

テーマ：2010年の市場見通し ～為替～

発表日：2009年12月24日（木）

～円安ドル高は2010年春までにピークアウト、再びドルの低下余地を探る展開へ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

暗黙の通貨安志向続くなか、日本の通貨政策が浮き彫りに

2010年の各種マーケットのなかで、もっとも劇的に変化するリスクがあるのが為替相場だろう。2009年後半は、世界的に景気が回復基調に転じ始めるのと同時に、主要国を中心に内需の“力弱さ”も露呈したと言える。相対的に中国などの新興国の内需は盛り上がりを見せてはいるが、主要国向けの輸出が不振ななかで、内需拡大のための景気刺激策が支えている側面は大きい。一方で、超低金利政策が続くなかで、将来的なインフレ加速リスクなどが指摘されてはいるものの、主要国などでは大幅なマイナスの需給ギャップが存在していることもあり、足元では“インフレ圧力が増している”のではなく、“デフレ圧力が軽減している”のが正直なところだ。

このように、内需に景気牽引の期待を持たず、デフレ圧力が存在している状況下で採るべき通貨政策は“通貨安”政策ということになる。無論、いたずらに自国通貨安を志向すれば、通商面で大きな軋轢を海外との間に生じさせたり、リスクマネーが収縮する過程では資金の海外流出を招く恐れもある。特に、対外債務が大きい国や、過去においてしばしば高インフレを起こした国などでは、通貨安政策はおいそれとは採れない。しかし、主要国を中心に足元で目立ちすぎない格好で、自国通貨の下落を容認しているのが実情だ。

米国では、11月24日に発表されたFOMC議事録（11/3～4会合分）において『メンバーは最近のドル安について、秩序だった動きであると判断』との件があり、市場はFRBがドル安を容認したと受け止めた。同時に議事録では『ドル下落が加速、もしくはインフレに大幅な上昇圧力がみられる場合には、注視が必要になるだろう』と、行き過ぎたドル安や、インフレを招くようなドル安は容認しないとクギを刺している。ただし、クギを刺した部分は中央銀行として当然のことであり、やはり重視すべきは中央銀行が自国通貨安を容認しているという“現実”である。ドルが他通貨に対して一方的に上昇していたような局面ではないため、通貨水準をより適切な水準へ調節することが目的ではなく、筆者が述べたような現状のファンダメンタルズで望まれる通貨の方向性が“ドル安”にあるという見解をFRBが保有している証左である。

欧州では、スイスとイギリスが明確に自国通貨安を志向している。スイスは、デフレ回避のために3月からスイスフラン売り介入を複数回にわたって行っている。イギリスは介入こそ行っていないものの、金融市場の混乱が沈静化して、下落基調が続いていたポンドがある程度反発して以降は、中銀総裁や政府からたびたび“景気にとってはポンド安が望ましい”旨の発言を繰り返すなど、いわゆる“口先介入”を行うようになった。ユーロ圏では、ECBが伝統的に“インフレ・ファイター”的な側面が強いこともあり、通貨政策についてもユーロ安を牽制することはあっても、ユーロ高を牽制することはめったにない。しかし、今年に入ってから加盟国の政府からユーロ高を牽制する発言が目立つだけでなく、ECBとしても対ドルでの上昇について“行き過ぎ”との見解を示している。ユーロの水準そのものについてや方向性への言及はないものの、対ドルでのユーロ高牽制となれば、クロスレートでのユーロ高牽制に繋がることは明白であり、事実上は（ある程度の）ユーロ安を促していると言える。

中国では、2008年7月まではドルに対して緩やかな上昇を容認してきたものの、それ以降は対ドルでの上昇は止まり、足元まで極めて狭いレンジでの横ばい圏での推移を保っている。中国が相対的に極めて高い成長を示現し、巨額の貿易黒字を保っていることから、人民元高を求める声は強い。しかし、ここ1年半ほどは通貨高を拒否することで、輸出にとっての“逆風”を避けるという戦略を採っている。

翻って日本では、新政権発足以降、通貨安政策を明確に否定し続けている。一時期は、これが“通貨高容認”と市場に受け止められたことにより円高が急伸する局面があり、財務相がこれを明確に否定する一幕もみ

