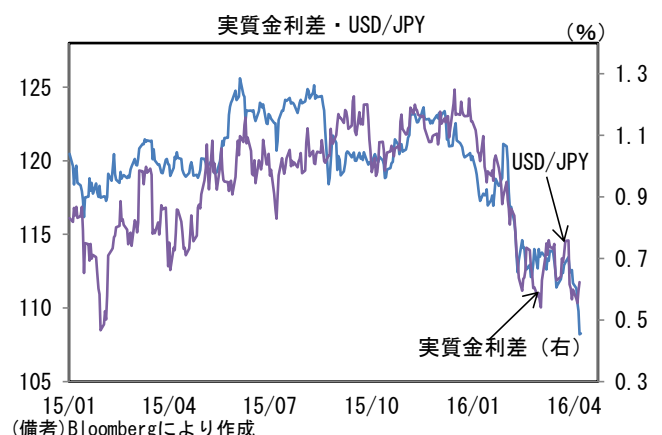
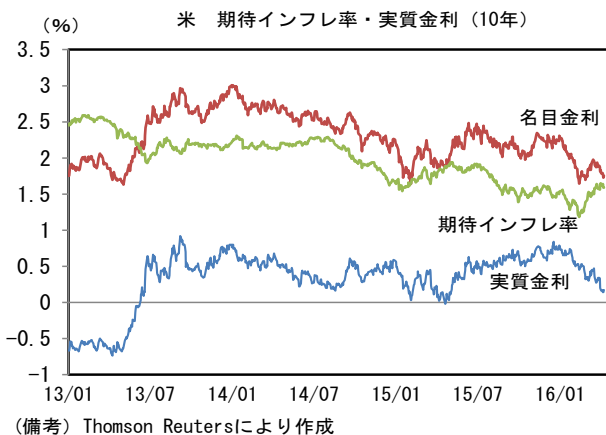
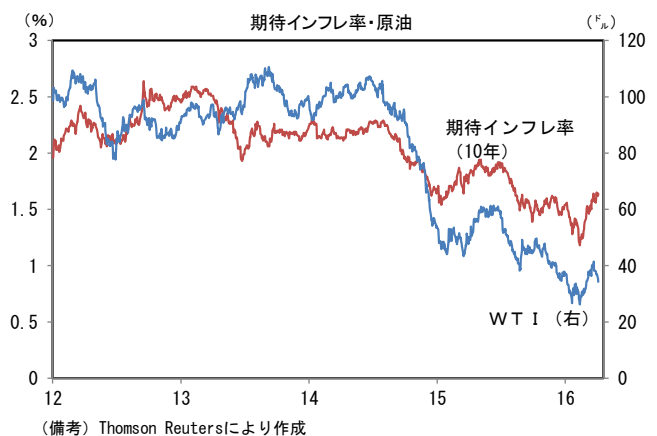
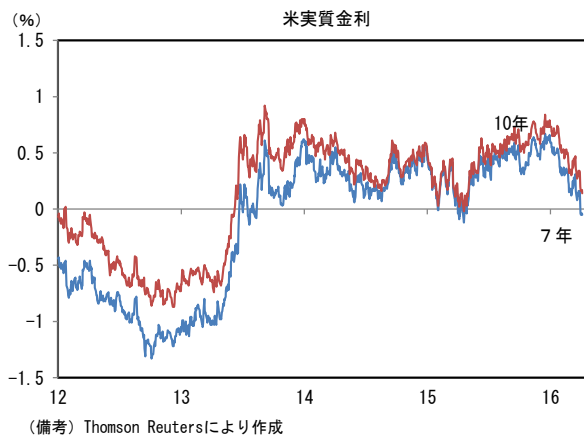


円高が進む理由

2016年4月8日(金)

