したわけではない。しか



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。

し、FRBのバーナンキ議長やイエレン副議長が、米国の超緩和政策は十分に景気が回復するまで打ち切らないと述べたこと、市場が注目しているISMや雇用統計などの経済指標が市場予想を上回ったことで、景気の回復基調が徐々に鮮明になっているとの見方を強めたことなどが、市場のリスク許容度を再び回復させ、金利差の動きに適った為替相場の動きに回帰したと考えられる。

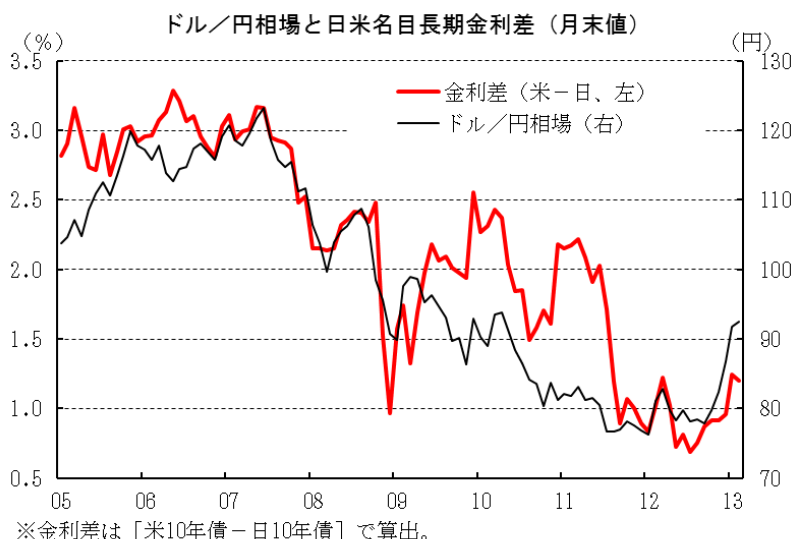
このように、昨年11月以来ほぼ一本調子につづいてきた円安の流れではあるが、変動を促してきた“中身”は徐々に異なってきた。先行きを展望すれば、すでに日本の様々な政策“期待”で動く時期は過ぎ、為替相場は基本的に金利差という最もシンプルな要因に沿った動きを辿ろう。

金利差について、日本側の要素としては、日銀新体制の下で行われる緩和政策がどこまで金利を追加的に押し下げることが注目

される。付利の撤廃に加えて、買入対象国債の拡大と、買入規模をどの程度増やせるかが焦点になる。比較対照されるべきはFRBのQE3で、買入対象に残存期間10年を超える超長期債が入る、あるいは満期を迎えた保有国債の償還金を除く買取純増額を、FRBが行っている月850億ドル（約8兆1千億円）に匹敵する規模に拡大するなどという措置が講じられれば、日本の金利には強い低下圧力がかかろう。新体制へ移行後の日銀は、こうした政策を迅速に打ち出すと見込まれることから、特に年前半は日本の市場金利の一段の低下が予想される。

一方、米国側の要素としては、景気の回復傾向次第で金利の上昇ペースが決まってくる。住宅バブル崩壊後個人消費の足を引っ張り続けてきた家計のバランスシート調整については、足元の住宅価格の持ち直しや株価の上昇を背景に、今夏には住宅バブル発生前の水準にまで改善が進むと見込まれる。バランスシートの改善は住宅需要の回復に繋がり、これが住宅価格の持ち直しを加速させると同時に、ホームエクイティローンなどを通じた消費の押し上げが期待され、米国経済は消費主導の自律的な回復局面へ移行、潜在成長を上回る成長軌道へ回帰しよう。これにより失業率の低下基調が明確化すれば、年後半にはQE3打ち切り期待が高まることで長期ゾーンを中心に金利の上昇幅も拡大すると予想される。

以上のことを勘案すれば、今後年半ばにかけては日銀新体制下で行われるより大胆な金融緩和による日本の金利低下が促す円安が、年後半は米国経済の本格回復に伴う米金利高が促す円安が、それぞれ予想される。日本から見た内外金利差の拡大ペースは、年前半よりも年後半の方が早いと考えられることから、年後半の方が円安のペースは加速する余地があると判断される。



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。