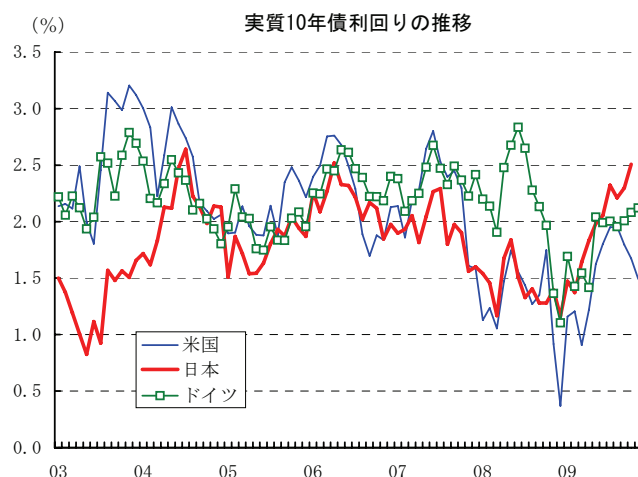
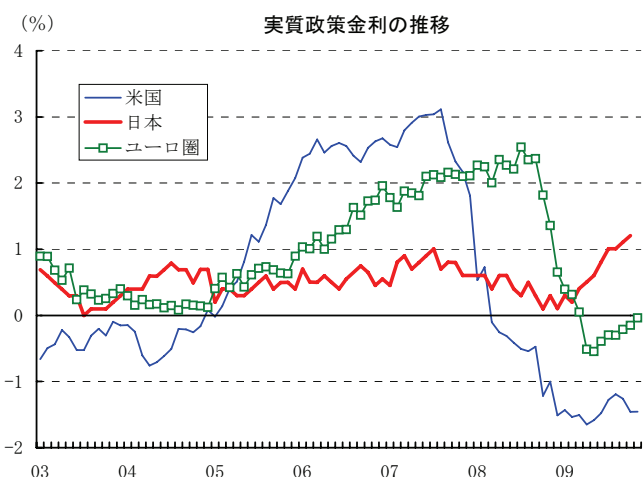
られた。しかし、新政権の過去における為替に対するスタンスや、内需主導による景気拡大を強く志向していることなどと併せて、市場には短期的な相場の急変動や行き過ぎた円高を牽制することはあっても、通貨安政策に舵を切る可能性は小さいとの見方が浸透しつつある。

このように、主立った国の通貨政策スタンスがいずれも自国通貨安へと向かっていることがより明確になってくるなかで、日本が通貨安政策を志向しないとのスタンスは浮き彫りとなっている。こうした政策面での相違は、景気が回復基調にある場合はあまり目立たないが、回復力が途切れてくれば、利上げ観測が遠のいたり、ますます通貨安志向に拍車がかかるとの思惑などを生み、円が上昇しやすくなると考えられる。

2010年は名目金利差縮小、実質金利差の逆転も続く

為替相場の最も基本的な変動要因となる金利差については、日米欧の政策金利でみた場合、ユーロ圏が1.00%と最も高く、米国は0.00~0.25%、日本は0.10%と日米はあまり差がない。この状況が続くのであればユーロが相対的に最も強く、日米は政策金利水準がほぼゼロということで、最も弱い通貨になる環境にある。

一方、金利からインフレ率を差し引いた実質金利でみると、各国の金利差は様相が異なってくる。実質政策金利¹でみると、米国が▲1.7~▲1.45%（CPI：+1.7%）、ユーロ圏が0.00%（CPI：+1.0%）となっているのに対して、日本は+1.2%（CPI▲1.1%）と圧倒的に高い。同様に実質10年債利回り²でも、米国が+1.8%、ユーロ圏が+2.1%（ドイツ10年債の場合）なのに対し、名目ベースでは圧倒的に低い日本は+2.3%と、最も高い水準となる。



名目金利が為替相場の変動主因となるか、実質金利が変動主因となるかは、その局面によって変わってくると考えられる。すなわち、インフレ率の格差が大きく変わらないような局面では名目金利が変動主因となり、逆に名目ベースの政策金利格差が大きく変わらないような局面や、金融政策がインフレに対して有効に機能していないような局面³では実質金利が変動主因となると考えられる。

