

国内外経済の動向

レンジ相場が続くドル円レートの今後

【ポイント】

1. FRB の金融政策正常化に対する慎重姿勢への転換により、これまでのような日米金利差拡大による円安圧力は期待しにくくなっている、円高リスクは高まっている。
2. 円高が進行した場合、金融緩和長期化による副作用への警戒感が根強いなか、日銀が円高阻止に繋がる実効性のある追加緩和措置を打ち出すのは難しいだろう。
3. 過去の消費増税時には円安が進む傾向があったが、今回増税時の消費者物価の上昇は限定的とみられ、これを直接の背景とする円安圧力は小さいと考えられる。
4. ドル円レートは引き続きレンジでの推移を見込むものの、リスク要因が山積するなか、想定以上の世界経済の減速とそれに伴う金融資本市場のリスクオフ化に備えることが肝要であろう。

昨年のドル円レートは 1 年間の値幅が 9 円 99 錢となり、変動相場制に移行した 1973 年以降では初めて 10 円に満たない過去最少の値幅となった。ドル円レートは、短期的に振れが大きくなる局面はあっても、ここ 2 年程度の間、110 円を中心に ±5 円程度のレンジで推移しており、やや長い目でみると動意の乏しい展開が続いているといえる（図表 1）。本稿では、為替レートの動向を左右する数多くの要因のうち、足元で転換点を迎える主要国の金融政策、日本で予定される消費税率引上げが及ぼす影響を取り上げて、レンジ相場が続くドル円レートの今後を考える。

図表 1. ドル円レートの推移



1. FRB の金融政策正常化に対する慎重姿勢への転換と他の中銀への拡がり

2019 年入り後の金融資本市場を取り巻く環境の大きな変化として、FRB（米連邦準備理事会）の政策スタンスの転換が挙げられる。米中貿易摩擦の影響に対する懸念や世界経済の先行き不透明感などを背景に、昨年 10 月から 12 月末にかけて NY ダウ株価指数の下落率が約 12% となるなど金融資本市場は大きく混乱した。その際、FRB の政策スタンスも株安に拍車をかけた。FRB は昨年 12 月の FOMC（米公開市場委員会）で 4 回目となる利上げを実施し、政策金利である FF 金利の誘導目標を 2.25～2.50% へと引き上げた上で、声明文には「さらに幾分かの段階的な利上げ」を見込むとした（図表 2）。加えて FOMC 後の記者会見にて 2017 年 10 月より実施しているバランスシートの正常化について問われたパウエル FRB 議長は「自動操縦（オートパイロット）」でバランスシート縮小は進められると発言したことが、米国経済の先行き懸念をさらに高め、皮肉にも FRB の政策スタンスが金融資本市場の混乱を助長する格好となった。

結果として、FRBは金融政策正常化に向けたスタンスの転換を余儀なくされ、1月のFOMCの声明文では、それまでの「さらに幾分かの段階的な利上げ」が適切との文言を削除する一方、政策金利の調整については、何が適切かを「世界の経済・金融動向と抑制されたインフレ圧力に鑑みて忍耐強く決定する」とし、当面、利上げを見送る姿勢を示唆した。また、1月のFOMCの議事要旨によれば、ほぼ全ての参加者が2019年内にもバランスシート縮小を停止させることが望ましいと考えていることも明らかとなった。2017

年10月より開始されたバランスシートの正常化は2019年内にも終了する可能性が高く、今後具体的な方針が示されることとなっている。

FRBは今後の金融政策の方向性を明確には示しておらず、実際、FOMC参加者の多くは「年後半の政策金利をどのように調整することが適切か明確ではない」としている。また、そのうちの数人は「インフレ率がFOMCのベースとする予想を上回った場合のみ必要」との意見に対して、別の数人は「経済成長が予想通りに推移した場合には必要である」との意見が示されるなど参加者の利上げに対する見方は分かれている。もっとも、原油安もありインフレ圧力は抑制された状況が続くとみられることから、FRBは当面様子見姿勢を続けることが見込まれる。

