

ドル/円

120.327

日経平均

27192.85

G かんどうコム

ドル・円相場は6年ぶりに120円台へ (3月22日) 共同通信

# 何が起きるか⑤ 円安の行方

## 1ドル120円台定着は困難も 持続性は日銀のスタンス次第

「リスク回避の円買い」は不発。当面、円安傾向が持続しそうだ。

### ウ

クライナを巡る混乱は、新型コロナウイルスのパンデミックから立ち直りも道半ばの世界経済に追い打ちをかけた。これにより、世界のサプライチェーンの復旧には、なお時間を要する見通しとなった。為替市場を見ると、ドル・円相場はドル高・円安方向に進んでいる。3月22日にはついに対ドルで6年ぶりとなる1ドル120円台を記録し、今後も大台での定着が現実味を帯びてきた。

### 足元はインフレで弱い円

折からの資源価格の騰勢も続いており、世界的にインフレが加速。米連邦準備制度理事会（FRB）も3月16日に政策金利の引き上げを決定し、いよいよゼロ金利の解除に踏み切った。貸金や家賃もじわりと上昇しており、FRBも利

上げペースの加速を視野に、量的緩和の巻き戻しと合わせてインフレと対峙していくだろう。為替相場は、短期的には金利や金利差の動向に影響を受けやすい。また、金融市場の緊張が続く限り、基軸通貨であるドルの調達に困難になるとの懸念から、為替市場ではドルが値上がりしやすい。金利の先高観に、こうした「有事のドル買い」も加わる結果、当面の間、ドルは堅調に推移しそうだ。

もつとも、国際通貨基金（IMF）は、2020年時点の水準を引き合いにドルが多く通貨に対して、過大評価されているとしている。ここからの金利上昇に対するドル高の反応はあまり強いものとはならないだろう。

加えて、今後の利上げによってインフレを退治できても、景気が

水を差されるおそれもある。実際、10年物と2年物の米国債の利回り

を結んだイールドカーブ（利回り曲線）の傾きが緩やかになり、フラット化（平坦化）した点に要注目だ（図1）。フラット化は、金融政策に敏感な短期金利が上昇する一方で、景況感を反映しやすい長期金利が低下し、長短金利差が縮小した状態だ。これは先々の米国経済の減速や景気後退入りを示唆している可能性もあるからだ。

こうしてみると短期的にはドルの続伸を見込むことはできても、景気の先行きに対する見方が慎重さを増すか、インフレの高進に歯止めがかかってくれば、利上げ期待が後退する。緊張が和らげば、「有事のドル買い」も剥落する。年後半にかけて、ドルは緩やかな下落へ転じる可能性が高いだろう。一方、円は「インフレ」を切り

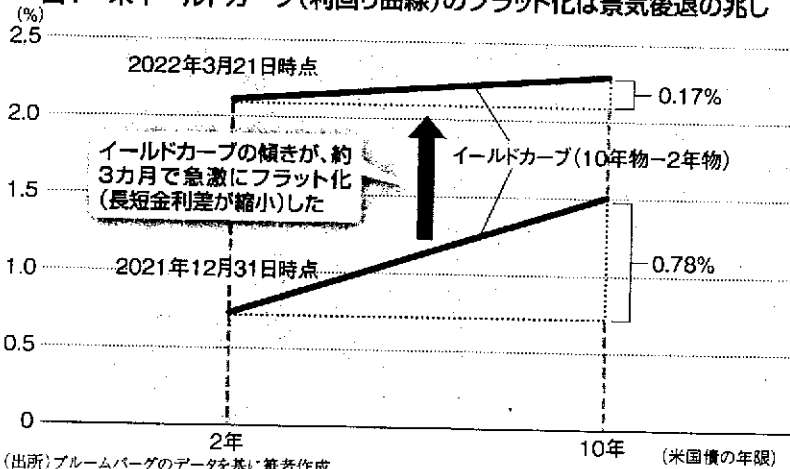
口として脆弱さを露呈している。その要因に、日本銀行の金融政策が挙げられる。昨年以降、多くの中央銀行がインフレを抑えるために、金融緩和からの脱却を図ってきたが、日銀は緩和姿勢を維持する構えで、これは来年4月に黒田東彦総裁が任期を迎えるまで変わりそうにない。このことが、日本からみた海外との金利差拡大観測を通じて、円の先安観を強めている。また、資源価格の高騰によって日本の輸入額とともに貿易赤字も拡大している。為替市場の規模に照らせば、貿易赤字が相場に与える影響は限定的だが、円安地合いとあつて市場の円安期待を刺激している模様だ。

