

G7後に集中する円安材料

～ドル円は122円の壁を突破するか～

発表日：2007年2月14日(水)

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

ドイツで開催された G7 で声明文に円安批判が盛り込まれなかったことによって、次の円安材料として日銀の決定会合に注目が集まる。仮に、日銀が 2 月の政策決定会合で追加利上げへの再チャレンジに失敗すれば、これまで天井の感があった 1ドル=122 円の水準を超えられるかどうかをトライすることになる。それ以外に、米国の利下げ観測の後退や、日本の生産回復のもたつき、といった要因も円安を後押しすることになる。

米財務省は人民元に圧力をかけるために円安容認

ドイツ・エッセンで行われていた G7 が 2 月 10 日に閉幕した。注目された共同声明文は、為替のパートが前回までとほぼ同様の文面が踏襲され、新たに日本の円安懸念が加わることはなかった(図表 1)。G7 を前に欧州首脳は、「円相場は日本経済の状況を反映すべきだ」(仏ブルトン財務相)とか、「円相場を含む為替問題が議論されるだろう」(独シュタインブリュック財務相)という牽制発言を繰り返した。

しかし、米国のポールソン財務長官が「円は基礎的な経済ファンダメンタルズに基づき、競争的市場で取引されている」と語り、米国が円安牽制に動かなかったことが大きな影響力を及ぼし、共同声明の現状維持につながったようだ。米国にすれば、円安批判に同調すると、人民元に絞った切り上げ圧力が鈍ってしまうことが気になったのだろう。「円安は市場原理に沿っているが、人民元は市場原理に沿っていない」という言い方には円と元を区別する意図を感じる。米政権にとっては、民主党から貿易赤字批判を受けたとき、矛先を人民元問題に絞る方針なのだろう。日本はこうした米国のスタンスの恩恵を間接的に受けたとみられる。

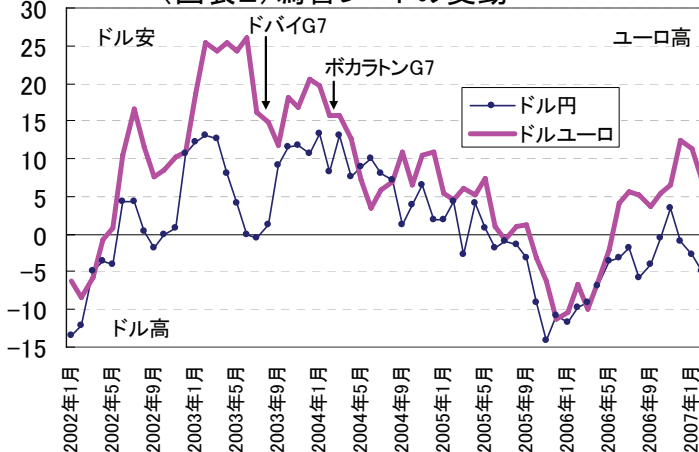
注：現在の声明文は、2003年9月のドバイ G7 以来の枠組みを踏襲している。「過度の為替変動」という指摘は、2004年2月のボカラトン G7 から挿入されたが、その当時はドルユーロがユーロ高に振れていた(図表 2)。現在も、ユーロ円は前年対比で 10%程度円が安くなっており、変動幅が目立ち始めている。

(図表1) G7の共同声明 為替へ言及したパート

我々は、為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきとの考え方を再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済成長にとって望ましくない。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力する。多額かつ増加する経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の実効為替レートが、必要な調整が進むように変動することが望ましい。

※アンダーラインは前回からの変化点。「中国の実効為替レートが」は前回までは「中国の実効為替レートの一層の柔軟性が」であった。

(図表2) 為替レートの変動



日銀の追加利上げの材料にはならず

日本政府にとって、エッセンの G7 は、ここまで進んできた為替円安が円高方向に引き戻されることに警戒感があったはずである。その一方、日銀には、2月20・21日の政策決定会合で追加利上げに動こうとするときに、欧州な

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。

どからの円安批判が利上げの追い風になるという思惑があったかもしれない。

G7 で日米財務省が円安容認で足並みを揃えたことは、かえって日銀の追加利上げには逆風になった。ポールソン財務長官は、日本経済について「構造改革を実施した結果、回復してきたが、まだデフレが残っている」と発言している。これは、間接的に追加利上げを牽制するものとなっている。