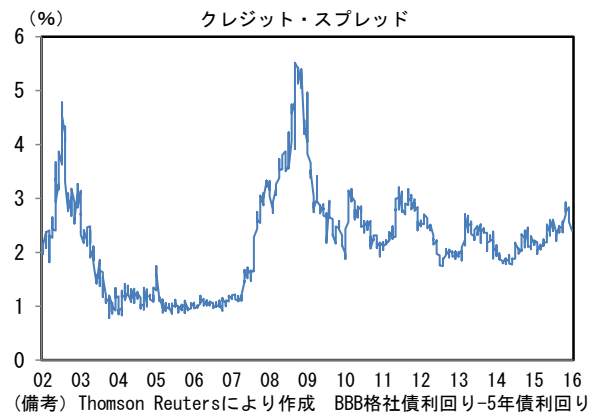
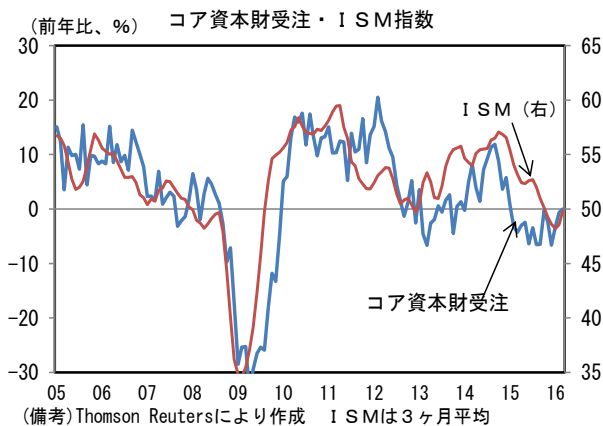
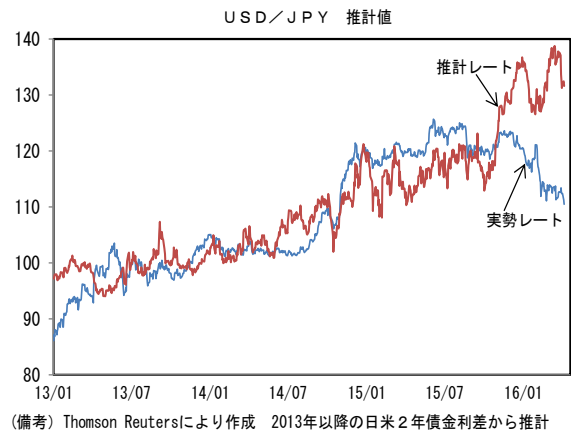
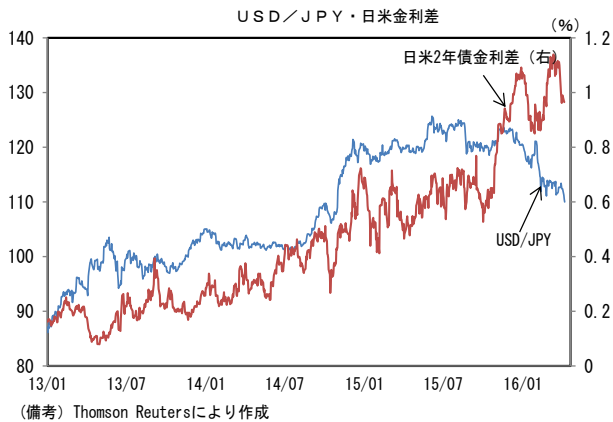
第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

7日にUSD/JPYが一時107円台に突入。日銀の追加緩和期待が盛り上がらないことに加えて政府の為替介入も難しい、など理由は様々だが、本質的には米国の期待実質金利が低下していることが大きい。米国の期待実質金利は7年ゾーンまでマイナス圏に突入、10年ですら辛うじてプラス圏を維持している状態だ。FEDの4回利上げシナリオが崩れて名目金利が低下するなか、原油価格の安定、現実のコアインフレ率上昇等を背景に期待インフレ率が横ばい推移となっているため、期待実質金利が低下している。実際、日米期待実質金利差（米－日）は2016年入り後に急激に縮小しており、USD/JPYの変動を綺麗に説明している。



名目の日米金利差が説明力を失うのをよそに日米期待実質金利差が説明力を保っていることは、FEDの利上げがUSD/JPYにどのような影響を与えるか考察するうえで、非常に重要なヒントを与えてくれる。因みに2013年以降の日米金利差から単回帰モデルによって導出されるUSD/JPYの理論値は132であり、足もと乖離は約24円におよぶ。これまで日米名目金利差とUSD/JPYが強い相関を持っていたのは、金融市場の総論として「金融引き締め→通貨高」、「金融緩和→通貨安」というロジックが成立していたからだ。故に、日米の金融政策のベクトル相違がUSD/JPYの上昇ドライバーとなってきた。しかしながら、FEDの初回利

上げ（15年12月）とその後の強烈なリスクオフ（16年1-2月）を経験した後は、こうした見方に変化が生じた。対資源・新興国通貨での行き過ぎたドル高と原油安の同時進行が、米製造業・エネルギーセクターの打撃となり、それがクレジット・スプレッドのワイドニングに発展、ハイ・イールド債も大きく調整するなど、利上げの弊害が一気に表面化した。その結果として米国経済の成長シナリオが揺らぎ「金融引き締め≠実質金利上昇≠通貨高」（≠は結びつかないという意）となった。また、日本サイドでも変化が生じている。日銀のマイナス金利付き量的・質的金融緩和が思うような効果を発揮できなかった状況を目の当りにして、追加緩和が実質金利低下と通貨安に繋がるか疑問に思う投資家が増加し、「追加緩和≠実質金利低下≠通貨安」という認識が広がりつつある。



期待実質金利の低下は、実質成長率期待の低下と換言できるので、結局のところ米国の成長期待が揺らいでいるという事実に帰結する。言うまでもなく、それはドル安圧力となる。USD/JPYで考えた場合、日本の実質金利がそれ以上に低下すれば、理論上は円安圧力が勝るのでUSD/JPYは上昇するのだが、現状でそれは難しい。名目金利の下げ余地が、日本より米国の方が大きい状況下で、原油安など日米に共通する期待インフレ率低下要因が発生した場合、米期待実質金利の方が低下幅が大きくなる。こうした下でひとたびドル安が進むと、そのこと自体が日本の現実の物価および期待インフレ率の低下要因となり円高圧力を生じさせる。つまるところ、USD/JPY上昇は米国の実質金利上昇、すなわち米経済の回復期待が高まるのを待つ必要があるということだ。しばしば、「市場に織り込まれていない早期の利上げ」がUSD/JPYの上昇ドライバーになるとの指摘があるが、そうしたサプライズの要素を含んだ利上げは、米経済回復の阻害要因になるため却って円高・ドル安を助長する結果を招くと判断される。「利上げ→円安」というパスはしばらく封印すべきだろう。