

「ドル軟調の背景に経済政策の「良さ比べ」」

2009 年 4 月 20 日

アセットマネジメント部

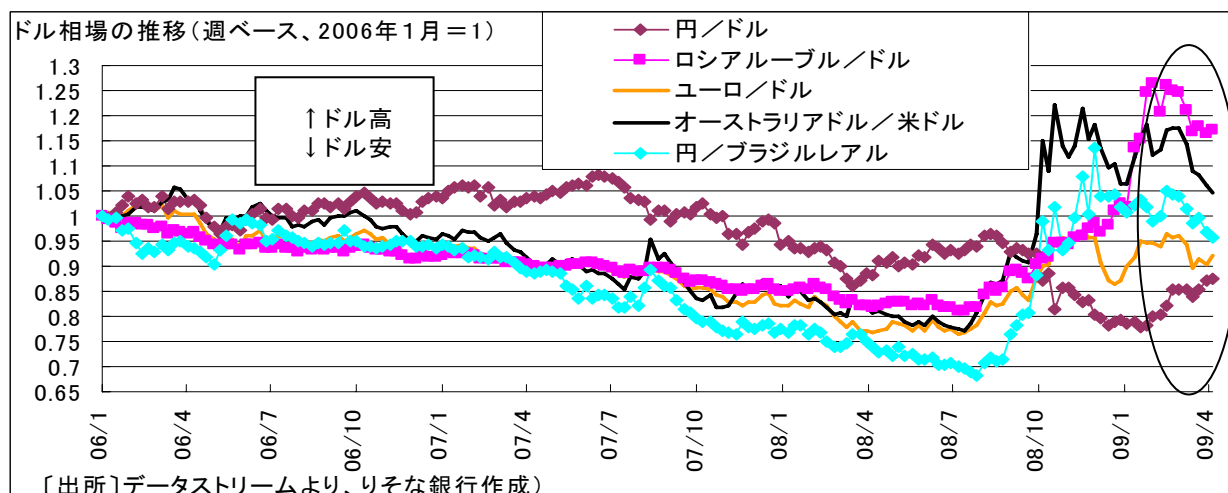
チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

弊社（当時やはりそな信託銀行）は2008年10月にエコノミスト・ストラテジスト・レポート「ドル堅調の背景に景気実態の「悪さ比べ」」を出した。その中で2008年秋の金融危機に続いて起こったドル高の背景を分析しつつ将来を展望した。展望として「各国独自の景気対策や危機対応には、通貨評価の軸を「悪さ比べ」から「良さ比べ」へ転換する潜在性があると考えられる。その現実化は、出来るだけ早く来ることが望ましい。」と記述した。

金融危機に続いて起こったドル高は、2008 年 9 月頃から今年 2 月頃まで続いた。その後ドルは、米当局の積極的な金融緩和を背景に、対円を例外として軟調に推移し始めた（図表 1）。まだボックス圏内の動きにとどまってはいるが、ドル高圧力は減退しつつあることが伺える。

ドル相場が軟調に転じた政策的な背景と今後の展望についてまとめる。

図表 1 米ドル相場の推移



1. 景気対策のポリシー・ミックス

「百年に一度」と評される未曾有の経済危機に対し、総じて世界各国の政府・中央銀行は「百年に一度」とさえ言える規模と内容の財政金融政策で対峙しようとしている。だが、そのスタンスには国によって濃淡があり、それが最近の為替相場に反映され始めたと考えられる。

財政金融政策は、その組み合わせ（これをポリシー・ミックスと呼ぶ）によって為替相場に様々な影響を与える。今のような景気悪化局面での財政金融政策を想定して整理すると、次ページの図表2のような組み合わせとなる。ここでの強い金融緩和とは、金利水準があるべき水準よりも低いためにマネー・ストックの増加率が高いことを意味する。強い財政による景気刺激は、需給ギャップ等との対比で必要な財政措置より大規模な財政政策の意味である。ただ為替相場は、相手通貨に対する相対的な価値なので、財政金融政策の強弱感も相対比較する必要がある。

