www.gaitamesk.com 2009年10月26日（第12号）

日米の金融・財政政策とドル/円相場

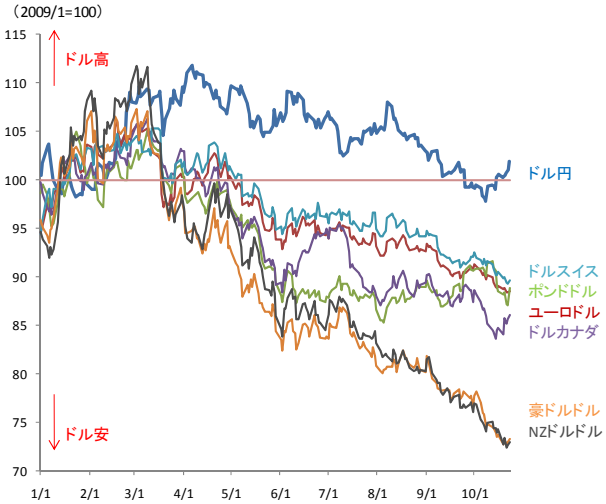
ドル/円市場と他通貨市場の「ドル安格差」

紅葉の季節を迎え、ドル/円相場は1ドル＝90円前後で一進一退を繰り返している。9月下旬以降のドル/円相場は、1ドル＝88円の壁を明確に突破する迫力には欠ける一方で、92円台では上値も重たく、上下4円50銭程度の値幅の中で明確な方向感を喪失した「神経戦」を展開している。

一方、欧州通貨や資源国通貨市場に目を転じると、昨年の金融危機下で強まった「有事のドル需要」が一巡した今春を境に、程度の差こそあれドル安が進んでいる。今秋以降はそれが加速した感もあり、年初の1月平均と比べたドルの下落率は、対ユーロで10%以上、対カナダドルで15%程度、対豪ドルでは25%以上に達している。ドル円だけが年末年始に記録した87円10銭界隈の水準を未だに突破できずにいるのが特徴的だ。

結果的に今年の為替市場においては、世界的には米ドル安が進む中、ドル/円相場はいわゆる「往って来い」のような状態になっており、クロス円相場ではかなりの円安が進んでいる。日本円とその他通貨の間にみられる「ドル安格差」が原因だが、一体何故そうなっているのだろうか。2つの可能性を指摘しておきたい。

2009年初来の米ドル相場の推移



(注)2009年1月の平均値を100として指数化。
(出所)ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

「財政規律の弛緩懸念」と「金融緩和の長期化観測」

第1に、「米ドル安圧力の発生源」と言われている米国の財政/金融政策の組合わせは、現在の日本でもほぼ同様のものが採用されている。まず米国側の状況をみると、2009年度の財政赤字は1兆4171億ドル、名目GDP比で約10%と、戦後最大規模に膨張している。最近のドル安の一因として「米国の財政規律の弛緩」を指摘する向きは多い。また、米国の金融政策についても、失業率が9.8%と10%目前まで上昇し、消費者物価上昇率が前年比▲1.3%のマイナス圏に落ち込む中で、「政策金利ゼロ%近傍」という異常事態が長期化するとの見方が市場に蔓延している。米国が財政赤字の削減、超金融緩和状態の修正という「出口戦略」に着手してドルの過剰流動性を回収し始めない限り、ドル安圧力は容易には制御できないという意見が根強い。

しかし、日米を冷静に比較した場合、現在の日本の状況も米国と大同小異だ。まず財政状況をみると、景気悪化で税収が40兆円前後まで落込む可能性が指摘される中、今年度の新規国債発行額は50兆円台と、戦後最大規模に膨らむと言われている。日本の名目GDPは現在500兆円を下回ってきているので、財政赤字のGDP比は10%強で米国とほぼ同水準だ。

日銀の金融政策を取り巻く環境をみても、失業率は5%台後半と米国より低いが、日本にとっては「過去最悪の水準」だし、消費者物価の落ち込み幅は▲2.4%と米国よりも大きい。このため、「ゼロ%近傍の超低金利状態の継続」という点では、米国よりもむしろ日本の方が長期化する可能性が高い。「財政赤字の膨張」と「超

