

円高は米金融緩和がもたらす副作用

発表日：2009年1月9日（金）

～米金融・財政のポリシーミックスがドル安を引き起こす～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

米国は、財政政策の副作用を打ち消すために、強烈な金融緩和を併用している。それが、長期金利低下+ドル安をもたらしている。そのしわ寄せとして円高が起こっている。米国経済の回復が起これば、長期金利は上昇に転じて、ドル安から抜け出せるだろうが、そこまで至るには時間がかかるだろう。FRB が実質ゼロ金利を決めたときの FOMC の議事要旨を読むと、メンバーたちの議論は統一見解がみられず、混乱している。むしろ、FRB は別の政策ツールを用いて一段の緩和の余地を探っているとみられる。そうした次なる対応策は、日本にとってはさらなる円高圧力になりそうである。

ドル安容認の米ポリシーミックス

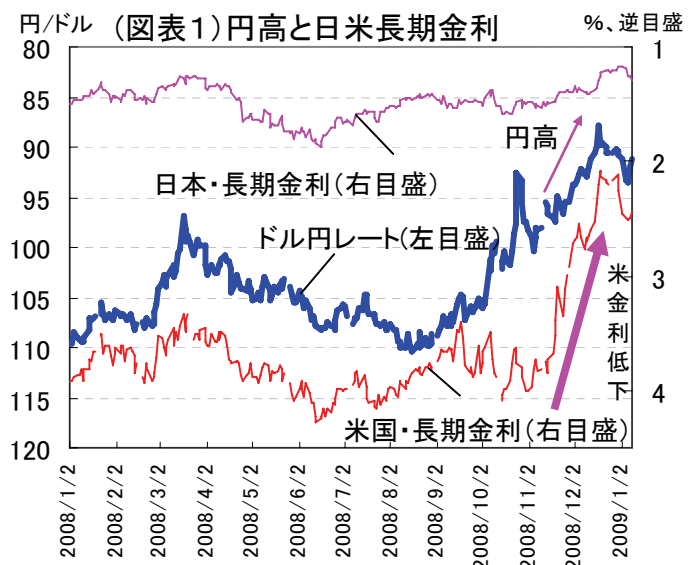
日本の株価下落と連動しているのは円高である。なぜ、90 円台前半の円高から抜け出せないかと言えば、そこにドル安圧力が横たわるからである。つまり、米国側に円高の理由があるというのが筆者の見方である。

その米国側の要因とは、FRB が強烈な金融緩和、いわゆる量的緩和政策の推進である。米国の長期金利は、バーナンキ議長が講演会で量的緩和を示唆した昨年 12 月初から急低下して、2%近くまで下がった。大量供給した流動性が、債券買いに回ったのである。そのため、日米長期金利差は縮小し、それに連動して動いてきたドル円相場は一気に円高方向に傾斜した（図表 1）。ここにきて米長期金利は 2.4%まで戻ったが、それでも 90～95 円のレンジでの円高を抜け出せない。

では、どうして FRB はこれほどの金融緩和に踏み切ったのか。もちろん、景気悪化を和らげることが目的だが、その位置づけは、財政政策との関係で意味深長だ。最近のオバマ次期大統領の経済チームは、2 年間で 1 兆ドルにも達する巨大規模の財政出動を検討しているとされる。しかし、すでに財政拡張が著しい米国がさらなる追加拡大を推進しようとする、国債発行の規模を膨らませ、それが長期金利の上昇要因につながる。一時、2008 年は長期金利が高止まりする場面もみられた。

筆者の見立てでは、その副作用を消すのが、バーナンキ議長が率いる FRB の役割だと考えられる。財政悪化が引き起こしかねない金利上昇圧力を、強力すぎるほどの金融緩和を動員して逆に金利低下に押し下げたのが FRB の狙いなのであろう。

この対応は、国際経済学で一般的なマンデル・フレミング・モデルで説明できる。教科書的に言えば、「開放経済（変動相場制）の下では、財政政策は無効になり、金融政策の方が景気刺激効果を発揮する」という図式である。財政政策の効果は、財政拡張→長期金利上昇→為替レートの増価、といったルートで消えてしまうと説明される。だから、財政政策を大胆に使うときには、同時に大胆な金融緩和を併用し、長期金利低下+為替減価を促すことで財