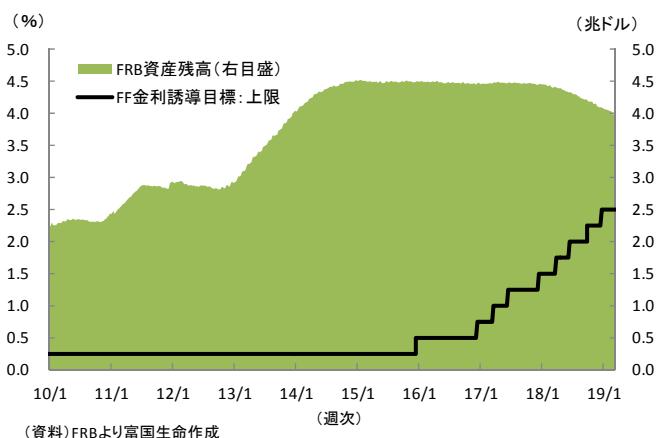
こうしたFRBの動きに追随するように他の中銀も景気への配慮を重視し金融緩和方向に傾くハト派的なスタンスへのシフトが目立ってきている。ユーロ圏ではECB(欧州中央銀行)が2018年末に資産買入を終了し、今年後半にも利上げを開始するとみられていたが、3月の理事会において2019年の成長率見通しを大きく引き下げ、年内の利上げ断念と銀行への新たな資金供給策(TLTRO3)の導入を決めた。また、オーストラリアでは、ロウ中銀総裁が従来の利上げ志向から中立姿勢への転換を示唆し、インドでは1年半ぶりに利下げを実施している。

こうした中央銀行のハト派的スタンスへの変化、とりわけFRBの金融政策正常化の慎重姿勢により、これまでのような日米金利差拡大による円安圧力は期待しにくくなっている。

2. 日銀は円高阻止に繋がるような追加緩和措置は困難か

FRBを含めた各国中銀の政策スタンスの変化は、粘り強く大規模な金融緩和を推し進める日銀にとって頭の痛い問題である。デフレ脱却に向けた日銀の政策は、異次元緩和とそれがもたらす円安圧力に依存してきた側面がある。2019年の消費物価を見通すと、消費増税による物価上昇は教育無償化などの影響や原油安による下押し圧力にかき消され、低位で推移すると予想される。これに円高による輸入物価の下押し圧力が加われば消費者物価が再びマイナス圏に沈むことも危惧される。日銀の物価安定の目標達成をさらに困難化させないためにも、円高進行によるデフレ圧力や輸出への下押し圧力の強まりを回避したいとの思惑が強まることが想定され、円高が進行する局面では、日銀は一段の追加緩和に踏み切らざるを得ないだろう。