2月の金融政策決定会合では、2月15日の一次QEで個人消費を中心に伸び率が高まること利上げの有力な根拠になるという見方が根強い（QEの民間予測機関の予想は前期比0.9%＜年率3.8%＞）。福井総裁にしても、G7後の記者会見では「合議制本来の性格を良く理解して頂きたい」と語り、9名が独立投票すれば多数決で利上げに傾くかもしれないという思惑を生む発言をしている。

しかし、日銀の利上げに関して、これまで福井総裁が語ってきた「消費・物価に弱い指標が出ている」環境は払拭できていないのが実情だ。消費はQEで前期比大幅プラスではあるが、2006年7～9月が長雨で消費税率が引き上げられて以降で最大のマイナスになったことを勘案すると、反動増に過ぎない消費の伸びをあまり過大評価はできない。むしろ、肝心の所得環境は、毎月勤労統計の12月の現金給与で前年比▲0.6%に落ち込んでいる。物価面では、12月の消費者物価がコア指数で前年比0.1%と低く、さらに年初来の原油価格の下落によって、3月か4月にはマイナスに転化する可能性も否定できない。2月9日に行われた春審議委員の講演では、「先行きインフレリスクはそう大きく意識する必要はない」という見方が示されている。

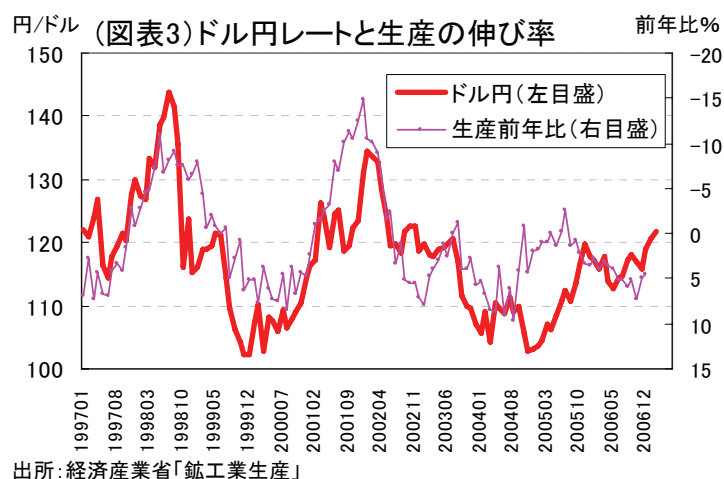
2月に利上げ予想が根強く残っていることはかえって、決定会合が現状維持になったときに織り込まれていないショックを為替に与えることになる。その意味で、2月の決定会合での利上げ延期は円安の加速要因になりそうである。

そのほかの円安要因

ほかにも、為替が円安に振れる材料はここに来て増えている。ECB理事会が3月に利上げを踏み切る可能性は強まり、さらに4%台まで利上げを進めるかどうか注目が集まっている。また、FRBの金融政策は利下げ期待が逆に薄れてきており、バーナンキ議長もインフレ懸念に軸足を置くアナウンスメントを続けるとみられる。そうすると、潜在的な欧米の政策金利差は、より拡大する方向にあると言える。

加えて、日本の生産動向が1～3月にかけてやや低調になることも円安要因に数えられるかもしれない。

鉱工業生産は、在庫前年比伸び率が徐々に高まってきており、生産・出荷のやや鈍化する動きをみせている。生産予測指数をみると、1月は前月比▲2.8%と約2年振りの大きな下方修正を予想している。1～3月はハイテク分野の在庫調整が佳境に入り、それが予測指数を押し下げている背景である。過去の生産動向は、2004年ごろまでドル円レートと相関していた（図表3）。生産動向は、電子部品デバイスが春先以降在庫調整圧力をこなしていくにつれて、持ち直すことが期待されるが、当面は弱い数字になるので、その点は円安要因になろう。



122円の壁を突破できるか

現在は、いくつもの円安材料が揃っている中、筆者は1ドル=122円を超えて円安が進むかどうか注目にしている。過去の相場の推移をみると、2003年6月と2002年11月に120円を超える円安になっているが、今次景気拡大局面では、ここ数年、金融不安が強かった時期を除けば、122円になった経験はない（図表4）。従って、122円が最安

