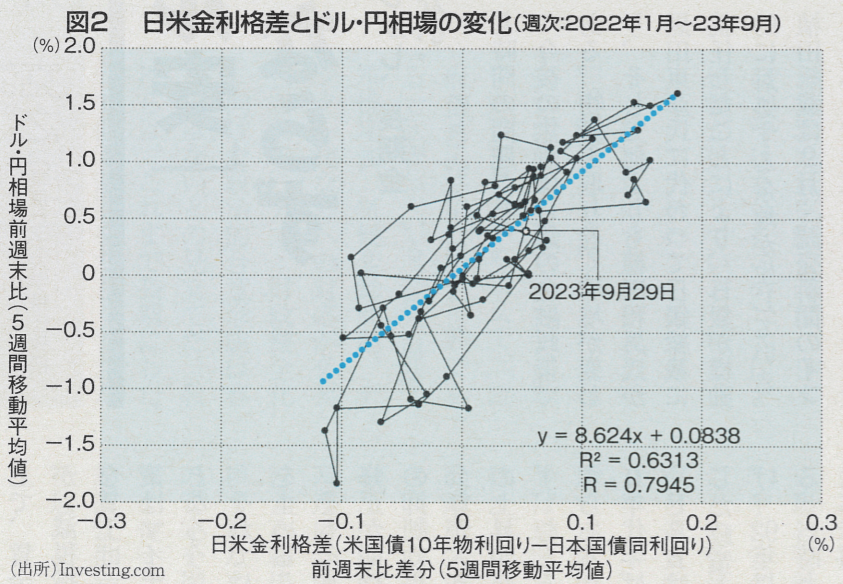


その結果、米国外の投資家、日本では生損保など機関投資家が、自国との金利格差に誘引されて米国債投資を増やし、一時1ドル＝200円を割り込んでいたドル・円相場は反騰に転じ、82年には1ドル＝270円台までドルが急騰(円は急落)した。このドル高は85年9月に米国が主要5カ国(G5＝日米英独仏)でドル高の是正とドル下落誘導のための協調介入(プラザ合意)に乗り出すまで続いた。

このため、米国の景気は持続性が低く、景気後退色が目立ってくる。一方、当初の日銀の予想に反し、日本では前年比で3%以上の消費者物価上昇率が持続している。来年中には短期マイナス金利の解除と10年物国債利回り(長期金利)のレンジ(現在は上限1%)修正が起こると思う。おそらく短期政策金利は、ほぼゼロのままだが、10年物国債利回りは1%台に乗るだろう。

図2で示した通り、日米長期金利1%の金利差縮小に8・6%の円高・ドル安が対応している。景気後退で米国長期金利が1・0%、日本の長期金利は0・5～1・0%上昇、つまり2%程度の金利差縮小があれば、17・2%、価値で25円、1ドル＝145円前後を基準に考えると、120円前後への円高への揺れ戻しが、いずれ起こるだろう。



さして、今の円安基調はいつまで続くか。

米国の主要機関の昨年来の予想は、米国経済は23年中にも景気後退というものが多かった。しかし、

その結果、米国外の投資家、日本では生損保など機関投資家が、自国との金利格差に誘引されて米国債投資を増やし、一時1ドル＝200円を割り込んでいたドル・円相場は反騰に転じ、82年には1ドル＝270円台までドルが急騰(円は急落)した。このドル高は85年9月に米国が主要5カ国(G5＝日米英独仏)でドル高の是正とドル下落誘導のための協調介入(プラザ合意)に乗り出すまで続いた。

このため、米国の景気は持続性が低く、景気後退色が目立ってくる。一方、当初の日銀の予想に反し、日本では前年比で3%以上の消費者物価上昇率が持続している。来年中には短期マイナス金利の解除と10年物国債利回り(長期金利)のレンジ(現在は上限1%)修正が起こると思う。おそらく短期政策金利は、ほぼゼロのままだが、10年物国債利回りは1%台に乗るだろう。

図2で示した通り、日米長期金利1%の金利差縮小に8・6%の円高・ドル安が対応している。景気後退で米国長期金利が1・0%、日本の長期金利は0・5～1・0%上昇、つまり2%程度の金利差縮小があれば、17・2%、価値で25円、1ドル＝145円前後を基準に考えると、120円前後への円高への揺れ戻しが、いずれ起こるだろう。

