

テーマ：円高の背景にデフレリスクも

発表日：2016年4月7日（木）

～インフレ期待喚起で実質金利押し下げを～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- ✓ 足元での円高の加速は、市場でのリスク回避の動きに加え、日本の円高への耐性を探るような動きもあると考えられる。
- ✓ もっとも、米景気は今後再加速に転じる可能性が高いと予想され、FRBが懸念している中国経済についても一部指標から明るさがみえている。4月末に行われる日米の金融政策決定会合からは、ドル高円安の動きに転じる可能性が高い。
- ✓ 一方で、日本のデフレ期待が再び高まっている兆候があり、これが実質金利の上昇を通じて円高の一因になっている可能性がある。これを阻止するには、成長戦略・構造改革が求められる。

## 2014年10月以来の円高水準も、介入は困難

円高傾向が強まっている。ドル/円相場は、4月に入ってからの4営業日で4円近い円高となり、日銀が追加の量的緩和政策を打ち出す前日となる2014年10月30日以来となる1ドル=108円台に突入した。

ここ数日の円高の“材料”としては、いわゆる「パナマ文書」によるリスク回避の動きや、1ドル=110円を割り込んだことで日本サイドの通貨政策に対する関心が高まったことなどが挙げられる。

「パナマ文書」については、アイスランド首相が辞任を表明するなど一部ですでに政治問題化しており、データの開示が進むにつれて他の国の要人にも飛び火して政治不安に繋がるのではないかと懸念がある。また、タックスヘイブンを利用していた富裕層がリスク回避に動くなかで、低金利通貨である円の需要が高まった可能性もある。

一方、「1ドル=110円を超える円高になれば、日本は円売り介入に踏み切るのではないかと」と市場の一部で懸念されており、実際に政府から円高を牽制する旨の発言が出るなど“口先介入”的な動きが出ている。しかし、これがかえって「日本はどこまで耐えるのか」といった形で、介入ポイントを探るような形で市場の関心を集める格好となっている。

実際には、一定の水準をターゲットとするような形での円売り介入は難しいと考えられる。2月末に行われたG20（20か国財務大臣・中央銀行総裁会議）では「通貨の競争的な切り下げを回避することや競争力のために為替レートを目標とはしない」と声明文に明記されているためだ。一方で、「為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを再確認する」とも明記されており、急激な変動を抑えるための介入までもが否定されているわけではないが、最近の円の変動ペースでは“無秩序”とまではいえないだろう。



## 4月末までは円高気味の推移が続く可能性

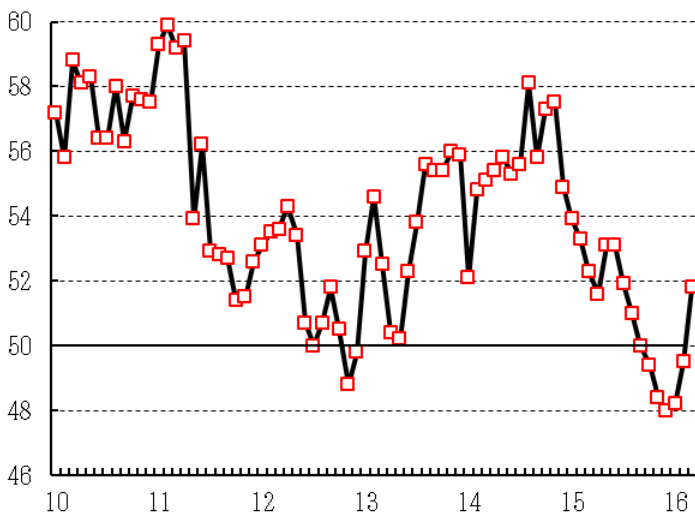
このように考えると、足元で円高を促している要因（材料）に変化がみられなければ、日本当局の円高への耐性を見極めに行くような形で、暫くは円高傾向が続く可能性がある。

