

## 歴史的な円安相場の展望 —相場の反転に必要な条件—

内田 稔 CMA・CIIA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### はじめに

2022年に入り、為替市場では急速に円安が進んでいる。本稿執筆時点（2022年6月末）では円の対ドル為替レートが24年ぶりの安値を更新しており、実質実効為替レートは史上最安値圏で推移している。為替相場は様々な要因に影響を受けるが、特にここもとの円安進行の一因には、日本銀行（日銀）の金融緩和策が挙げられている。そこで、本稿では円相場を振り返りながら、量的・質的金融緩和が為替相場に与えた影響を確認し、歴史的な円安相場の転換に必要な条件を考察する。

### 異次元緩和の狙い

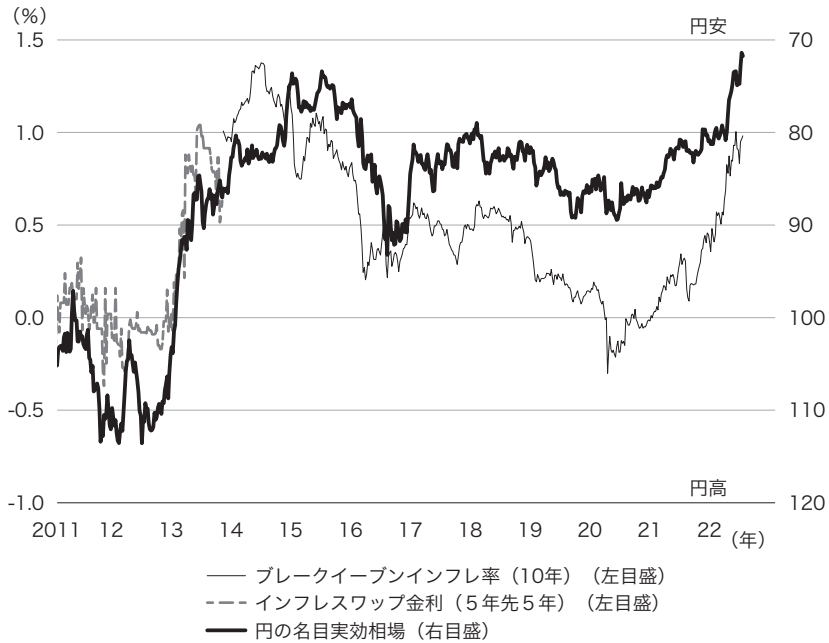
日銀は、2013年1月に政府と共同声明を締結し、政府と一体となってデフレからの早期脱却に取り組むことを宣言した。この中で日銀は、物価安定の目標として、消費者物価の前年比上昇率を2%とするインフレターゲットを初めて設定し、同年4月に量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）を導入した。日銀は、その狙いとして、①長めの金利低下と資産価格のプレミアムへの働きかけによる企業の資金需要の喚起、②投資家や金融機関の運用を長期国債から株式や外債などに促すポートフォリオ・リバランス効果、③予想物価上

昇率の上昇（＝予想実質金利の低下）を通じた民間需要の刺激、を挙げた。金融市場調節の操作目標も金利から量へ変更した。中央銀行がインフレターゲットの達成にコミットした上で、マネタリーベースを拡大すれば、予想物価上昇率（以下では、主に市場の期待インフレ率を指す）が上昇すると考えられた。また、予想実質金利（名目金利－予想物価上昇率）が潜在成長率を下回った分、金融緩和効果が発揮される。為替市場では円安が誘発され、輸出競争力の回復と設備投資の拡大が、日本経済をデフレ脱却に導くと期待された。

### 期待インフレ率と円相場

前年の2012年2月に「中長期的な物価安定の目的」として日銀が1%を掲げた結果、為替市場では76円台から84円台まで円安が進んだ。この動きは3カ月程度で収束したが、金融政策の変化への期待によって相場が大きく反応することが確認された。この前例もあり、異次元緩和の導入前から、為替市場では金融政策の転換に対する期待によって、対ドル為替レートは90円の大台を回復した。実際に異次元緩和が導入された後も、市場の期待インフレ率の高まりに連れて円が続落。こうした流れは、消費税の税率が引き上げられた2014年の半ばまで続いた（図表1）。