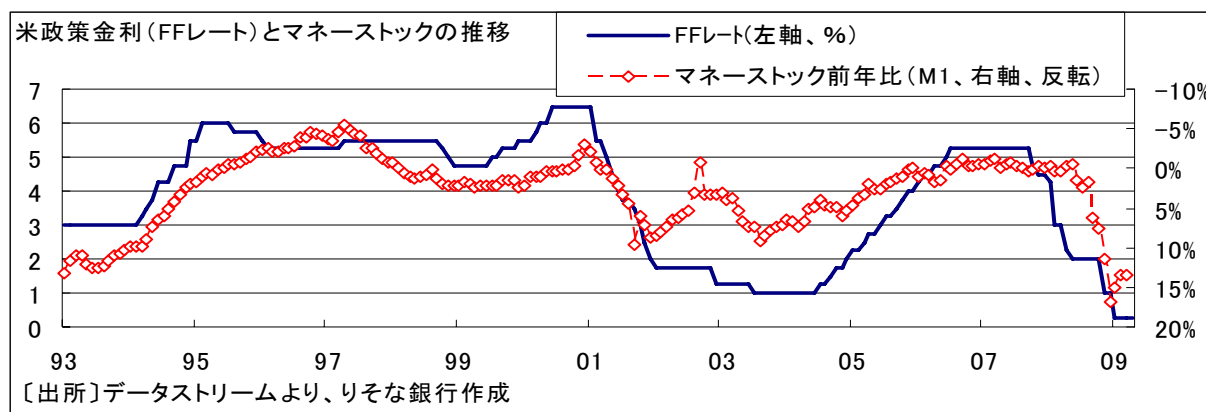
図表2 財政政策と金融政策の組み合わせ

	金融政策	財政政策	為替相場への影響
パターン1	強い緩和	強い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は通貨高要因だが、強い金融緩和は通貨安要因
パターン2	弱い緩和	弱い景気刺激	総合的な政策効果による景気悪化懸念は通貨安要因だが、弱い金融緩和は通貨高要因
パターン3	弱い緩和	強い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は中立だが、弱い金融緩和は通貨高要因
パターン4	強い緩和	弱い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は中立だが、強い金融緩和は通貨安要因

金融政策が為替相場に与える影響を要因で整理すると、金利差とマネー・ストックに大別できる。金利差要因では、資金フローが金利の低い国から高い国へと流れるため、資金が流出する国の通貨には下落圧力、流入する国には上昇圧力がかかる。マネー・ストック要因は、その国に存在する通貨の総量の比率が為替相場に影響を与えると観る考え方で、通貨の総量の増加率の高い国の通貨には低下圧力、増加率の低い国には上昇圧力がかかる。

現在の米国のポリシー・ミックスは、金融政策は既に世界で最も強い緩和、財政政策は4月から始まった減税が来年末に向けて補助金や公共投資など幅と規模を拡大するよう設計されている。パターン分類としては、4から1へと時間をかけてシフトする見込みである。世界で最も強い金融緩和は、下の図表3で確認できる。政策金利は実質的にほぼゼロであり、マネー・ストックは急激に伸びている。他にも金融機関への公的資金注入や証券化商品の市場安定のための買い入れなど様々な金融市場安定化策の実施などがあげられる。足元でドル相場が軟調に推移し始めた背景には、こうした金融緩和措置があると考えられる。

図表3 米国金融緩和の状況



尚、日本の90年代の景気対策の問題点は、総じてポリシー・ミックスがパターン3だったため、大規模財政政策の効果が円高で海外に漏出した点にあるとみられている（詳細は副題に「90年代日本の経験の教訓」と付けられたFRBの調査レポート「Preventing Deflation(2002)」の38ページ、等）。

2. 世界的な政策協調

積極的な政策対応を実施する米国の通貨ドルの下落は、世界的な政策協調の観点で非常に望ましい。

というのは、実体経済の悪化は既に世界中に波及したが、必ずしも米国以外の国々が十分な政策対応を取ったわけではないからだ。本音では、危機を引き起こしたのは米国であり、米国こそが責任を取って積極的に政策対応すべき、と考えている国が少なからずあるとみられる。こうした国々は、できれば財政政策による財政赤字の拡大は回避したいであろうし、金融政策についても昨年に顕在化したインフレが再燃するリスクに細心の注意を払うのは当然だろう。その意味で昨年秋の金融危機以降、今年の2月頃まで続いた通貨安（＝ドル高）には、関税率の引き上げなど保護貿易的な措置と同等の効果があるため、放置するインセンティブがあった。ましてやWTO（世界貿易機関）は3月26日に、関税の引き上げなどの保護貿易的措置が日本（コンニャクの原料に対するセーフガード発動）も含め85件あると公表している。メディアで貿易戦争、通貨切下げ競争、という言葉を目にする機会はとみに増えている。

そのドル高が、既に見たように米国の積極的な金融緩和策を背景に、2月頃から軟調に推移し始めたのである。米国以外の世界各国にとっては、自国通貨高の悪影響を緩和するには、積極的な金融緩和を進めるのが正当な手段である。それは、金融面で危機対応を積極化させることを意味する。つまりドル安は、少なくとも金融面で政策協調を前進させる触媒の機能を果たすのである。

