

為替変動要因としての金利差の影響度

先週中国の発行するドル建て債の金利が米国債と同じレベルになったことが注目された。トランプ大統領と習主席の会談で貿易問題などの合意が成立し、トランプが G2 での問題解決の意義を誇った。G2 の概念は以前から中国が主張し米国が拒んできたものだったはずだが。エヌビディアの CEO は AI の競争では米国でなく中国が勝利すると発言した。エネルギーコストと規制の度合いのためだ。

こうした最近の一連の出来事は中国の対外的信用度の高まりを表す。国内経済は依然として低迷から抜け出せず、輸出依存の経済構造は変わらず、対外的軌轢を起こす度合いが増えているにもかかわらずだ。

為替を見るとドル人民元は年初来の変動幅が 4% 弱程度だ。管理変動相場制を採る中国人民銀行は変動幅をコントロールしている。輸出促進のためには人民元安が有利だが無理に通貨安政策を採らない。人民元安が進み資本流出が加速するリスクを警戒するからだ。それに通貨高の方が中国の世界でのプレゼンスを高めやすい。日本と逆だ。ドル人民元は今年 2% 強の人民元高で推移していて直近では 7.118 水準だ。

ドル人民元は今後も緩やかな下落(人民元の上昇)基調をたどるだろう。

一方で円は高市政権になって円安傾向が進んでいるが、その主因の一つに日銀の金融政策が挙げられる。米国財務長官からも日銀はビハインドザカーブにあり、利上げをして金融正常化を進めることでインフレや為替の安定がもたらされると指摘された。

ただ金融政策は以前ほど為替レートに影響を与えていない。金利差が為替レートの決定要因として完全に作用するには前提がある。自由な資本移動だ。ところが最近では関税、取引としての対外投資の強制、制裁や罰則としての資本流出規制など、自由な資本移動を阻むケースが多くなった。それで金利差が資本移動にストレートに繋がらず、理論通りに変動するケースが低下した。金利差が為替変動要因でなくなったのではなく、その影響度が低下した。

ちなみに中国は資本規制を課しているので金利差が為替レートに反映することは少ない。ただ都合で規制の濃淡を調整するので金利差が反映することもある。

変動相場制移行以来しばらく円はスイスフランと似た通貨と言われてきた。経常収支黒字国で安全通貨の役割を担った。両通貨はマルクと共に強い通貨の代表だった。だが最近では様相が大分異なってきた。

スイスの政策金利は年初時点で 0.5%と日本と同じレベルだった。その後スイスは 2 度利下げをして現在は 0 %だが、日本は 0.5%のままだ。円金利の方がスイスフランよりも高い。だがスイス円の為替レートを見るとスイスフラン高に推移している。金利差から見ると逆の現象だ。

理由としてはスイスフランの経常収支黒字の対 GDP 比率は日本よりも高い、地政学的リスクの広がりやスイスフランの安全通貨として需要が円より多いことなどが挙げられる。それに何より円とフランの間の資本移動が不活発なことだ。

日本が利上げをしてもスイス円への影響は大きくないと思われる。