図表1 円相場と市場の期待インフレ率



(出所) Bloomberg、BISより筆者作成

一方、2014年の夏以降、原油相場が急落した上、米国の金融政策の正常化も影響し、新興国経済を中心に世界経済が急減速すると懸念された。こうした外的ショックに対し、異次元緩和による期待インフレ率への働きかけは困難さを増した。加えて、日本経済も消費税率の引き上げに前後し、想定を上回る駆け込み需要の反動減に直面しており、景況感が悪化。期待インフレ率が低下に転じると円相場も反発した。これに対し、日銀は2014年10月に緩和を拡大し、2016年1月にはマイナス金利の導入を決定した。また、フラット化が進んだイールドカーブから生じる副作用の軽減と緩和の長期化を狙って、2016年9月には現在も続く長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入した。しかし、いずれも目立って期待インフレ率を押し上げることはできなかった。このように、

異次元緩和によって期待インフレ率が高まれば、円安が進むことが確認されたが、異次元緩和だけをもって、期待インフレ率を高め、円安を維持することも容易ではなかった。

#### 対外金利差と円相場

期待インフレ率が低下に転じた後も、異次元緩和前の円高水準まで逆戻りすることは回避された。日銀が名目金利の上昇を抑制した結果、世界的に物価や金利が上昇する場面では、対外金利差が拡大し、円安圧力が加わったためだ。例えば、期待インフレ率が低下に転じた2014年7月以降は、米国の利上げ観測を受けて日米金利差が拡大し、円は2015年6月に対ドルで125円台まで下落した。2016年11月以降のいわゆるトランプラリーでも、米国の金利が急上昇した結果、円は米

国大統領選挙の開票中に記録した101円台からわずか1カ月余りで118円台まで急落した。さらに、2017年6月、過度な金融緩和からの正常化を訴えたBIS（国際決済銀行）の年次報告書に呼応して、世界的に金利が上昇すると、2017年末にかけて円が全面安となった。

### 副次的効果としての円急落

異次元緩和の副次的な効果として、ごく短期間で円が急落する場面もみられた。この背景に対外証券投資の拡大が挙げられる。とはいえ、これは対外証券投資が拡大する過程での円売りではなく、そのヘッジ為替が影響したとみられる。例えば、2015年以降、米国の金融規制の強化を受け、世界的に米ドルの調達コストと為替ヘッジコストが高騰していた。そこに、トランプラリーにおける米長期金利の急上昇（債券相場の急落）が重なり、本邦勢のヘッジ外し（円売り）が誘発され、円の急落を招いたと考えられる（注1）。当時の円の対ドル下落率は、国境の壁の建設が嫌気されて急落したメキシコペソもしのいだ。

このように、異次元緩和は導入当初においては期待インフレ率に働きかけて実質金利を引き下げることにより、円安をもたらした。期待インフレ率が低迷した時期も、名目金利を低く抑えることによって、海外の金利が上昇する場面で対外金利差の拡大と円安を促したと総括できる。その点、2022年に入り、世界的なインフレの影響を受け、日本でも期待インフレ率が高まった。加えて、日銀が連続指し値オペによって、金利上昇を抑えた結果、対外金利差の拡大と円安をもたらしている。

さらに、3月から4月に本邦勢が外債を Grosso で約81兆円処分した時期も、未消化となったヘッジ為替を解消する円売りが集中し、円安を加速した可能性がある。

### 未達の物価安定目標

異次元緩和の導入から10年目を迎え、大幅な円安も進んだが、輸入インフレの影響を除き、物価安定目標は達成されていない。この背景を探り、異次元緩和の今後を展望する上では、円高の是正がデフレ脱却につながる経路として期待された輸出と設備投資をみる必要がある。

