

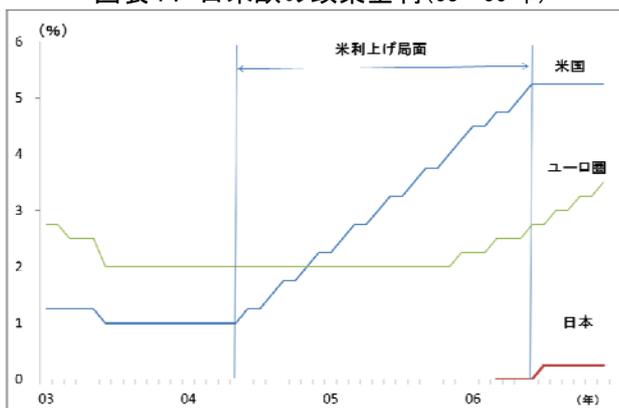
(為替)：米利上げ局面のドル円相場を振りかえる

米 FRB は肅々と量的緩和策の縮小を進めている。このままのペースで行くと、年終盤には量的緩和が停止となり、次の段階として利上げ（政策金利の引き上げ）が視野に入ってくる。為替市場でも徐々に利上げがテーマとしての重みを増していくだろう。そこで、前回の米利上げ局面における為替相場、とりわけドル円相場の動向を振り返っておきたい。

米国での前回利上げ局面は 2004 年 6 月に開始され、06 年 6 月に終了している。この間、17 回連続の利上げが行われ、利上げ幅は合計 4.25% に達した（図表 1）。タイミング的には、米国の利上げ開始がユーロ圏（05 年 12 月）や日本（06 年 7 月）に大きく先行した形であった。

次に利上げと為替の関係性について見てみよう。一般的な為替のセオリーでは、「利上げ＝通貨高」の関係が成り立つとされる。利上げによって当該国通貨の投資妙味が増し、需要が高まるためだ。実際、前回米利上げ局面前後のドル円レートを見ると、不安定ながら確かに円安ドル高が起きている（図表 2）。具体的には、利上げに先立つ 04 年 4 月に利上げ観測が高まることで先行きの政策金利を織り込む米 2 年国債利回りが急上昇し、以降も上昇基調を続けた。この間、日本の金利は低位で推移していたため、日米金利差が拡大し、円安ドル高が促されたと考えられる。ドル円レートは米金利が上昇し始めた 04 年 4 月（平均 107.3 円）から利上げが終了した 06 年 6 月（同 114.5 円）にかけて 7 円程度円安ドル高が進んだ。ちなみに、04 年の後半には一旦円高ドル安が進んだが、米国の経常収支赤字が強く懸念されていたことが主な要因であったと考えられる。

図表 1：日米欧の政策金利(03～06 年)



(注) 日本はゼロ金利政策後、01 年 3 月に政策目標を日銀当座預金に変更、06 年 3 月に政策金利を復活
 (資料) Bloomberg

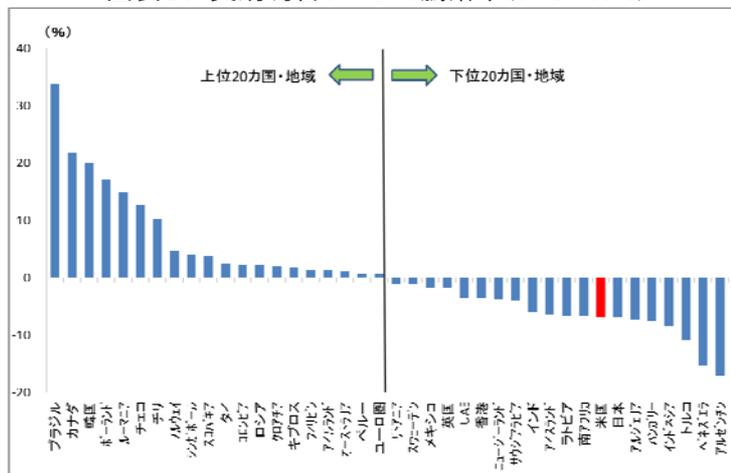
図表 2：ドル円相場と米 2 年債利回り(03～06 年)