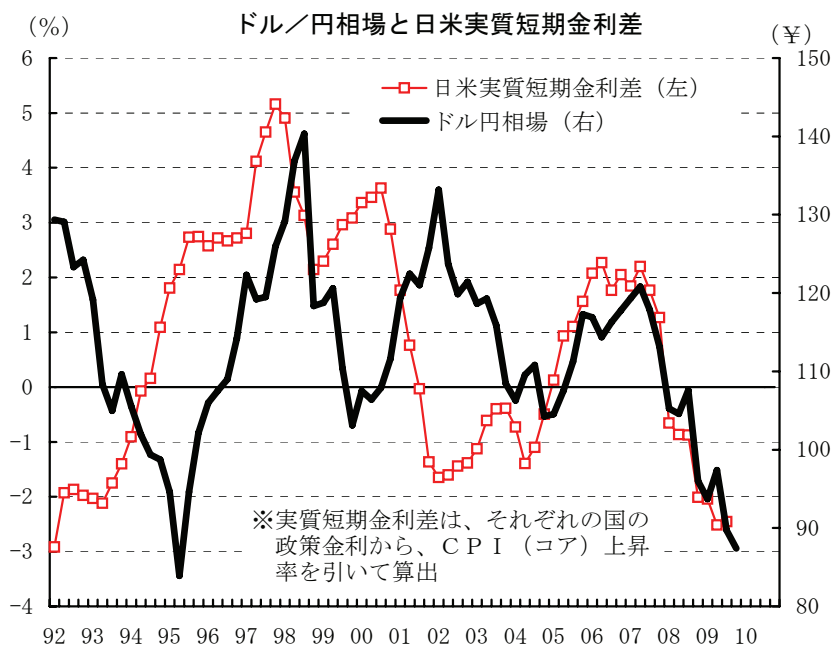
実際のマーケットは先行きを予想しながら推移する。例えば、足元で日米間の名目金利差は大きく変わらないが、米国景気が自律的回復へと近づいているとの期待が高まっている。このような局面では、日本よりも米国の方が早く利上げを行うとの期待が高まり、円安ドル高になりやすい。逆に、11月下旬に進展した円高局面では、米国がドル安を志向しているとの思惑がドルの先安感と同時に米国の期待インフレ率を押し上げ、ドルの実質金利には低下圧力がかかった。一方、日本ではデフレ宣言を行ったものの、その解消のための施策が採られなかったために、デフレが加速するとの期待が生まれ、期待インフレ率が低下した。これにより、日本の

¹ 足元のインフレ率（CPIコア：コアは食品とエネルギーを除くベース）で実質化。

² それぞれ12月18日時点の10年債利回りを基に算出。

³ 例えば、利上げが遅れてインフレが加速してしまうような事態（ビハインド・ザ・カーブ）。デフレから脱する有効な金融政策が見つからない日本もこれに類すると考えられる。

実質金利は押し上げられる格好となり、結果として日米間の実質金利差は拡大、円高ドル安が急進したと解釈することができる。2010年の世界経済は春頃をピークに循環的な減速圧力が生じる一方、自律回復へのバトンパスは進まない公算が大きい。この結果、年後半は徐々に減速感が強まると見込まれる。こうしたなか、各国の政策金利については、足元で利上げを行っている一部の国を除き、利上げの機会を失い、足元の低金利政策を続けざるを得ないと判断される⁴。また、各国の名目金利は長期ゾーンを中心に低下傾向を辿ると見込まれる。日本からの金利差で見れば、政策金利など短期ゾーンでは大きくは変わらないものの、長期ゾーンでは4～6月頃頃から徐々に縮小傾向を辿るものと見込まれる。一方、実質ベースで見れば日本の実質金利高がより鮮明化することになる。