これまで、市場の緊張が高まると、「安全資産」であることへの連想から、円高が進む傾向がみられてきた。しかし、足元ではそれ

うちだ みのり  
内田 稔

(高千穂大学商学部准教授)

図1 米イールドカーブ(利回り曲線)のフラット化は景気後退の兆し



をしのご円安圧力が加わっている構図といえる。ドル高圧力が和らいでも、円安傾向が長引く公算が大きく、120円の大台が定着したり、直近高値(125円86銭)を更新する可能性も出てきた。

**購買力平価との差に注目**

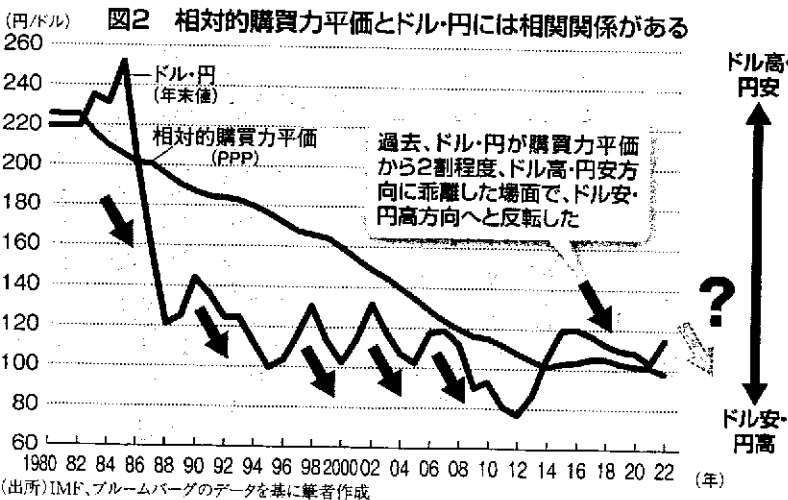
一方で、中長期的にみるとドル・円は購買力平価からの乖離と収斂を繰り返し、緩やかなドル安・円高傾向を描いてきた。ここでいう

理屈の上では、米国のインフレ率が日本のインフレ率を上回った分だけ、毎年、ドル安・円高が進み、IMFは昨年末時点でこれを98円25銭としている。経験則上、ドル・円が購買力平価から2割程度、ドル高・円安方向に乖離した場面で、それまでの流れが反転、つまり、ドル安・円高方向に変わった点に注目だ(図2)。

例えば、1985年には、ドル高の是正を求める米国の主導によってプラザ合意が成立し、ドル売り協調介入が実施された。15年には黒田総裁が更なる円安に懐疑的な見方を示したことをきっかけに、ドル安・円高トレンドに転じた。現在に当てはめると、118円前後がその水準に相当することから、経験則に従うなら、120円の大台が定着するとは考えにくい。

特に、円安が長引けば輸入

図2 相対的購買力平価とドル・円には相関関係がある



(出所)IMF、ブルームバーグのデータを基に筆者作成

品価格上昇を通じ、日本のインフレが一段と助長される。賃金の伸びが追い付かない限り、実質賃金が目減りするため、国内の各方面から行き過ぎた円安の是正を求める声が増しても不思議ではない。黒田総裁の任期到来後を見据え、日銀の政策に何らかの微調整が加わるとの思惑が台頭すれば、円安の潮目も変わり、年内にも115円程度まで反転するだろう。ただ、実際にそうなるかどうかは、これからの日銀次第となり