しかしながら、この間にドルが全面的に上昇したわけではない。通貨の総合的な強さを示す一つの指標に“実効為替レート”がある。これは、各国通貨と他通貨との 2 国間為替レートをその国との貿易シェアによって按分し、指数化したものだ。米国（ドル）の実効レートを見ると、前回利上げ期間に約 7% 下落しており、騰落率は BIS 集計対象 61 か国・地域中の 54 番目にあたる（図表 3）。つまり、前回利上げ局面のドルは多くの通貨に対して下落したことを意味し

ており、この間に円安ドル高となったのは、円がさらに下落したためであることがわかる。ドルが下落する中で大きく上昇したのは、資源国通貨や一部新興国通貨だ。当時は米国が貿易赤字を垂れ流す裏側で新興国が輸出を伸ばして急成長しており、新興国の需要拡大によって資源価格も急上昇していた（図表4）。資源の先高感や成長期待を受けて、資源国・新興国通貨買いが旺盛になっていた。つまり、この間のドル安は、ドル金利の上昇にもかかわらず、相対的により魅力的な通貨が存在したため、世界のドル選好が弱かったために起きたと考えられる。

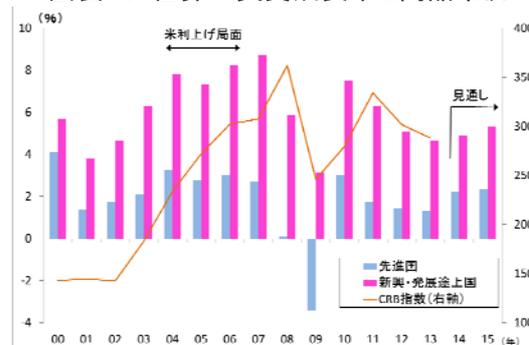
図表3：実効為替レートの騰落率(04/5→06/6)



(注) Broad indices を使用

(資料) BIS

図表4：世界の実質成長率と商品市況



(資料) IMF ” WEO Database April 2014”、Datastream

ちなみに、期間は短かったが、前々回の米利上げ局面(99年6月～00年5月)も簡単に振り返ってみると、利上げ局面の米2年債利回りは上昇、ドル実効レートは3%上昇した。ただし、円の実効レートがこの間に2割弱も上昇したため、ドル円では急激な円高ドル安となった。米国がインフレ懸念や経常収支赤字という通貨安材料を抱え、ドルの上値が重い一方で、景気回復期待が強く、協調介入の低実現性が材料視された日本円に買いが集まったためと考えられる。以上のとおり、米利上げ局面では必ずしもドルが増値し、それに伴って円安ドル高が進むわけではない。金融政策以外の日米の事情やその他海外情勢も絡むため、幅広く見る必要がある。

それでは、来年と目される次回の米利上げ局面の為替はどうなるだろうか。前回と異なる点は、新興国経済が勢いを失った一方で、世界の牽引役として米国経済の強さが顕著になっていることだ。また、新興国経済の減速で資源価格の先高感も減退している。さらに、ドルの弱みであった米経常収支赤字もシェール革命の追い風等を受けて大きく改善している。これらの状況は続くとみられ、次回米利上げ局面ではドル実効レートの上昇を後押ししそうだ。

また、ドル円で見ただけの場合には、過去の米利上げ局面には無かった円安要因がある。日本が貿易赤字に転落し、その解消が見えないことだ。このことから、次回の米利上げ局面では“ドル高”“円安”の色彩が強まる可能性が高い。

ただし、前回と比べて高まっている円高リスクもある。それは地政学リスクやアベノミクスへの失望リスクなどだ。また、米利上げ自体が新興国からの急激な資金流出を起こすリスクもある。これらは米国債需要増加を通じた米金利低下や株安を通じたリスク回避の円買いをもたらすため、もし顕在化すれば、米利上げにもかかわらず円安ドル高が進まないことになる。

(上野 剛志)