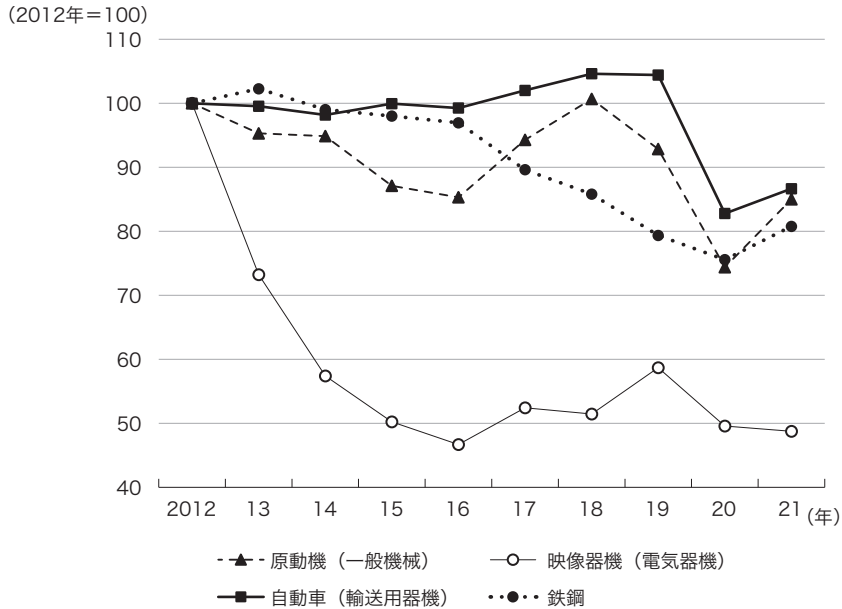
### 数量では減少が続く輸出

相対的に輸出額の大きい品目について、その数量を2012年とパンデミック前年の2019年とで比べると自動車を除き、減少している（図表2）。その自動車の増加率も為替相場の変化の割には高くない。これには、生産拠点の海外シフトが影響していると考えられる。実際、海外シフトの理由は、円高対応だけではなかったようだ。例えば、円相場が75円台を記録した2011年の企業向け調査では、海外流出が加速する要因の筆頭に円高対応が挙げられたものの、他にも高い人件費や電力の供給問題、税制や取引先企業の海外移転など多岐にわたる（注2）。中でも、「取引先企業の海外移転」に伴って海外に進出したケースでは、多くの場合、国内の生産拠点を縮小もしくは閉鎖している。海外生産を前提としたサプライチェーンも構築されたはずで、生産拠点の国内帰帰と輸出の増加は今後も見込みにくい。

