

日米金融政策と円高圧力

発表日：2016年9月23日（金）

～日銀は待ちの姿勢～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

FRBが9月利上げを見送ったことで円高圧力がくすぶっている。日銀の枠組みの変更も、米利上げに対して「待ち」の姿勢をとったようにもみえる。イールドカーブ・コントロールが円安圧力をつくるのは、米長期金利が上昇する局面に限られることになろう。

円高圧力は続く

9月の決定会合では、政策の枠組み変更だけで、追加緩和に踏み出さなかった。同日夜のFOMCは、利上げを先送りして、年内利上げの方針を伝えた。後から考えると、日銀はFRBの利上げ先送りを予想して、追加緩和を見送ったのではないかと思われる。日銀は、FRBの利上げにシンクロさせて、追加緩和をアピールするから、ドル高円安への圧力を高める意味があると考えているのだろう。ならば、9月会合で円安圧力を生み出せないとしても、それは仕方がないと割り切って考えるのだろうか。筆者は、当面は円高圧力が弱まることはなく、日本経済にとっても逆風が吹くのではないかとみている。

振り返ってみると、1月会合後のマイナス金利導入、7月会合後のETFの倍増でも当初は円安に振られてからすぐに円高トレンドに飲み込まれていった。おそらく、今回も、趨勢的な円高が止まらずに、為替レートはじわじわと円高方向に向かっていくだろう。

円高圧力は覚悟のうえか？

政策の枠組み変更のポイントは、イールドカーブ・コントロールであった。長期金利を0%にピン留めして、金利上昇圧力をすべて飲み込んでしまうという方針である。

その代わりに、10年超の年限では、プラスの金利を容認する。このことで、過度にイールドカーブがフラット化して、金融機関の運用収益に打撃が及ぶという弊害を防止すると日銀は説明する。

しかし、国内金融機関に収益機会を与えるということは、国内から海外へと外債投資などを活発化させようとする考え方とは対立しないのか。筆者は、副作用への配慮と円安圧力を高めることの間にあるジレンマに日銀は立たされたとみている。

おそらく、今回は円安圧力を犠牲にしても、副作用への備えを行うことに決めたのだろう。また、従来のマイナス金利による収益圧迫のプレッシャーによって外債シフトを促すことへの限界も感じていたところだろう。

ともかく、円安になるためには、米国側で段階的な利上げの展望がより鮮明になってこなければ、ドル高促進を通じた円安の条件は整わない。そうした意味で、日銀は、FRBの12月利上げが足場を固めていくまで、目先の円高圧力には目をつむるしかないと腹を括った可能性はある。

日銀のイールドカーブ・コントロールの意図

政策の枠組み変更によって、日銀は量的拡大に限界を感じ、円高圧力に対して、成す術なく、金利コントロールに戻ったという見方があるかもしれない。確かに、手法として量的拡大の限界は感じられる。

一方、円安圧力をカウンターパワーとして働かせる仕組みについては、日銀はそれなりに考えていると思う。イールドカーブ・コントロールは、長期金利を0%に釘付けにする点が注目される。もしも、米長期金利が先々のインフレ予想や追加利上げの観測を織り込むと、次第に上昇していく。そのときは、日米長期金利差は拡大する。従来は、米長期金利上昇に対して、日本の長期金利も連動する部分がかな

りあった。それを0%に釘付けにすると、日米の金利差はより広がりやすくなる。つまり、米金利が動くときに、従来以上に円安圧力が強く働くという仕組みになる。「攻めの日銀」から「受けの日銀」へと構えを変えたのだろう。

米国金融政策の混迷

日銀の姿勢が、FRBの追加利上げ待ち、米長期金利待ちになったということは、米経済が混乱するリスクを警戒せざるを得ない。FRBが9月利上げを見送った理由は、8月の雇用統計が前月比15万人増と期待したほどではなかったことがある。ISM製造業、非製造業指数はともに悪く、自動車販売も低調であった。単月の指標が揃って悪かったことが、米景気の失速リスクを意識させたとは思えないが、今後、FRBの利上げが予想以上に遅れる可能性を意識させるには十分だった。

つまり、日銀が米経済の状況に下駄を授けたとしても、ドル高圧力はそれほど強まらない可能性があるということだ。もしも、10~12月に発表される雇用統計が芳しくなければ、1ドル100円前後の為替水準から離れられないということになるだろう。もちろん、日本の消費者物価もしばらくは0%以下に沈んだままになるだろう。

そもそも、米国の労働市場は、完全雇用に近いのに、インフレ圧力があまり高まらないという傾向が強まっている。だから、FRBの利上げがうまく運ばないのだろう。失業者が居なくなっても、中間層の減少によって家計全体の不満がくすぶっている状況も同根であろう。米大統領選挙でトランプ候補が求心力を高めていることと、FRBがなかなか利上げできないことは、どこかに共通する労働市場の変調が隠れているとみられる。