

## 円安誘導はどこまで進むか

～次なる目途は1ドル120円か～

発表日：2014年11月4日（月）

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

円安・株高が日銀の追加緩和によって進んでいる。日銀の追加緩和は、FRBのテーパリング完了に応じるように行ったタイミングの良さが効果的だったのだろう。日銀は、円安だけで消費者物価を押し上げていくつもりではないだろうが、ある程度は円安になることを前提に、消費者物価2%の達成を狙っていると考えられる。当面は、1ドル120円が目途となり、期限である2015年度内にはさらなる円安を望んでいると考えられる。

### 緩和のバトンはFRBから日銀へ

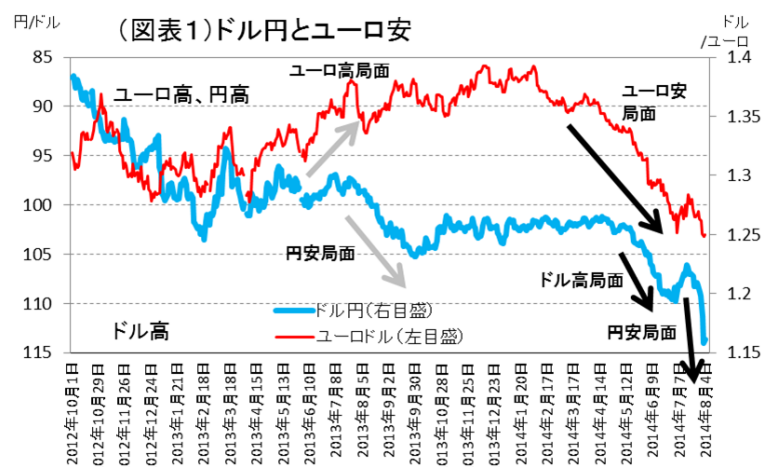
日銀が10月31日に追加緩和に打って出たことは、為替レートの円安を促すところに力点がある。ちょうど、FRBが10月29日にQE3の終了を発表した直後だっただけに、日銀発の緩和マネーが市場に資金を供給し続けるとしたメッセージは、世界的金融緩和の継続を改めて印象付けた。

思い出してほしいのは2013年5月に当時のバーナンキFRB議長がテーパリングを開始する意図を伝えて、世界中の株価が下がった経験である。新興国通貨は下落して、過剰流動性の時代の終わりを予感させた。今回、FRBが量的緩和のペースを止めることを決定したことは、仮に日銀が追加緩和をしなければ、世界的な過剰流動性拡大に打ち止め感を与えたことだろう。

日銀が過剰流動性を増やすことは、投機マネーの資金調達先をドルから円へとシフトさせるだろうと想像させる。それが、今後予想されるドル高・円安の期待形成効果である。ドル要因について述べておくと、このところドル高が進み、その裏返しで各国通貨は全面安の展開が少し前まで続いていた(図表2)。日銀の追加緩和は、そのドル高の流れを後押ししつつ、円をはじめとする各国通貨にさらなる下落圧力を促すことになっている。折りしも、もうひとつの中央銀行であるECBは、11月6日に理事会を控えている。ユーロドルは、ECBの緩和拡大を催促するようにユーロ下落に動いている。

### 消費者物価2%を本当に実現するつもりか!

今回、日銀が追加緩和を実施した理由は、政治的には12月の消費税増税の判断を後押しすることが目的だろう。



出所：日経QUICK



出所：FRB

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。

もうひとつ、消費者物価の1%割れを回避する目的も重要だ。すなわち、為替レートが今以上に円安にならないければ、物価上昇圧力は減衰し、2014年10・11月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比伸び率は1.0%を割り込んでしまうところだった。黒田総裁は、7月の記者会見で消費者物価1%を割り込まないという見立てを披露し、それが今回の緩和の伏線になった。

実際の消費者物価の季節調整値でみた指数の推移も、7月までは一貫して上昇していたのが、8・9月と下落を続けることになった（図表3）。

黒田総裁の量的・質的金融緩和には、その影響力を行使する手段として、期待形成の作用を持つ。従来から、見通しの達成に「必要があれば躊躇なく（金融緩和の）調整を行う」と繰り返してきた。今回は、物価見通しの達成を2015年度内に実行できるかどうかという展望において、リスクが高まってきたために、1%割れさせないための調整を行ったかたちだ。

金融政策の主要な武器が、この為替への影響力に移っていることは明らかだ。今回は、FRBがドル高方向、日銀が円安方向への金融政策を目指すという強いメッセージを与えた。しかも、日銀はこれからも物価上昇率2%を目指して、円安圧力を働かせる追加緩和をもっと積極的に発動してくるかもしれないという疑心暗鬼を市場に振りまいている。