そうだ

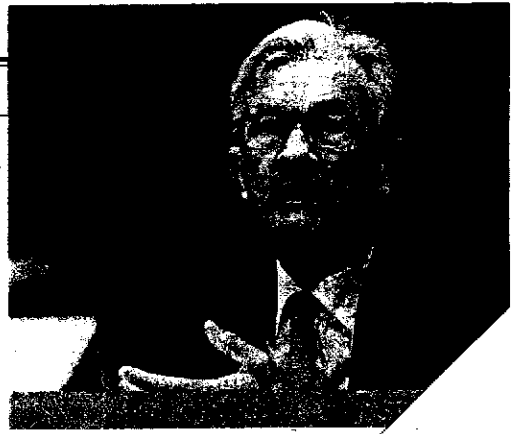
その他の通貨では、ユーロが横ばい圏で推移した後にじり高へと転じる公算が大きい。ウクライナ情勢を巡る不確実性は残るものの、やはりインフレを無視できなくなりつつあるためだ。実際、欧州中央銀行(ECB)は、3月10日、量的緩和の縮小を加速する方針を打ち出した。利上げの開始時期やペースこそ、米国にかなり遅れるが、市場はスタンスの変化を重視する。年後半、ドル安へと転じれば、ユーロがその受け皿として有力視される可能性が高く、現在1・10近辺にある対ドル相場も1・20台を目指す展開が見込める。

一方、新興国通貨については、新型コロナの悪影響も残る中、世界的な金融緩和和からの脱却も逆風となり、経済的な窮状が為替相場にも反映されそう。これまで、資源価格の上昇によって、ブラジル・レアールや南アフリカ・ランドなどは、対ドルでも大幅に上昇した。ただ、資源価格も上がり続けるわけではないだろう。これまでの上昇に対する反動にも備えたい。

購買力平価は、日米間のインフレ率の格差に応じ、為替相場が調整される「相対的購買力平価(PPP)」を指す。なお、ビッグマック指数など、国内外の同一品目を比較するのは絶対的購買力平価である。

そのほか、輸入品価格の上昇を通じ、日本のインフレが一段と助長される。賃金の伸びが追い付かない限り、実質賃金が目減りするため、国内の各方面から行き過ぎた円安の是正を求める声が増しても不思議ではない。黒田総裁の任期到来後を見据え、日銀の政策に何らかの微調整が加わるとの思惑が台頭すれば、円安の潮目も変わり、年内にも115円程度まで反転するだろう。ただ、実際にそうなるかどうかは、これからの日銀次第となり

そのほか、輸入品価格の上昇を通じ、日本のインフレが一段と助長される。賃金の伸びが追い付かない限り、実質賃金が目減りするため、国内の各方面から行き過ぎた円安の是正を求める声が増しても不思議ではない。黒田総裁の任期到来後を見据え、日銀の政策に何らかの微調整が加わるとの思惑が台頭すれば、円安の潮目も変わり、年内にも115円程度まで反転するだろう。ただ、実際にそうなるかどうかは、これからの日銀次第となり



利上げに踏み切ったFRBの  
パウエル議長 Bloomberg

何が起きるか⑦

# 長期金利

## 米国で年末2%超、日本0.1% ウクライナ深刻化で低下リスク

成長率や物価上昇率の低下に伴い、先進国の長期金利は低下傾向が続いている。

### 金

利は「貨幣（お金）の価格」といわれる。というのも、金利は「お金の借り手の意欲」の強弱に影響を与えるからである。つまり、金利が低ければ借り手はより低いコストでお金を借りられるため、借り入れの意欲が上昇し、金利が高ければ逆に低下する。

借り入れの意欲が上昇することは、お金を借りて設備投資をする企業や、ローンを組んで住宅や車などを購入する個人の増加につながる。よって景気拡大や物価の上昇（インフレ）は、金利が低いほど起こりやすく、逆に金利が高いほど沈静化しやすい。

景気の悪化は失業率の上昇などにつながる一方で、必要以上の景気の過熱もバブルを生む恐れがあるほか、物価の急激な上昇も国民生活に悪影響を与え得る。よって、

がある。そこで、経済を適切に導くため、金利をコントロールする役割を担う機関が、日銀や米連邦準備制度理事会（FRB）といった中央銀行である。中央銀行は1日といった極めて短い期間の金利をコントロールする。