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

金融緩和状態の長期化」が通貨価値の毀損要因になるならば、現在の米国と日本はほぼ同じような条件下にあると言えるだろう。

日本円独自の買い上げ材料の不足

第2に、現在の為替市場でドル弱気論が強いのは事実だが、日本円には他通貨に備わっているような「独自の買い材料」が不足している。例えば、「ユーロ」の場合、その真贋はともかく「米ドルを補完ないし代替する将来の基軸通貨」になるという期待があるし、金利水準も米ドルよりは高めだ。豪ドルならば、「先進国最高の金利水準と追加利上げ期待」、「資源価格の上昇期待」などが最近では強力な追い風になっている。

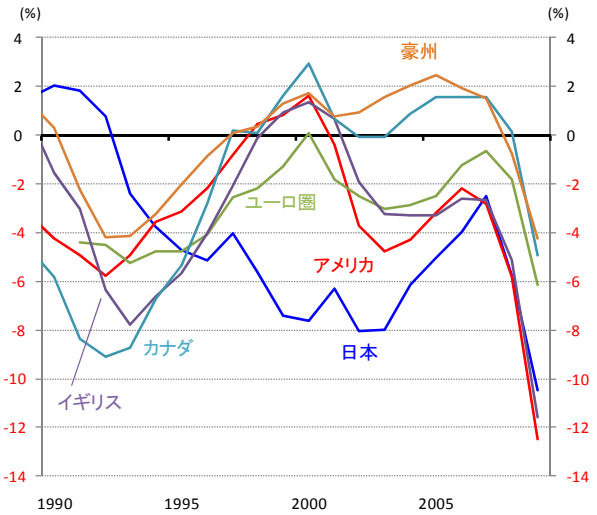
既往のドル安の結果、主要通貨の対ドル相場は、いずれも歴史的高値との間の「距離感」を縮めてきている。「高値掴み」は誰しも避けたいため、当該通貨が値上がりすればするほど、ドルを売って買い上がるのにも相応の「勇気」が必要になる。特に日本円は、「金利で儲かる通貨」ではないため、市場参加者の大半に「1ドル＝90円未満の水準からでも更に円高が進む」と思わせるような材料がないと買い続けるのは難しい。「日本は貿易黒字だから対外投資が止まると円高になる」、「税制改正の影響で今年度は日本企業の海外利益が5兆円程度里帰りしてくる」などの意見もあるが、最近は本邦の円建て貿易黒字とドル建て貿易赤字がほぼ拮抗している上、投資信託等を経由した個人の対外証券投資が年率換算5兆円程度の資金流出を維持しており、需給が極端な円高に傾いているようにも思えない。「ドルが弱そうだ」というだけの理由では、今の水準から更なる円高を追求するのは難しいのかもしれない。

もちろん、同じことはドルにも言える。現在ドルも「金利で買える通貨」ではないし、「値段が安い」という消極的な理由以外に、このタイミングで積極的にドルを買い上げていく口実を見つけるのも困難だ。現状打破に必要な何らかの「きっかけ」がない限り、ドル円相場が明確な方向感を示すのは難しく、当面は1ドル＝90円前後で「どっちつかず」の神経戦が続くのではないか。

金融緩和の出口戦略に対する期待の変化が鍵

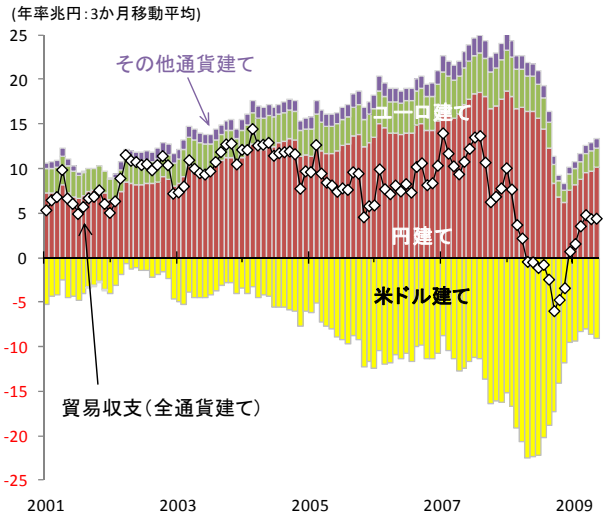
ただし、当たり前だが、為替相場でこのような優柔不断な状態が半永久的に続くことはない。ドル/円相場もいずれ必ず明確な方向感を示すはずだ。問題はその