3. 円相場について

このレポートの冒頭で、「その後ドルは、米当局の積極的な金融緩和を背景に、対円を例外として軟調に推移し始めた。」と記述した。ではなぜ円が例外だったのか、である。

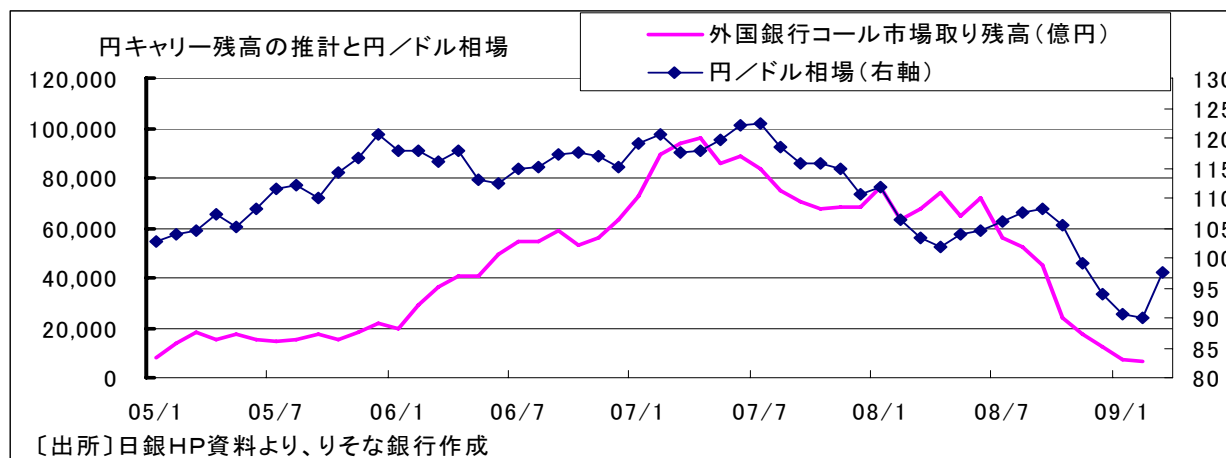
昨年秋の金融危機の後、通貨価値が上昇したのは主要通貨ではドルと円だけだった。この上昇した2つの通貨の中では、より円が上昇（円高・ドル安となった）した。上昇した円とドルに共通だったのは、原油などエネルギーの輸入大国であることと、低金利だったことである。原油価格は昨年7月の史上最高値1バレル150ドルから足元約50ドルまで下落したが、原油輸入国にとっては大きな恩恵となった。低金利については、米国は2007年の春先にサブプライム問題が表面化しており、いち早く利下げ局面に入っていた。円はゼロ金利政策こそ脱却していたものの、政策金利の水準は2003年以降の景気回復局面の最高水準で0.5%だった。

低金利通貨に共通の特徴は、キャリー取引の原資に使われたことである。たとえば、日本の0.5%の低金利で資金を調達してインフレ対策で高金利政策をとっていたブラジルレアルで運用すれば、2桁の利鞘が得られる期間が長く続いた。こうした取引をキャリー取引と呼ぶ。

こうして積み上がったキャリー取引残高が解消に向かうきっかけとなったのが、昨年秋のリーマンブラザーズ証券の破綻による金融危機だった。ヘッジファンドなどの投資家が金融市場でのポジションを解消して調達資金の返済へと向かう過程で、高金利通貨の売り・低金利通貨の買い、を大量に実行したのである。

キャリー取引の残高に公的な統計は無い。しかし、日本の銀行間の資金貸借市場であるコール市場の外国銀行の資金調達残高を1つのバロメーターとしてみると、次ページの図表4にある通りポジションの解消はかなり進んだと推測される。つまり、金融危機に伴い円を原資とするキャリー取引の解消が進展したと考えられるのである。さらに、円キャリー取引の解消が進捗したのであれば、ドルキャリー取引の反対売買もある程度以上は進捗したと考えるのは不自然ではないだろう。最近のドル軟調の需給的背景として、ドルキャリー取引の反対売買の一巡（ドル買い圧力の減退）もあると考えられる。

図表 4



4. 結論

グローバルな経済危機を前に各国の財政金融政策の運営スタンスには、様々な思惑による濃淡がある。特に米国と欧州では、金融制度再構築に関し規制のあり方に関する哲学の違い、巨額の財政赤字がハイパーインフレを引き起こすリスクに関する考え方の違い、が非常に大きい。それが結果的に危機対応としての財政金融政策のスタンスにまで影響を与えているとみられる。このように政策協調が進まない状況下でのドル安は、通貨価値の上がる国にとっては関税引上げと同等の効果を持つ通貨安に依存できなくなると言う意味で、各国の危機意識のギャップを埋め、政策対応を積極化させる触媒になると考えられる。秩序だった動きである限り、ドル安は非常に望ましいと判断される。

但し、円については注意が必要である。政策協調のためには一般論としてドル安が望ましいが、円相場は既に金融危機をきっかけに急激に高くなった。為替相場に影響を与える金融以外の要因でも、輸出の急減による貿易収支の赤字化、大幅な景気の悪化、など円安要因が増加している。需給的にも円キャリー取引解消の進捗により円高圧力は減退したと考えられる。

現在進行中の危機対応としての財政金融政策は、歴史的に見ても異例のインパクトの大きな政策対応である。一連の処理で結果的に米国政府が負う財政赤字は、数百兆円規模に達するとみられる。今回は金融政策に着目して為替相場への影響を取り上げたが、より長期的に事の顛末を見極めるには、目先の現象ではなく事の本質を見極める鳥瞰と虫瞰の両方の眼が必要だろう。以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。