春以降は再び円高圧力増大で、場合によっては新高値更新も

2010年の為替相場を展望すると、年明けから春先にかけては循環的な回復傾向が続くこともあり、また先行き自律的な回復の展望ははっきりとしないながらも、世界的に既存景気対策の効果がある程度は残存することなどから、為替相場は高金利通貨が上昇しやすく、低金利政策を維持している主要国間では内需持ち直しに対する期待が高まるドルの増価余地が拡大しやすと考えられる。その後は、景気の推進力が失われることから巻き戻しの動きが示現、特に低金利政策を最後まで続けると見込まれて減価圧力が高まっていた円の反転上昇が見込まれる。秋以降は追加景気対策の効果がないと景気の減速圧力は一段と増す公算が大きく、高金利通貨を売って円やドルなどの低金利通貨を買う動きが強まろう。特に、利上げ期待などが完全に剥落した後は、各国の通貨政策に焦点が当たる可能性があり、ドルと円とでは円高圧力が勝るものと予想される。この過程で、短期対外債務などの割合が多い国などから資金退避の動きが強まる恐れがあり、一部の国の通貨には急激な減価圧力がかかる恐れもある。

具体的には、1～3月期には1ドル=92～93円程度まで円安が進む余地があるものの、その後は景気の推進力が失われるに連れ米国などの金利先高感が喪失、為替相場は日本と海外との金利差縮小期待とともに徐々に円高方向へとシフトし、夏場以降は1ドル=85円を割り込む可能性がある。今年11月下旬の円高急伸時には、1ドル=84.80円まで円高が進んだ後切り返したが、95年の“超円高”時に1ドル=84円台半ばを割り込むと、一気に1ドル=80円割れまで進んだ経緯から考えれば、今後も1ドル=84円台半ばを割り込むと似たような展開になる恐れがある。この局面では、当局による円売り介入が実施される可能性があるが、相場の流れ次第では1ドル=79.75円の過去最高値を超える可能性も否定はできない。

一方、ユーロ/ドル相場はここへきて調整傾向が続いている。ギリシャ問題などをきっかけに、欧州域内の新興国に対するリスクを警戒する動きがユーロ安要因となっていることに加え、米国景気の持ち直し期待がドル高要因となっているためだ。こうした形でのドル高ユーロ安は2010年入り後も続くと思込まれる。春以降は世界景気の循環的な回復力が喪失するにつれ、リスク性資産からの資金流出がドル高要因になる一方、欧州には周辺国の債務問題などに対する懸念が一段と高まると考えられることから、ユーロ安圧力も強まろう。年後半には世界的な景気再失速の懸念が高まると予想されるが、その段階になると日米に比べて利下げ余地のある

⁴ 景気や金利についての筆者見通し詳細はMarket Watching「2010年の市場見通し ～金利～」(09/12/21)などを御参照。

ユーロには更に減価圧力がかかると見込まれる。具体的には、ユーロ／ドル相場は基本的には年を通してユーロ安基調が続き、2010年末には1ユーロ＝1.2ドル前後までの下落が予想される。

円高回避に必要な介入にも種類がある

なお、円相場に関しては、介入が実施されるような局面となれば円高にも歯止めがかかると期待されるが、万一介入が日本の当局による単独介入にとどまるようだと、円高圧力は熾り続ける可能性がある。景気が再び減速するような事態となれば、各国とも財政面からの追加の景気浮揚策を打たざるを得なくなるが、同時に財政出動余地も厳しい。このため、これまで述べてきたように欧米などでは自国通貨安によって景気の浮揚効果を狙っているが、そうした傾向は更に強まる可能性が大きい。仮に、為替市場が“ドル安”という形で混乱するのであればともかく、“円独歩高”ということであれば、欧米にとって痛みは少なく、協調介入に応じる必要性はあまり無い。加えて、日米関係が懸念されているが、今後悪化するような事態となれば、さまざまな面で軋轢が生じるリスクがある。2010年秋には米国で中間選挙が実施されるが、高失業状態が解消しないなかで、日米関係の悪化を通商問題と絡める動きが出ないとも言い切れない。そのような状況下では、円売り介入に協調することは政治的に難しくなってこよう。

このように、2010年の為替相場は、世界経済が再び減速過程にはいるなかで、円の独歩高となるリスクが大きいと考えられる。これを回避するためには、政府が為替相場に対して明確な方向性を示し、実質金利の上昇要因となるデフレを解消するための具体的な方策を実行に移したうえで、対米関係などの改善を図ることが必要となろう。

ドル／円相場の推移（月足）