主要国の財政収支（対名目GDP比）



(注)暦年値。2009年はIMFの予測
(出所)World Economic Outlook Database, October 2009

本邦の決済通貨別貿易収支



(注)2009年下期は上期の通貨比率で算出
(出所)財務省統計より外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

契機だが、恐らく最も重要な役割を果たすのは、日米の「金融緩和の出口」に関する思惑の変化だろう。

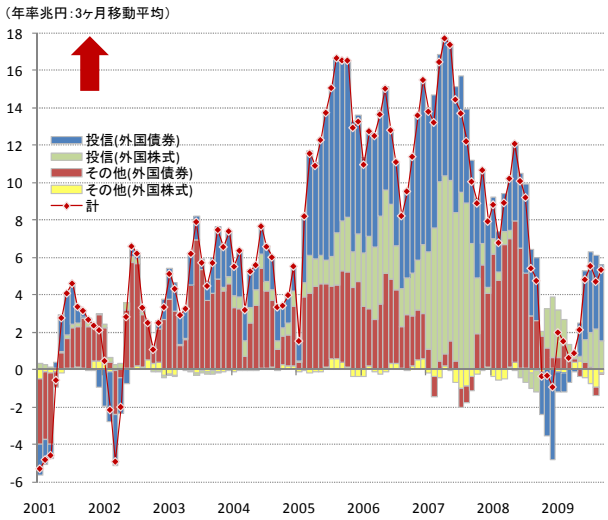
一般に、金融政策と財政政策を比較した場合、財政政策は機動力の面で金融政策に劣後する。特に現在は、①日米ともに政権交代直後に失業率が戦後最悪水準に上昇している、②来年は日本で夏場に参院選挙、米国で11月に中間選挙が控えている、という状況にあるため、大規模な歳出カットや増税などの構造的出口政策の策定は政治的に難しそうだ。本格的な財政再建策の始動は、景気回復による循環的な税収増という「援軍」が来るまで難しいのではないか。

一方、中央銀行の独立性が担保されている限り、金融緩和の出口戦略については経済情勢の変化に合わせた機動的な「動き出し」が期待できる。今月上旬に先進国で一番先に利上げに踏み切った豪ドル相場の騰勢をみるにつけ、「異例の金融緩和状態からの脱却」をテーマにした通貨価値争いの現場では「先手必勝」の雰囲気が濃厚だ。

日米の場合、実際の利上げはかなり先になりそうだが、今後のドル/円相場の展開を読む上では、金融引き締めへの「期待形成」も含め、「先手必勝」というシンプルな論理構成で臨むのが良いのではないか。実際、日米の景気や金融政策への期待を織り込んで動く両国の2年国債の利回り格差とドル円相場の連動性は金融危機前後を通じて非常に高い。今後、米国で先に利上げ期待が強まった場合は、「米日金利差拡大」とともに1ドル＝95円超えを目指すドル高コース、日本の利上げ観測が先手をとった場合は「金利差縮小」で1ドル＝85円割れを目指す円高コースが想定される。

個人的にどちらかを選ぶなら、恐らく前者の確率が高いと思っている。ただし、非常に悩ましいのは、その時期の予測が至難であることだ。向こう12カ月以上の時間軸で臨む長期投資ならば、90円割れのドルなら買っておいてもいい水準に思えるが、短期売買で利鞘を取りに行く場合は、日々変化する両国の景況感等に目配りしながら、細かい逆張りを丁寧に繰り返すしかなさそうだ。当面のドル/円相場は、中途半端な付き合いを許してくれない展開が続くと考えられる。

投資信託、その他経由の対外証券投資



(注)"その他"は銀行(銀行勘定及び信託勘定)、生保、損保、投信を除く。2005年以降"その他"から金融商品取引業者が分離したが、証券会社を"その他"に足し戻し算出
2001年～2004年、2009年9月は財務省資料指定報告機関ベース
2009年7月及び8月は国際収支統計速報値
(出所)日銀及び財務省資料より外為どっとコム総研作成

米日2年国債利回り格差とドル円相場

(出所)ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。
Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com