（注1） 詳細は内田 [2017] 「為替市場からみる異次元緩和の効果と課題」（『証券アナリストジャーナル』55（7）、2017年7月）参照。

（注2） 帝国データバンク「景気動向調査（2011年7月）」。

図表2 主要産業の輸出数量の推移



(出所) 財務省より筆者作成

### 拡大した設備投資の背景

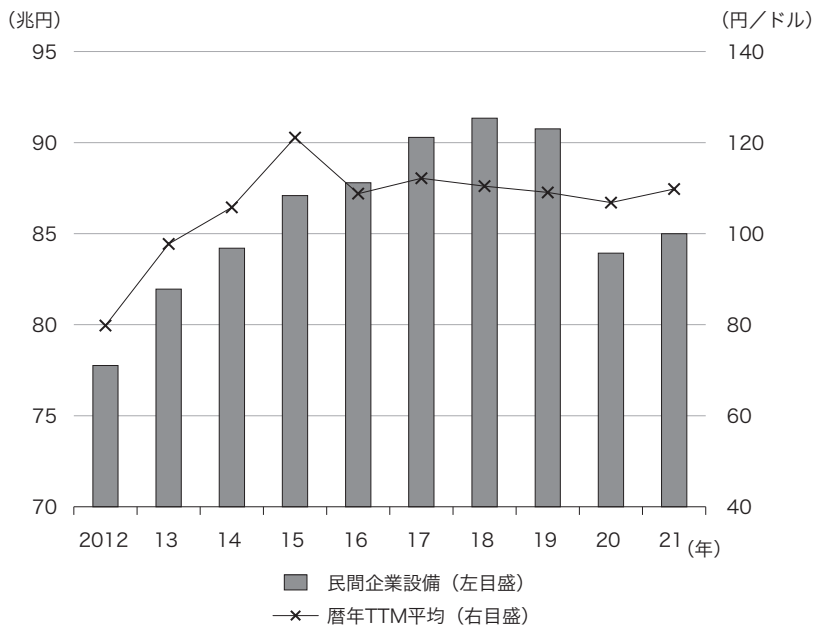
設備投資をみると、異次元緩和からパンデミック前の2019年までその増勢を確認できる(図表3)。もっとも、投資目的の上位には、「設備の代替」や「既存設備の維持・補修」、「(国内向けの)増産・販売力増強」、「省力化・合理化」、「情報化(IT化)関連」が並び、「(輸出向けの)増産・販売力増強」は、回答した企業の5%にも満たない(注3)。日本の製造業にとり、円高の是正は輸出の拡大や生産の国内回帰、輸出の拡大を企図した設備投資に対するインセンティブとはなりづらくなっている。一般的にマクロ経済モデルでは、円安は輸出と設備投資の拡大を通じてGDPにプラスとの評価を示すが、モデルの前提と実態に乖離が生じている可能性が高く、留意を要する。

### 異次元緩和の正常化は円安を転換するか

円安を是正するために、長期金利に弾力性を持たせるべきとの意見がある。しかし、その選択は現実的ではない。例えば、年初来のドル円に関しては、日米金利差(米国と日本の長期金利の差)による説明力が高く、1%の金利差拡大が約15円のドル高円安を招いた計算だ(図表4)。したがって、日銀が長期金利の変動幅を今の倍程度に広げただけでは、円安を是正する効果は限られる。円安期待を一定程度、減衰することはできるかもしれないが、何らかの要因によってドル高からドル安への地合いの変化でもない限り、円安を是正するには大幅な日本の金利上昇が必要となろう。それは、2021年末で約350兆円の負債を抱える家計に利払い負担増を迫るため、消費マインドへ

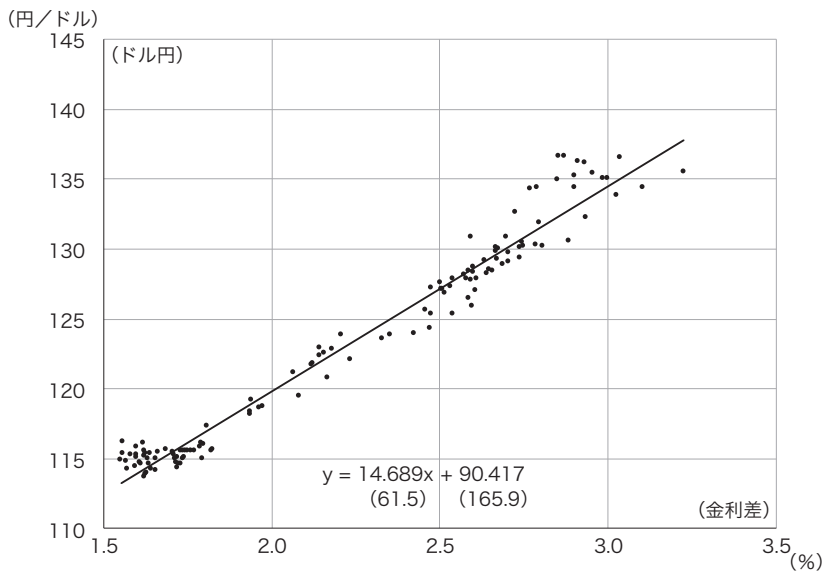
(注3) 帝国データバンク「設備投資に関する企業の意識調査(2017～21年)」。