金利は同じ通貨でも、資金の借り手や期間によって水準が異なる。同じ借り手について、期間を横軸、金利を縦軸に並べたグラフを「イールドカーブ」（利回り曲線）と呼ぶ。イールドカーブは、市場の景気、物価に対する見通しを測るための重要な物差しだ。

資金の借り手については、通常は最も信用力が高いとみられる国債のイールドカーブがその通貨の金利の指標とされる。

国債には償還期限が1年以内の短期から30年の超長期までさまざま

場メカニズムを通じて決定されるが、その際に大きく影響するのが、中銀が誘導する「短期金利」（政策金利）の市場予測である。例えば10年国債利回り（10年金利）であれば、市場の予測する今後10年間の政策金利の平均的な水準を反映すると考えられる。特に近い将来は具体的に予想しやすいため、5

年以下程度の金利は市場の政策金利予測を精細に反映させやすい。10年程度の長期金利は、詳細な予測が困難な遠い将来の予想を含むため、長期的に見た平均的な金利水準の予想も反映する。これは、その国の経済の平均的な「成長率」や「物価上昇率（インフレ率）」と連動しやすい。また、財政赤字拡大に伴う国債の増発など、国債独自の需給の変化にも影響を受け

る。

購入することで、長期金利を直接コントロールする場合もある。例えば日銀は、政策金利に加えて長期金利にも政策目標を設定している（イールドカーブ・コントロール）。

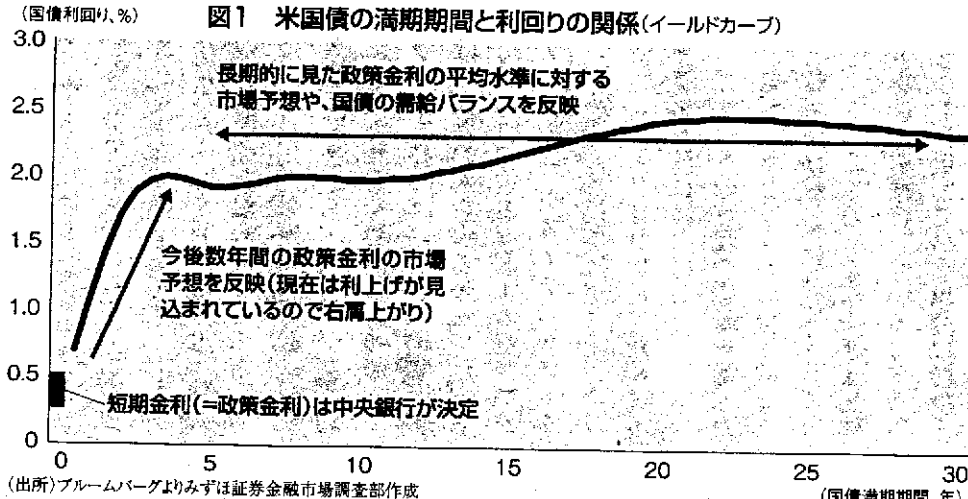
全般的に「景気が良く物価が上昇するほど、中銀がそれを抑制するために利上げをする」という見通しから、中期～長期金利は上昇しやすく、景気が悪く物価が下落するほど、逆に利下げの見通しから中期～長期金利は低下しやすい。このため、長期金利は「経済の体温」と呼ばれる。

### 米金利は緩慢な上昇

過去の金利動向を見ると、数十年単位の長いスパンでは、世界的に成長率や物価上昇率の低

たんじ のりあつ  
丹治 倫敦  
(みずほ証券  
チーフ債券ストラテジスト)

図1 米国債の満期期間と利回りの関係(イールドカーブ)



先進各国の長期金利も低下トレンドをたどってきた。他国に先駆けて成長率や物価上昇率の低下が進んだ日本では、10年以上前から金利は相当な低水準で推移している。

直近の1年程度の動きを見れば、先進国、特に米国では金利が上昇した。物価上昇の加速に伴い

市場は今年合計1・75%以上の利上げを織り込んでいるが、実際には1・5%以下にとどまると見ている。結果的に、米長期金利もあくまで緩やかな上昇となるだろう。年末時点での米長期金利の水準は2・45%と予想している。

