

マネー潮流

日銀をいつまで信じ続けるべきか

1ドル150円水準が続く円安でさまざまな問題も出てきて、日銀も政策修正を迫られかねない。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で20年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



円安が続き日米金利差がより焦点となる中、日銀が政策正常化に慎重なスタンスであり続けるか疑問も出る。(写真は昨年10月)

10月初めにドル円レートは瞬間的に150円をつけた後に乱高下し、財務省による為替介入の観測も出た。実際はレートチエックのみで介入は行われていないとの見方が強いが、昨秋の急激な円安の進行時には145円で為替介入が実施され、150円に達した際にも再度実施された。昨年は145円で実施した介入を今回の150円到達でもまだ行っていないのは、米長期金利がすでに昨秋の水準を大きく上回り、介入でドル高の流れを完全に断ち切るのには難しいと考えているからだろう。

FRB(米連邦準備制度理事会)が来年にかけて政策金利を長期間据え置く公算が強まり、米長期金利も同様に高止まりする見通しに市場が傾いている。それらを踏まえると、為替も現在のドル高円安水準が今後ある程度固定化されてくる可能性は否定できない。このような基本認識が日本の政策当局内にもあるからこそ、おそらく無理やり為替の方向感を逆転させようとするような強引な介入は回避しているのだと推測される。

わずか2年ほどで対ドルでの円の価値は約25%も下落している。そのうえ、この間の欧米での物価上昇は日本を大きく上回っているため、帰国した日本人は皆口をそろえて、海外の食事やホテル料金の異常な高さを訴える。日本は貧しくなり、もはや先進国とさえいえないのではないかと嘆く声もしばしば聞かれるありさまだ。この「肌感覚」からすると、本当に1ドル150円の水準が常態化することなどあるのか、素朴な疑問も生じる。しかし現時点では、常態化するとの予想に十分な説得力がある。逆に、今後1ドル120〜130円程度にまでドルが反落するには、米国の金利がどういう水準になればいいか。日米長期金利差(10年国債金利)と為替水準の過去数年間の関係から逆算してみると、1ドル120円に戻すためには、金利差が250ベーシスポイント(2.5%)まで縮小する必要があるという結論になる。

現在は米債金利が4・7%前後、JGB(日本国債)金利が0・7

%台で日米スプレッドは約400ポイントに達している。この400ポイントという水準は過去数十年間では2000年前後の数年間のみに見られた高水準だ。当時は日本が金融危機、片や米国はITバブルの好況期と、日米の経済状況が百八十度異なっていた時代。そんな時代と同じスプレッド水準に現在はなっているわけである。

それゆえの1ドル＝150円だが、この金利差が仮に250ポイントまで縮小するには米長期金利は3・2%まで低下する必要がある。通常は米長期金利の低下に連動してJGB金利もある程度低下するのが一般的であり、実際には米長期金利が2%台後半まで低下しなければ250ポイントの日米金利差には達しないだろう。しかし、現在の米国の頑強なインフレ圧力を考えると、24年いっぱいを見通しても、米債10年金利が2%台後半まで低下するのはやや非現実的なシナリオのように思える。それどころか、この400ポイントという歴史的な日米長期金利差が継続ないし若干の縮小にとどまる可能性も十分にあり得る。その場合は、為替相場は高止まりどころか、時間とともにさらにじわじわと円安が進行していく可能性もないわけではない。

この状況ではドル高円安進行の

10月23～29日の経済日程

23日(月)

東京国際映画祭開幕(11月1日まで)
シンガポール9月CPI発表
イスラエル中央銀行金融委員会会合

24日(火)

SemIsraelエキスポ2023
(イスラエル、エアポートシティ)

25日(水)

オーストラリア7～9月期CPI発表

26日(木)

ジャパンモビリティショー
(11月5日まで)
米7～9月期GDP速報値発表
欧州中央銀行(ECB)
定例理事会(アテネ)
EU首脳会議(ブリュッセル、27日まで)
トルコ中銀金融政策会議

27日(金)

10月東京都区部消費者物価指数発表
米9月個人消費支出物価(PCE)
指数発表

28日(土)

G7貿易相会合(大阪、29日まで)

日米金利の逆行が必要

もう一方の要因についても考えざるをえない。すなわち日銀の金融緩和継続による影響である。米債金利が2%台まで低下するのが非現実的だというのであれば、逆に米債金利がそこまで低下しなくても日米長期金利差が250ポイントになるような日本の長期金利水準はいかほどなのかという考え方もできる。単純な計算として、米債金利が3・5%までの低下でJGB金利が1%に上昇する、あるいは米債金利が現状の4・7%のままJGB金利が2・2%まで上昇すれば、金利差は250ポイントになる。

要は現在の為替水準からくる日本の「貧しさ」を解消するために

は、どこかで日米の長期金利の「逆行現象」が生じる必要があるということだ。直感的にはそんなことは簡単に起こりそうにないが、それが実際にどこかで起こらなければ、この為替水準が続く。

日本の「貧しさ」は、海外から見れば日本のあらゆる資産や物価が「異常に安い」状況が続くということだ。それは日本の資産価格と物価に、海外との裁定から今後もし上昇圧力が加わり続けるということである。資産価格については、株高や不動産価格の上昇には資産効果を通じて経済全体の需要を押し上げるプラス効果がある一方で、物価の上昇は実質賃金の抑制を通じて逆に需要を抑制するマイナス効果も小さくない。このプラスと

マイナスのバランスを考えたとき、来年にかけて日銀がはたして金融緩和の正常化を「緩やか」に行うことが適切かという疑問も出るだろう。どこかで日米金利の方向が「逆行」するほどの「急激な金融緩和からの正常化」が要請される可能性もないとはいえない。

為替の問題は喫緊の課題といえるが、株高や不動産価格の上昇もペースが速すぎれば問題視されることがありうる。米金利の高止まり状況が続くほど、日銀が正常化に「慎重なスタンス」を取り続けることにさまざまな問題が生じてくるだろう。日銀の「正常化」は慎重に行われるという日銀の現時点における説明を、市場参加者はあまり素直に信じ続けるべきではない。