もっとも、円高を取り巻く環境に大きな変化がみられなくても、ドル高に繋がる材料が出てくれば、一方的な円高にも終止符が打たれよう。米国では、引き続き雇用環境が好調で、将来的には賃金上昇を懸念すべき水準まで労働需給は逼迫している。加えて、昨年来景気の足を引っ張っていた製造業の生産活動が、今後は加速に向かうことが先行指標などからみえている。米国経済の先行き不透明感はほぼ払拭されたとみて良いだろう。

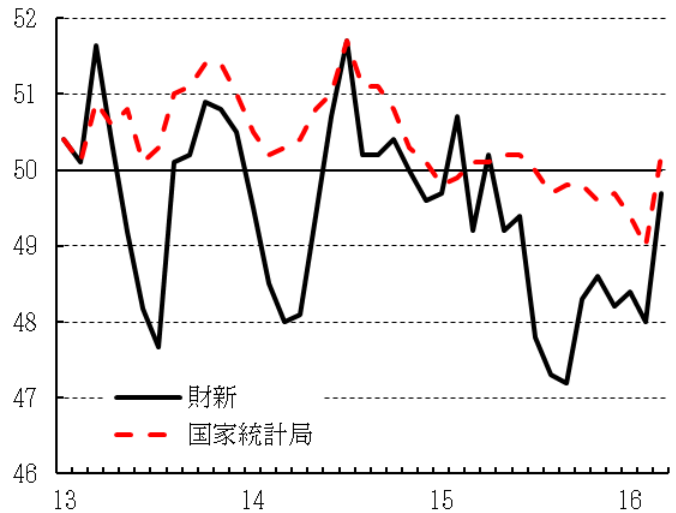
さらに、中国でも3月のPMI製造業景況指数が急激に改善、生産や新規受注、輸出受注と行った細かい判断項目も大幅に改善していることから、ようやく減速に歯止めがかかって回復に向かうことが視野に入ってきた。先の全人代で発表されたものを含めたさまざまな景気対策や、米生産活動の回復による輸出環境の改善が、中国製造業の景況感改善に繋がっている可能性が高い。

これらの環境変化は、FRBの金融政策に対する態度に大きな変化をもたらそう。予想外の大幅改善をみせた中国の製造業景況感指数が発表される前となる3月29日には、イエレンFRB議長は“世界の不透明感”が緩やかな利上げを正当化すると述べて、インフレ率の上昇に警戒的な見方を主張したそれまでの地区連銀総裁らのタカ派的なコメントと対をなすような発言をして注目を浴びた。しかし、中国指標が先行きの持ち直しを示唆したことで、“世界の不透明感”は薄らぎつつある。4月26・27日に行われるFOMCで、世界経済に対する見方などが幾分でも上方修正されていれば、市場予想よりも多くの利上げが行われる可能性を市場は織り込まざるを得なくなり、米金利の上昇を通じてドル高圧力を高めよう。

米ISM製造業景況指数の推移



中国の製造業PMIの推移



一方、日本サイドについては、安易な介入は困難だとしても、景気対策としての金融緩和までが否定されているわけではない。先の日銀短観でも明らかなように、低迷する個人消費に加えて、円高進展もあって外需を取り巻く環境も悪化しており、企業の景況感は予想以上の悪化を示した。これに対応するための緩和政策は“必要”と見なされるだろう。緩和の手段としては、マイナス金利の引き下げのほか、量的・質的緩和の拡大もあるが、1月に行ったマイナス金利政策の効果と弊害を見極めるには時間が足りないことを勘案すれば、量的・質的緩和の拡大という選択肢もあり得る。無論、それぞれ効果と弊害の両面があると考えられるが、日銀が円安効果を狙うのであれば国債の買取を中心とした量の拡大を重視する可能性が高く、企業や消費者のセンチメントの改善など景気対策効果を狙うのであれば、ETFの買取枠を思い切って拡大するな

