

## ドル／円相場は世界のリスク許容度のバロメーター

経済調査部 鳶峰 義清

### 円高定着の気配

ドル／円相場は、東日本大震災後の3月17日に1ドル＝76.25円をつけ約16年ぶりに過去最高値を更新した後、一旦は85円台半ばまで円安が進んだものの、5月以降は80～81円を中心としたレンジ相場が続いている。

為替相場を決定する要因のうち基本的なものとして金利差や経常収支などが挙げられるが、東日本大震災後に限って見れば両要因とも円安圧力を高めると考えられる。震災によって日本経済は一旦大幅に減速、日銀の金融緩和策は更なる拡充を迫られ、金利には低下圧力がかかる。一方、サプライチェーンの寸断により製造業は大きなダメージを受け輸出は急減、経常収支のうち貿易収支は一旦赤字に転落、経常黒字自体も大幅に縮小している。これらは震災によるいわば“一時的な要因”ではあるが、一方で長期的にも円の買い材料は少ない。デフレ長期化、財政悪化、高齢化に伴う貯蓄率の低下と経常収支の悪化など、いずれも円安圧力である。

しかし、市場はそうした為替の理論的なファンダメンタルズは無視しているようだ。

### 短期的な為替変動要因は金利差

短期的には為替相場の変動を促す材料として多く取り上げられるのは金利差だ。ドル／円相場では日米間の長期金利差が材料視されることが多い。日本はデフレに陥っており、世界の中でも最も長期金利は低い水準にある。したがって円安圧力が常にかかり続ける印象があるかもしれないが、実際には二国間の金利差の“変動”で為替相場は動く。

実は、ここに最近の為替相場変動の特徴がある。日本は金利水準が最も低く、且つ景気が多少良くなってもデフレから脱却できるとの期

待は盛り上がりにくいいため、金利の変動幅が相対的に小さい。一方、米国を含め海外諸国はデフレ状態には陥っていないため、景気が良くなれば期待インフレ率も高まりやすく、中央銀行による利上げ観測も高まる。日本と比べれば市場金利の上昇幅も必然的に大きくなりやすい。この場合、日本と海外との金利差は拡大するため、円安になりやすい。

逆に、景気に対する懸念が高まるような局面では内外ともに金利には低下圧力がかかるが、金利水準が低く低下余地が限られている日本に比べて、海外の金利低下幅は大きくなりがちだ。そうなると内外の金利差は縮小するため、その分円高圧力がかかることになる。

すなわち、デフレ下にあつてゼロ金利政策が続く中にあつては、『景気が悪いのに円高』ではなく、『景気が悪いから円高』になりやすい。

### リスク許容度拡大なら円安

もともと、米国の金融政策についても実質的なゼロ金利政策が長期化するとの見方は多い。こうしたなかで為替相場を変動させるもう一つの要因として、投資家のリスク許容度が考えられる。リスク許容度が改善して債券から株式などへ資金が流れれば海外金利がより大きく上昇して円安、逆に悪化して株式などから債券に資金が流れて金利が低下すれば円高という図式だ。

市場の景況感とはともかく、景気自体が短期的に大きくぶれることは少なく、金融政策も同様だ。日米で量的緩和政策が継続しているなかでは、ドル／円相場は投資家のリスク許容度の変化とともに、实体经济の大きな流れとは関係なく翻弄される傾向が続こう。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）