

米金融政策がドル／円相場を動かす

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

日米金利差がドル／円相場を動かす

為替相場を動かす変動要因にはさまざまなものが挙げられるが、その中の一つに実質短期金利差(短期金利からインフレ率を引いたものの日米の差)がある。ドル／円相場も、かつては日米間の通商摩擦などが材料視され、相場をみる際にも両国の経常収支などが重要視されてきた。

しかし、両国間の通商摩擦が下火になった2000年代に入ると、ドル／円相場は日米間の実質2年債利回り格差との連動性を強めるようになってきた。ドル／円相場と日米間の実質2年債利回り格差との間の関係を試算すると「0.1%の実質金利の変化が1円のドル／円相場の変化につながる」ものとなる。

2年物国債利回りといったような短期国債の利回りは、とくに中央銀行の金融政策の影響を受けやすい。したがって、今後も日米両国の金融政策は大きな影響を為替相場に及ぼそう。

日銀が金利に及ぼす影響力は限定的

日本経済は、消費税率引き上げ後低迷が続き、為替相場も年初来は円高に推移したこともあって、物価上昇率も鈍化傾向にある。このため、日銀の金融政策は緩和の拡大はあっても、縮小は考えられない。ただし、2年物国債利回りはすでにマイナスゾーンにあり、低下余地はそれほど大きくはない。

実質金利という概念ではインフレ率も金利水準に影響を及ぼす。この1年程度で日本のインフレ率は原油安や景気低迷で低下した。しかし、原油安による物価押し下げ圧力は一巡して今後は減衰していくことが見込まれること、政府の景気対策などによって景気の失速は免れると予想されることなどから、物価上昇率の鈍化余地は限定

的と見込まれる。

以上のことから、日本の実質金利は上昇余地も低下余地も大きくはないと考えられる。

利上げ余地が大きい米金融政策

米国では、製造業の在庫調整が年半ばには完了し、今後は景気が加速する局面に移行する。すでに完全雇用の状態にあることから、景気の再加速は賃金の上昇を通じてインフレ圧力の増大に繋がる可能性がある。

これに対し、足元の政策金利水準は未だに歴史的な低水準にある。需給ギャップから試算した適切な金利水準(テイラールールに基づくFF金利)は2%を超えている。両者の乖離は過去最大規模で、インフレ加速やバブルの発生を招くリスクがある。これまで、イエレン議長の下でFRBは、海外経済や市場の動きをも注意深く見極めながら、利上げに対しては慎重な姿勢をみせてきた。しかし、年明け後には中国など新興国の景気も底入れから持ち直しに転じるとみられ、今後は段階的な利上げへと舵を切ろう。これは、米国の2年債利回りの上昇余地が極めて大きいことを意味する。

過去においては、FRBは米国経済が減速するまで利上げを続けてきた。景気にブレーキがかかる水準まで金利が引き上げられることを前提とすれば、米国の政策金利は3.5~4.5%程度(インフレ率を2%とした場合)までは引き上げられよう。この場合、日本の実質金利が例え低下していなくても、日米の金利差は3.0~4.0%も拡大することになる。これを先の関係に当てはめると、30~40円の円安に相当する。

このように、今後のドル／円相場は米国の金融政策が主変動要因となって、大きく円安に振れるものと考えられる。