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。

どの質的緩和の充実を図る可能性がある。次回の日銀の金融政策決定会合は、F O M C から一日ずれた4月27・28日に開催される。

### デフレ期待織り込みならば円安への振れも小さくなるリスク

このように、足元で円高に振れている材料を勘案すれば、暫くは円高気味の推移が続く可能性はあるものの、今月末に行われる日米の金融政策決定会合を機に、流れは円安傾向へと変わる可能性が高い。しかし、足元の円高への動きが、前述したような一時的ともいえるような材料だけで動いているのではないとしたら、問題は根深い。それが、日本が再びデフレに舞い戻ることを市場が懸念し始めている可能性だ。

[Market Watching「デフレ回帰リスクが漂う日本」\(2016/3/28\)](#)でも述べたように、今年に入ってから市場の期待インフレ率は低下傾向を強め始めている。日本の10年国債利回りと10年物価連動債利回りの差から求める期待インフレ率(BEI: Break-Even Inflation rate)は昨年末時点では0.7%台であったが、最近では0.2~0.4%程度にまで低下している。為替相場は、金利から期待インフレ率を差し引いた実質金利の影響を強く受けるため、期待インフレ率が低下すれば実質金利を押し上げることになる。ドル/円相場と日米実質金利との関係からみると、実質金利の0.1%の上昇はドル/円相手を1円程度円安にする力が働くと考えられる<sup>1</sup>。

日銀は、マイナス金利の導入にあたって「実質金利を押し下げる」としたが、市場の期待インフレ率がマイナス圏に突入すれば、実質金利はプラスに転じる可能性がある。そうなれば、マイナス金利政策の効果は大きく損なわれることになる。しがたって、期待インフレ率を押し上げることは、デフレ脱却という観点だけではなく、日本サイドが望むこれ以上の円高を阻止するためにも極めて重要となる。



期待インフレ率の低下は、日本経済の低迷が続いていることに加えて、政策対応が困難になってきていることが背景にあると考えられる。昨年を下回る賃上げ率が確実となった今春闘の結果、内需の力強い回復を期待することは難しくなっている。景気自体は外需が持ち直せば回復に転じると考えられるが、国内需要が低迷するなかでの景気回復は不安定であり、デフレ脱却を定着させるにはいかにも力不足だ。これまで、金融政策にデフレ脱却の任を負わせてきたが、量的緩和の拡大余地は大きいとはいえず、これによって円安を先行させる力は乏しくなっている。また、マイナス金利政策には(理屈上は)限界がないが、内需が低迷するなかで資金需要が喚起されるとは考えにくい。事実上、効果が残されている金融緩和政策は、現状の延長線上ではE T Fなどのリスク性資産の購入を拡大する質的緩和の拡充しかないが、無論それには弊害も伴う。

市場が日本のデフレ脱却に疑問の目を投げかけているとするならば、やはり構造改革や成長戦略の足取りが重いことに集約されよう。それを打破するためには、①より高付加価値の製品やサービスを開拓して日本の新たな成長分野を作り出すための政策(市場開放、規制緩和、投資促進のための減税、研究開発のリード、教育の充実)、②企業が賃金を安定的に引き上げるための政策(労働市場の柔軟化)、③労働力人口減少に歯止めをかけるための政策(女性の社会進出の促進、少子化対策、保育制度の拡充、社会不安を抑制できるなかでの外国人雇用の促進)などが喫緊の課題である。こうした問題を先送りにする限り、デフレリスクを

<sup>1</sup> 詳細は、[Market Watching「2016年度は再び円安進展へ」\(2016/3/30\)](#)を御参照。

市場は意識し、円高圧力がかかりやすい環境が続くことになる。無論、円高自体がデフレ期待を高めることを勘案すれば、やはり政府日銀はかかる円高を阻止するための対策を迅速に行う必要がある。

(注) 本文中使用の図表データ出所

ページ1 「ドル／円相場の推移（日次）」 “Bloomberg”

ページ2 「米ISM製造業景気指数の推移」 “INDB, Thomson Reuters Datastream”

ページ2 「中国の製造業PMIの推移」 “INDB, Thomson Reuters Datastream”

ページ3 「日本の期待インフレ率（BEI）の推移（日次）」 “Bloomberg”

---

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。