そのために経常収支の黒字規模が同じでも、外為市場で外貨売り・円買いになるマネーフローは、小さくなっているのだ。

金利格差縮小で円高へ

さて、今の円安基調はいつまで続くか。

米国の主要機関の昨年来の予想は、米国経済は23年中にも景気後退というものが多かった。しかし、

実際に米国の今の景気は持続性が低く、景気後退色が目立ってくる。一方、当初の日銀の予想に反し、日本では前年比で3%以上の消費者物価上昇率が持続している。来年中には短期マイナス金利の解除と10年物国債利回り(長期金利)のレンジ(現在は上限1%)修正が起こると思う。おそらく短期政策金利は、ほぼゼロのままだが、10年物国債利回りは1%台に乗るだろう。

図2で示した通り、日米長期金利1%の金利差縮小に8・6%の円高・ドル安が対応している。景気後退で米国長期金利が1・0%、日本の長期金利は0・5～1・0%上昇、つまり2%程度の金利差縮小があれば、17・2%、価値で25円、1ドル＝145円前後を基準に考えると、120円前後への円高への揺れ戻しが、いずれ起こるだろう。

# 反円安

たけなか まさはる  
竹中 正治 (龍谷大学経済学部教授)

## 今の円安は行き過ぎ、来年末までに1ドル＝120円前後の円高へ回帰も

日米の金利格差の拡大と、円相場を巡る経常的な為替需給の構造的な変化の二つで、ドル・円相場を解説する。

### 大

幅な円安・ドル高相場が続いている。1ドル＝140円台後半の相場は過去に何度もあったが、それは名目相場のことだ。日米のインフレ率を調整した後の実質ドル・円相場指数で見ると、図1が示す通り大幅な円安・ドル高相場だ。経済的な意味合いでは実質ドル・円相場指数こそ重要だ。特に現在の実質ドル・円相場指数の水準が、その長期移動平均値(期間15年)からかつてない程大幅にドル高・円安方向に乖離していることに注目しよう。この大幅な乖離はいずれ調整局面(円高・ドル安への回帰)が到来することを示唆している。

### 日米の金利差拡大

図2は、2022年1月から足元の今年9月29日まで日米の10年物国債利回り格差とドル・円相場(名目)の変化を週間データで単回帰したものだ。横軸に日米金利格差(%)の前週末比の変化(差分)、縦軸にドル・円相場の前週末比の変化(%)を取った。ただし、週次の変化はノイズも大きいので、5週間移動平均値で示している。米国の予想を超えたインフレ高進で米連邦準備制度理事会(FRB)がドル金利を引き上げ始めた22年3月以降、日米金利格差が拡大するとドル高・円安に、金利格差が縮小するとドル安・円高に動

く正の相関関係が明瞭だ。0から最大で1までの値を取る正の相関係数(R)は0・79と高い。また、相関係数を2乗して算出する決定係数(R<sup>2</sup>)は0・63で、これは日米金利格差の変化でドル・円相場の変化を約63%説明できる



もはや輸出で稼ぐ国ではない

Bloomberg

ことを意味する。さらに分布の近似線の傾きは8・6である。これは日米金利格差1%の変化にドル・円相場8・6%の変化が対応していることを意味する。金利格差を反映して為替相場が変動することは、国際金融論の「金利平價原理」と呼ばれる標準的な理論の通りだ。原理の命題は二つに分けて理解できる。第一、その他の条件が変わらない場合、金利格差が拡大すると、金利が上がる通貨の相場が他方の通貨に対して上昇する。第二、金利格差が一定の場合、時間の経過に伴って高金利の通貨の相場は低金利の通貨に対して、金利格差の分だけ低下する。つまり、昨年来のドル・円相場の週次の変化は、この第一の命題が働いている。ただその度合いが非常に強く、円相場は日米金利格差次第という状況になっている。これほど強い金利相場は、1980年代前半にもあった。米国は70年代末の第2次オイルショックで80年代初頭の消費者物価の上昇率が10%を超えた。高インフレを終息させるためにボルカーFRB議長(当時)はマネー供給量の総量を規制するという厳しい金融引き締めを行い、短期金利も長期金