図表3 実質設備投資と公示仲値 (TTM)



(出所) 内閣府、三菱UFJリサーチ&コンサルティングより筆者作成

図表4 年初来のドル円と日米長期金利差



(図表注) カッコはt値、決定係数0.968、ドル円、金利差とも1階の階差で定常化かつ共和分の関係。

(出所) Bloombergより筆者作成

の悪影響は避けられない。加えて、ここから米国の長期金利が一段と上昇すれば、その分だけ円金利のさらなる上昇も求められる。

そもそも、日銀は2021年3月の点検において、金融緩和効果を損なわず、市場の機能度にもプラスに作用することを定量的に確認したとして、長期金利の許容変動幅（ゼロ±0.25%）の妥当性に強い自信をみせている。経済に需給ギャップが残るもとで、物価安定目標の達成も見通せておらず、今後とも異次元緩和の長期化が見込まれる。また、政府も緩和継続を基本的に支持している。このため、政府は対症療法としての物価高対策に注力するほか、本邦単独の為替介入も検討する可能性はある。しかし、異次元緩和を維持したままでは、介入効果を期待しにくい。いずれにせよ、共同声明を締結している政府と日銀には、異次元緩和の費用対効果に関する継続的な議論が求められる。

### 円安転換の条件は外部環境の変化

結局、円安の転換には、外部環境の変化が求められる。具体的には、ドル安に転じるか、国際的な商品市況が下落に転じることである。そうすれば、海外の中央銀行の金融引き締めが収束し、日本の対外金利差も縮小に転じる。日本の期待インフレ率も低下に転じれば、予想実質金利が上昇し、円高圧力となりそうだ。実際、主要10通貨と国際商品市況（ロイター・ジェフリーズCRB指数）との相関係数をみると、円だけが強い逆相関を示している（図表5）。これは、コストプッシュ型であれ、インフレに対し、海外の中央銀行が引き締めで対応した一方、日銀だけは異次元緩和を維持し、それが円安を招いたためと考えられる。

図表5 主要10通貨の名目実効相場とCRB指数の相関係数

通貨	AUD (豪ドル)	NZD (ニュージーランド ドル)	JPY (日本円)	CHF (スイス フラン)	NOK (ノルウェー クローネ)
相関係数	0.747	0.756	-0.942	0.496	0.690

通貨	EUR (ユーロ)	SEK (スウェーデン クローナ)	GBP (英ポンド)	CAD (加ドル)	USD (米ドル)
相関係数	-0.394	0.170	0.753	0.829	-0.059

（出所）過去36カ月の名目実効相場（BIS、Narrow）とCRB指数より筆者作成

もつとも、商品市況が下落に転じると、市場の投資家心理は大きく改善するとみられる。安全資産ともされる円は、別の売り圧力にさらされる恐れがあり、これが円の反発をかなり減殺する可能性が高い。

### おわりに

世界情勢を見渡せば、ロシア・ウクライナ情勢は予断を許さない。北大西洋条約機構（NATO）加盟国が拡大する場合、さらなる緊張の高まりも危惧される。国際的な商品市況の供給制約は長引く公算が大きい。また、世界経済の先行きに不透明感も漂うが、経済活動の再開により、幅広いコモディティに対する需要も高まる見通しだ。特に、原油や天然ガスは2021年同様、2022年も秋から冬場にかけて再び騰勢を増す可能性が高い。こうした需給ひっ迫による国際商品市況の高騰や高止まりは、引き続き円相場への下押し圧力となる恐れが強い。今後の円相場を展望する上では、内外の経済情勢や金融市場の動向、各国の財政・金融政策はもとより、国際的な地政学リスクも注視しつつ、高い緊張感が引き続き求められる。