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。

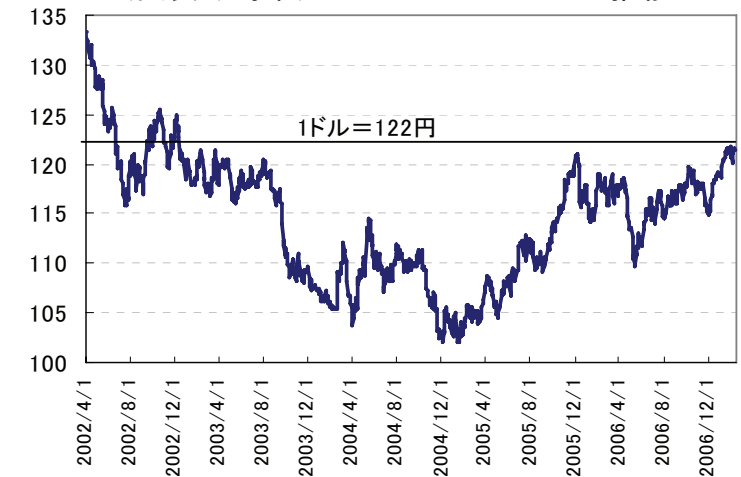
値の限度として心理的抵抗線になっているかたちである。

しかし、筆者は、だからと言って122円を抜いて円安が進まないとは明言できない。仮に、日銀が2月の利上げに失敗すれば、それは単月の利上げ先送りではなく、参院選挙を経た後の8月まで半年近くまで先送りされるとみられるからだ。仮に、期待が「あと半年間利上げがありそうにない」という風に傾けば、3~6か月のタームで短期資金を調達し、それを原資にキャリートレードしようという動きは一気に加速する。今は、122円が壁のようにみえても、複数の円安材料が重なっていくと、その壁は叩かれながら次第に破れていくだろう。その場合、122円を超えると125~126円までは心理的抵抗線がないので、摩擦がなく円安が進むという見方もある。

正反対に、追加利上げがあったとすればどうなるか。筆者は、それに反応した円高も限定的であり、2006年度内は120円近辺のドル円レートで推移すると予想する。なぜならば、+0.25%の短期金利の引き上げでは、日本と欧米の短期金利差は解消されず、間を置いてキャリートレードが復活すると考えられるからだ。

為替が円高方向に振れるとすれば、それは2007年夏以降であろう。日銀が2月に利上げができなくて、その後8月の利上げをしようとするとき、景気情勢はもっと強くなっているであろう。春先にハイテク分野の循環が底入れし、その後夏場に内需に改善が波及してくるタイミングであり、7月に参議院選挙が終わる。そうすると、日銀は今よりは相当に無理なく利上げができるようになるだろう。2月に利上げがあっても、なくても120円前後よりは円安基調が夏場まで続く公算である。

(図表4) 時系列にみたドル円レートの推移



投機的マネーへの牽制

最後に、エッセンのG7では、ヘッジファンドの動きに警戒するという言及があったことを指摘しておきたい。

G7では、共同声明の為替のパートに注目が集まりやすいが、エッセンのG7ではヘッジファンドの動向に注視することを言及している新味もある(ヘッジファンドへの言及は1999年2月以来)。背景には、円キャリートレードの活発化もあるが、国際金融市場で2006年9月にヘッジファンドのアマランスが60億ドルの損失を出して清算された事件の影響もある。アマランスの破綻のときは、損失規模が1998年のLTCMの45億ドルを凌駕するものだったのに、ダメージ・コントロールは上手にできたが、この事件は、各国通貨当局に「投機の失敗に起因する巨大損失は金融市場を揺るがしかねない」という警戒感を改めて意識させるには十分だった。

G7でヘッジファンドの動向に関心が集まったことは、円キャリートレードの拡大を通じた円安進行と、表裏一体の関係とも言える。これまでのヘッジファンド規制の議論では、ファンドの情報開示や、こうした先の融資先のリスク管理の強化などが挙げられてきた。この種の規制に関しては、米英が消極的な反面、独仏は前向きである。日本は、尾身財務大臣が「自由経済なので、ヘッジファンドがどこにいくら投資したかということまで調べるのは基本的な投資行動の根幹にかかわる」と消極姿勢をとっている。そうした日米英の論調を受けて、G7では規制への合意というかたちにはならなかった。しかし、今後、日銀が追加利上げを断念し、円キャリートレードが活発化するようなことがあれば、かえって投機的取引を助長し、それが投機的マネーの規制論に傾いていく可能性はあるだろう。

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。見通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。