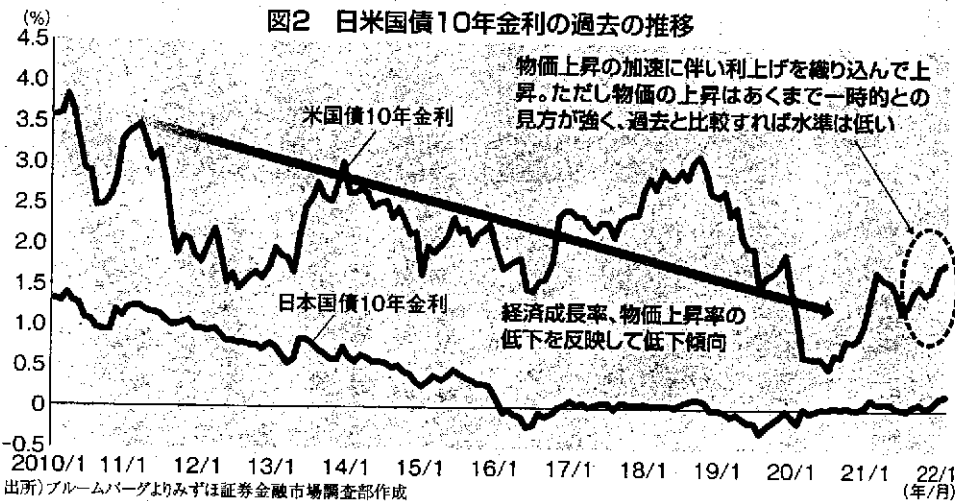
日本では、現状の物価上昇率は1%以下であり、米国とは大きく状況が異なる。春以

中銀の利上げが織り込まれてきたからである。実際、2022年3月に米国の政策金利は0・0・25%から、0・25・0・50%に引き上げられた。ただし、大幅な物価上昇は一時的であるという見方が優勢で、必ずしも長期的に見て政策金利の平均的な水準が大幅に上昇するとは考えられていないため、長期金利は過去の水準ほどには上昇していない。

今後中銀の動きがカギとなる。米国では、今後どの程度のペースでどこまで利上げが行われるかが重要になる。足元、米国の物価上昇率は7%以上に達しているが、年の後半にはピークアウトが始まるとみられ、それに伴い利上げのペースも鈍化するだろう。

中銀の利上げが織り込まれてきたからである。実際、2022年3月に米国の政策金利は0・0・25%から、0・25・0・50%に引き上げられた。ただし、大幅な物価上昇は一時的であるという見方が優勢で、必ずしも長期的に見て政策金利の平均的な水準が大幅に上昇するとは考えられていないため、長期金利は過去の水準ほどには上昇していない。

図2 日米国債10年金利の過去の推移



降物価上昇率は1%を超える水準まで上昇することが見込まれ、中銀の目標である2%に瞬間的に到達する可能性があるが、その水準を安定的に維持することは見込みづらい。

利上げが実施される可能性は低く、長期金利を対象としたイールドカーブ・コントロールも続く中

米国の戦地から地理的にも遠くロシアへの経済依存度も欧州より低いことから、現状ではインフレ圧力が重視され主に金利上昇圧力が強いように見えるが、情勢が長期化または深刻化し、米国が景気後退に陥るリスクが高まったと市場がみなせば、一転して大幅な金利低下をもたらす可能性がある点には注意したい。

米国の戦地から地理的にも遠くロシアへの経済依存度も欧州より低いことから、現状ではインフレ圧力が重視され主に金利上昇圧力が強いように見えるが、情勢が長期化または深刻化し、米国が景気後退に陥るリスクが高まったと市場がみなせば、一転して大幅な金利低下をもたらす可能性がある点には注意したい。

で長期金利は低位安定が続くだろう。22年末の長期金利は0・1%と予想している。

ウクライナ次第で低下も

なお、足元はロシアのウクライナ侵攻が市場を揺るがしているが、こちらの米金利に対する影響はやや複雑である。ロシアに対する経済制裁を行ったことによる西側経済への負の影響や、戦火の拡大に対する懸念は景気悪化観測につながり金利低下要因となるが、同じく経済制裁によるコモディティ価格の上昇はインフレ圧力を通じて金利上昇要因にもなる。