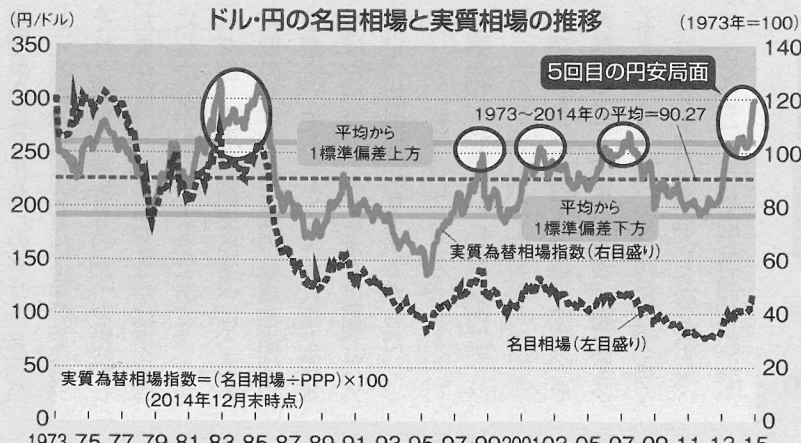


③。具体的には海外投資家を中心に

機に生じた円安は、政策変更による
デフレ継続予想からインフレ予想へ
の期待の転換で生じたものだ(要因



(注)PPPは1973年を起点とした企業物価指数(米国は生産者物価指数)ベースによるもの。実質相場指数の平均値を中心に指数の変動の3分の2が収まるレンジを「1標準偏差上方・下方」として示した
(出所)日銀、米国労働省のデータに基づき筆者作成(筆者ホームページで公開)

第一は、日銀が掲げる消費者物価指数で2%程度(消費増税の影響を除いたベース)の目標が最終的に達成できず、再びデフレに戻る場合だ。この場合には、日本の期待インフレ率が低下し、円高方向への揺り戻しが最終的に起こるはずだ。

ただし、円安と景気の回復を背景に、海外投資家が日本株買いと円売りをセットにした投資持ち高を維持しているうちは、大幅な円高にはならないだろう。その意味では、日本の景況が再び悪化し、日本株が下落に転じる局面が円高への転換点になる。

第二は、日本のインフレが目標をはるかに超えて高進してしまう場合だ。この場合は、国債価格の暴落(利回り急騰)が起こり、最悪のケースでは円資産からの資本逃避によって円相場は

高い。

そのため、円金利は短期も長期も最終的には上昇し、ドル・円の名目金利格差もゼロに近くなるだろう。ただし、先行してドル金利が上昇しているはずだから、ドル・円金利格差の縮小に反応して円売り・ドル買い持ち高の巻き戻しが起こり、円高に揺れ戻すことになる。その場合、マイルドなインフレ期待に支えられ、円高への揺れ戻しは第一のケースよりは穏やかにとどまる可能性が高い。

円安

「実質指数」で5度目の波 円売り膨張は転換のシグナル

歴史で振り返るなら名目のドル・円相場だけでなく、インフレ率を加味した「実質ドル・円相場指数」を参考にしたい。

まさる 竹中 正治 (龍谷大学経済学部教授)

アベノミクスに乗る形で日本株買いと円売りをセットにした持ち高の造りが日本株高、円安を起した。さらに景気回復が進んだ米国が、自国の量的金融緩和を終了し、今年半ば以降金利を引き上げ、ドル・円金利格差が拡大するという予想も円安に働いた(要因②)。ただし現在までのところは期待先行であり、円安の水準も図に見るように円安方向に大きく振れている。

それでは、将来に円高局面への転換が起こるとすれば、何が契機、要

因となるだろうか。要因②、③を通じてドル・円相場に大きな影響を与える日銀の異次元緩和が、失敗した場合と成功した場合に分けて考えてみよう。

円高転換の3シナリオ

第一は、日銀が掲げる消費者物価指数で2%程度(消費増税の影響を除いたベース)の目標が最終的に達成できず、再びデフレに戻る場合だ。この場合には、日本の期待インフレ率が低下し、円高方向への揺り戻しが最終的に起こるはずだ。

ただし、円安と景気の回復を背景に、海外投資家が日本株買いと円売りをセットにした投資持ち高を維持しているうちは、大幅な円高にはならないだろう。その意味では、日本の景況が再び悪化し、日本株が下落に転じる局面が円高への転換点になる。

第二は、日本のインフレが目標をはるかに超えて高進してしまう場合だ。この場合は、国債価格の暴落(利回り急騰)が起こり、最悪のケースでは円資産からの資本逃避によって円相場は

市場参加者が、危機勃発を受けて一気に円売り持ち高の手じまいに動いたことだ(要因①、②)。同時に米国の景況感が悪化し始め、米連邦準備制度理事会(FRB)による金融緩和と、それによるドル金利の低下で、円売りキャリートレードの誘因だったドル・円金利格差が縮小し始めた(要因②)。

要因③としての日米インフレ率格差については、米国もリーマン・ショックによる戦後最大の景気後退で消費物価指数が前年比でマイナスになったが、デフレは短期で終息してプラスに戻った。一方、日本は12年までデフレが続いたので、日米のインフレ率格差は12年まで円高要因として働いた。

次に、85年9月のプラザ合意時の円高転換を振り返ってみよう。この時は日米を含む主要諸国の政策当局(財務相、中央銀行総裁ら)によるドル安誘導を目的とした協調介入が契機になった(要因①)。

80年代前半の過大評価されたドル高相場の下で急拡大した米国の経常収支赤字が、世界経済の不安定要因になることが懸念されたので、そうなる前にある程度ドル安に誘導し、米国の対外不均衡の調整を軟着陸させようと考えたわけだ。この懸念は80年代後半を通じて続き、海外から米国へ向かうマネーフローを弱める

1 980年の外国為替管理法の改正で内外双方向的な投資活動が原則自由になってから、過去4回の外貨投資ブームによる円安の波が起こった。

アベノミクスを契機に始まった2

012年12月からの円高修正・円安は5回目の波である。この円安の波は、市場の名目相場だけ見るよりも、ドル・円相場については日米のインフレ率を調整した「実質ドル・円相場指数」で見ると分かりやすい(図)。

実質ドル・円相場指数とは、ドル・円の名目相場を「相対的購買力平価(PPP P)」「2国間のインフレ格差から算出した為替相場の理論値」で割ることで、PPP Pからの市場相場の乖離率を示したものだ。名目相場はPPP Pからの乖離と回復を繰り返すので、実質相場指数もその長期平均値から乖離と回復を繰り返すことになる。

現在のドル120円近辺のドル・円相場は、実質相場指数で見ると平均値から大きく円安・ドル高方向に乖離した水準にあり、過去の円安の波と同様にいざれ円高修正が起こるだろう。またかなり先だと思いが、次の円高への転換がどのような要因や契機で起こるか、過去の円高転換点を手がかりに考えてみよう。

まず円相場の転換を起す主な要因は次のように整理できる。

期待先行の現在の円安

こうした諸要因を念頭に、過去の円高への代表的な転換局面を振り返ってみよう。まず、直近の円高転換局面は、07年夏のサブプライム危機(翌年にリーマン・ショック)勃発時だ。07年6月のドル124円台を円安・ドル高のピークに、その後は急速な円高・ドル安が進んだ。

この転換点の第一の要因は、それまで円売りキャリートレード(低金利の円を売り、高金利の他通貨を買う取引)の持ち高を膨張させていた