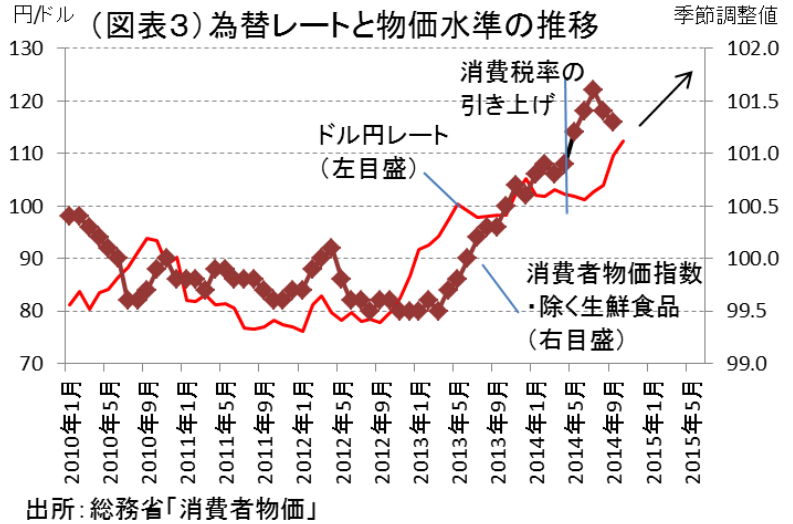
もちろん、日銀がこれからずっと円安だけに依存して、消費者物価の2%上昇を推し進める訳ではないだろう。円安によって助走をつけて、いずれは円安→企業収益の拡大→賃金上昇→消費増加→物価上昇、という自律的拡大のメカニズムだけで物価上昇を目指す方式にスイッチするのだろう。逆に、自律的拡大のメカニズムに火が点かないうちは、何度も追加緩和で焚き付けるという考えなのだろう。

### 円安の目途はどこか

思考実験として、2015年度内の早い時期、ちょうど1年後に消費者物価2%を達成するには、どのくらいの円安誘導が必要なのかを考えてみた。機械的に計算して2015年11月に消費者物価2%を達成するには為替レート的前提は1ドル127円程度になる。これは、為替レートが年間15%ペースで減価していくと、1年後には1%程度の上昇が見込まれるという計算だ。

ただし、これは現実的な目標として、日銀が追求している為替レートではないだろう。日銀は、こうした円安圧力だけではなく、景気拡大を通じて需給改善が進んで、物価上昇圧力を生じさせるルートも見込んでいる。それが、実質GDPが1%増加すると、GDPギャップが縮小（インフレギャップが拡大）し、+0.36%ほど消費者物価を押し上げる作用である（筆者の推計）。

日銀の展望レポートをみると、そこで掲示された実質GDPの数字には、消費税の駆け込みと反動減が含まれている（図表4）。それを控除すると、2014年度の実質GDPは1.4%（増税要因▲0.9%ポイント）、2015年度は



（図表4）2014年10月の展望レポート

	前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税要因)	消費税要因を含む
2013年度	+2.3	+0.8	
2014年度	+0.2~+0.7 (+0.5)	+1.1~+1.4 (+1.2)	+3.1~+3.4 (+3.2)
2015年度	+1.2~+1.5 (+1.5)	+1.1~+1.9 (+1.7)	+1.8~+2.6 (+2.4)
2016年度	+1.0~+1.5 (+1.3)	+1.2~+2.3 (+2.1)	+1.9~+3.0 (+2.8)

出所：日本銀行

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。

1.3% (増税要因+0.2%ポイント)、2016年度は1.3% (増税要因ゼロ)になる。2014~16年度の成長率は、おおむね1.3%が想定されている。ここで潜在成長率が0.5%だと仮定して、インフレ・ギャップは+0.8% (=1.3%×0.36%)になる。これは、0.3%程度の消費者物価の上昇率に相当する。そうすると、日銀は、その0.3%に加えて、円安効果と期待インフレ率上昇の効果を加えて、合わせ技で2%の物価上昇を狙っていることになる。

## 当面の見通し

今後のドル円レートは、ひとまず2014年末1ドル120円を目指して円安が進むことになるだろう。日銀にすれば、当初の段階で円安が一気に進むことで政策効果の発揮を感じるだろう。具体的には、製造業の輸出増や差益が意識されて、冬のボーナス増を側面支援することにもなる。

その後、2015年央辺りになると、今度は米国での利上げの時期の予想が焦点になり、ドル高が進んでいくだろう。米金利上昇の予想が強まると、日米金利差が開いて、円安・ドル高へと為替相場が動かされることになる。

2013年4月の緩和の前後を振り返って、追加緩和(あるいは緩和予想)だけで円安が進むのはせいぜい半年程度なので、2015年前半のどこかで円安ペースは鈍化していくのではないかと考えられる。筆者は、FRBの利上げは2015年7~9月だと予想するので、その直前くらいには円安の流れは一服するとみる。日本では、2015年春の春闘交渉で、ベースアップ率がさらに高まって、次第に消費拡大による自律的拡大が進んでいく局面になるだろう。2015年7~9月には次の消費税の駆け込みが起こって、経済成長率が高まる。

次の追加緩和を敢えて見通すのならば、2015年10~12月になるのではないかと。政府・日銀は2014年4月の消費税増税で、その反動減を強く警戒することになったと考えられる。そこで、次の増税の反動減に対しては、現在よりも手厚い景気対策を用意するだろう。2016年7月には参議院選挙が予定されていて、場合によっては衆議院選挙もそこに重なる可能性がある。だから、日銀は次の消費税増税後に追加緩和を打つだろう。現時点で、日銀がどんな策を打ってくるかは不明だが、もう一度、知恵を振り絞って効果を演出できる追加緩和を実行することになるだろう。