図表2. FRBの資産残高と政策金利誘導目標



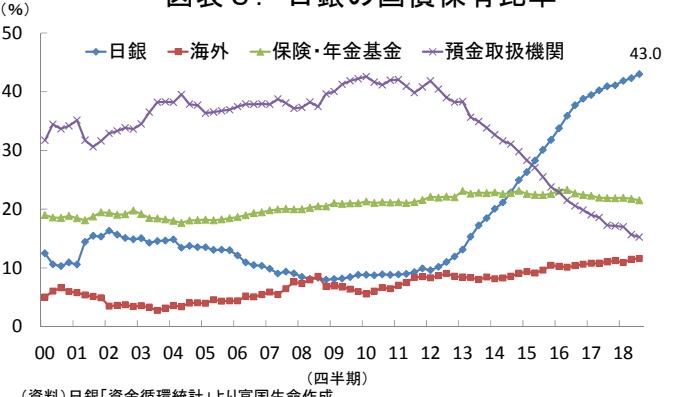
日銀の追加緩和の選択肢としては、短期政策金利の引下げ、長期政策金利の引下げ、資産買入の拡大、マネタリーベース拡大ペースの加速などが挙げられる。日銀の国債保有比率は2018年9月末時点で43.0%にまで達してはいるものの、対象資産が枯渇したわけではない（図表3）。また、ETFやREITの買入については将来的な株安局面における日銀のバランスシート悪化懸念は燐るもの、買入余地としてはまだ十分といえる。政策金利の引下げについては、金融機関への副作用への配慮という点が昨年まではクローズアップされてきたが、現状の金利水準が下限とは言い切れない。また、2018年7月に日銀は政策金利のフォワードガイダンスを導入したが、この文言を修正することも時間軸効果をもたらす緩和政策として選択肢の1つといえるだろう。追加緩和余地の限界も指摘されるところではあるが、技術的には不可能ともいえない。とはいっても、こうした追加的な措置が円高阻止に繋がるかは疑わしい。政策の持続性への懸念や、金融緩和の副作用への警戒感が強まることで、かえってインフレ期待の低下、金融緩和効果の減退によって物価安定の目標達成を遠ざけてしまう可能性がある。

3. 消費増税による円安の可能性はあるか

2019年に予定されるイベントとして10月の消費税率引上げが挙げられる。消費税は1989年4月に3%で導入された後、1997年に5%、2014年に8%へと引き上げられてきたが、この過去3回の消費増税時にはいずれも円安・ドル高が進行したという経験則がある。図表4は消費増税の直前月を0として横軸にドル円レートの月末値の推移を示したものだが、増税から6カ月後では1997年の増税時が円高・ドル安に振れるなどまちまちの動きであるものの、12カ月後にはいずれのケースにおいても大きく円安・ドル高が進行していることが確認できる。

消費増税が円安に繋がる要因として指摘されるのは、物価上昇による影響である。図表5のように消費増税は消費者物価を押し上げることから、通貨価値を低下させる要因とな

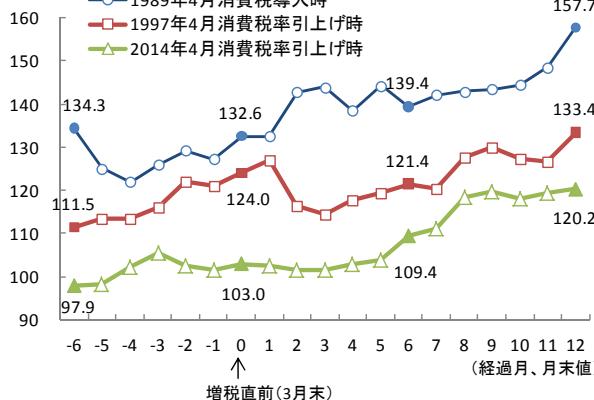
図表3. 日銀の国債保有比率



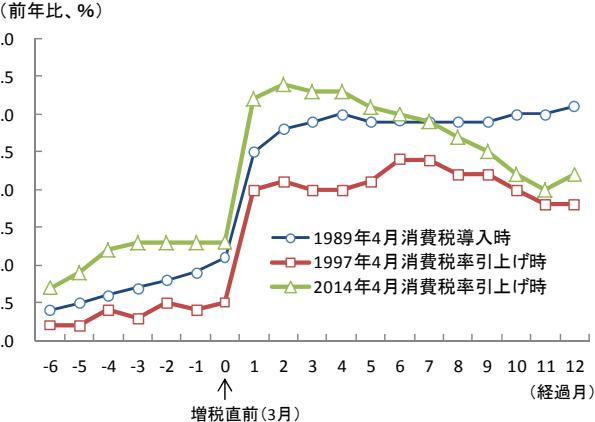
（資料）日銀「資金循環統計」より富国生命作成

（備考）国庫短期証券と国債・財投債の合計より算出、主な主体の抜粋のため合計は100にならない

図表4. 消費増税前後のドル円レートの変化　図表5. 消費増税前後のコアCPIの変化



（資料）Bloombergより富国生命作成



（資料）総務省より富国生命作成

る。実際、消費者物価の動向とドル円レートをみると、過去3回の増税時にはいずれも消費者物価の上昇を追いかけるように円安が進んだようにもみえる。また、消費増税に伴う実質的な可処分所得の減少が家計を中心に日本経済の下押し圧力となる点も円安の誘因となる。ただし、この円安の経験則は必ずしも消費増税だけが要因で円安が進行したとは言えないことには留意が必要である。2014年の増税時を振り返ると、2013年4月に日銀が異次元緩和を導入、さらに2014年10月には追加緩和を打ち出した局面にあったことも大きく影響していよう。

それでは、今回の消費増税時においても同様に円安が進行するのだろうか。消費者物価指数(CPI)の押し上げ幅という点でみると、前回2014年増税時のCPIの前年比は+2.0%pt程度押し上げられた。今回は消費税率引上げ幅が2%と前回増税時の3%より小さく、加えて食品などに軽減税率が適用されることからCPIの押上げ効果は+1.0%pt程度にとどまる見込みである。さらに、増税に合わせて、幼児教育の無償化の実施が予定されていることを加味すると、+0.4%pt程度にまで圧縮される。また、原油安の影響や携帯電話通信料の値下げも物価の下押し圧力になることが想定される。したがって、日銀による異次元緩和が継続されるなかではあるものの、過去3回の局面のように消費者物価が大きく上昇するようなことは想定しにくい。また、日銀の分析によれば、増税時におけるネットの家計負担額は2014年度増税時8.0兆円に対し、2019年度増税時は2.2兆円と試算されており、消費増税に伴う実質的な可処分所得の減少を通じた日本経済の下押し圧力は前回よりもはるかに小さくなる見込みである。

そのため、今回の消費増税時については、これ自体を直接の背景とする円安圧力はこれまでよりも小さいと考えられよう。

4. 足元のドル円レートの動向と今後

通常FRBの金融政策スタンスが慎重姿勢に転じた場合、ドル円レートは日米金利差の縮小を見越して円高・ドル安方向に向かいやすい。しかし、FRBが金融政策正常化に向けた姿勢を慎重化させた1月、一旦は円高・ドル安が進行する局面はあったが、その後はむしろじりじりと円安・ドル高が進んでいる。FRBの政策スタンスの転換や米中通商交渉の進展期待などを受けて過度な先行き悲観論が後退するとともに株高傾向となるなど、リスク回避の動きが緩和していることが背景にあろう。

世界経済の先行きは依然として不透明感が強いが、メインシナリオとしてはFRBの金融政策正常化に対する慎重な姿勢や中国の景気刺激策もあって、世界経済は回復ペースが鈍化こそそれども失速はしないという見方をしている。そのため、市場の一部で観測されるFRBの利下げなどには至らず、日米金利差が維持されるもとで、ドル円レートは110円前後のレンジでの推移が続くだろう。

主要国中銀のハト派的なスタンスは今後の経済を下支えする要因になるのは確かだが、裏を返せば、それだけ世界経済の下振れリスクが大きいということを意味する。一方、円高が進行した場合、大規模緩和の長期化による副作用への警戒感も根強いなかで、円高阻止に向けて実効性のある追加緩和措置を日銀が打ち出せるかは疑わしい。また、消費増税に伴う円安進行も期待できそうにない。このように、世界経済を取り巻くリスク要因が顕在化した場合において、急激に円高にふれるリスクが従前よりも高まっている。米中貿易摩擦の一段の激化などによる想定以上の世界経済の減速とそれに伴う金融資本市場のリスクオフ化に備えることが肝要であると思われる。

(財務企画部 大野 俊明)