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

政政策の副作用を打ち消して、その効果を発揮させる。

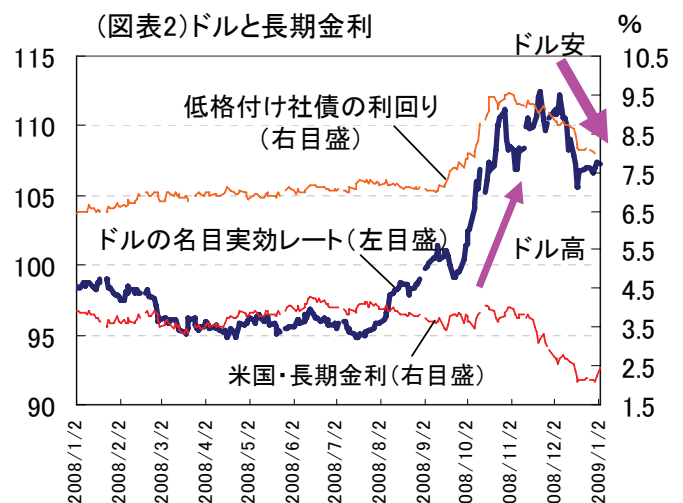
反面、米国がもともとのマンデル・フレミング・モデルに従って、金融緩和を主軸に景気てこ入れをしていけばそれでよかったかと言えば、そうではない。金融機関や家計のバランスシートが毀損している状況では金融政策だけに依存できない難点がある。米国の金融システムの毀損度が大きく、正常な金融仲介ができないため、緩和効果がバランスシート修復に吸収されて景気刺激効果が得られないからである。むしろ、財政政策を通じて、実物資産の収益率を押し上げてやる方が、効果的に景気刺激効果が得られる。この構図は、財政出動+金融緩和の併用が互いの弱点を補い合うというポリシーミックスの妙味である。

一方、このポリシーミックスが良いことづくめでない。副作用として、米国のドル安が他国の通貨上昇というしわ寄せを生み出すことだ。人為的にドル安・長期金利上昇を進めると、それが他国の通貨上昇に伴う「不況の輸出」へと波及する点である。日本は、米国よりも長期金利水準が低い唯一の国であり、日米金利の縮小に伴いドル売り・円買いが進むという副作用を被る。

量的緩和は信用リスクとの戦い

FRBの量的緩和政策が、長期金利低下を促していると指摘したが、正確にはそれだけではない。12月15日のFOMCで、誘導目標を0~0.25%に引き下げたと同時に、住宅ローン債券の購入を決めた。その前に、CP購入を行っているのも、FRBが間接的に信用リスクに対してどうにか緩和作用を及ぼしたいという意図を持っているということだろう。日銀がCP購入や民間企業金融支援を行うのも同じである。信用リスクの解消を狙いつつも、そこに資金が流れない場合には、「質への逃避」というかたちで長期金利

低下が起こる図式である。それが長期金利低下を起こす。こうしたリスクプレミアムへの緩和圧力は、実は徐々に浸透し始めている。低格付け社債(BBB)の利回りは、12月末より長期金利低下とあいまって少しずつ水準が低下してきている。企業の資金調達への負担感が徐々に軽減されている点で、景気支援効果も表れてくるだろう。低格付け社債の利回りが上昇している局面では、金融不安を背景に米国から流出していた資金が自国回帰して、名目実効ドルも上昇する反応をみせていた(図表2)。それが、FRBの量的緩和政策によって、長期金利低下、ドル安へと誘導された。この図式は、社債利回りを押し下げのために、ドル安を促すような大量流動性供給を推進しているということである。つまり、米国で社債利回りを低下させる政策対応=ドル安というかたちになる可能性がある。



米国の金融緩和はどこまで続く

ドル安の帰趨を握るのは、FRBがどこまで金融緩和を持続するかという点である。もしも、その次の段階として、政策効果が期待成長率を押し上げて、長期金利を上昇に転じさせれば、ドル安局面は変化していくだろう。円高圧力が減圧していくには、米景気回復→長期金利上昇→ドル高、という逆の回転が起こることが必要である。

ところが、そうした円高の出口までの距離には簡単に届きそうもないと思える。FRBから公表された12月15・16日のFOMCの議事要旨では、米国金融政策の苦悩が色濃く表れていた。要旨の中には、「非伝統的政策を採ったとし

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ても、しばらくは経済見直しには弱さが残る」と記されている。また、政策効果を発揮させるツールとして量的なターゲットを設定することには懐疑的な意見がみられ、妥協の産物としてFF レートが0~0.25%という低いレンジを表明することが決まった。かつて日本で採用した量的緩和の枠組みには、懐疑的なメンバーも多いとみられる。この議事要旨には、FOMC のメンバーたちのとまどっている様子がその意見交換の中に読み取れる。

本稿では、前半で、米国が教科書通りのポリシーミックスを行ったと書いたが、実際、同時進行している政策当局の意思決定においては、当局者が冷静に作戦地図を描いて進んでいる訳ではないようである。日本が1999年2月にゼロ金利政策を導入したときのボードメンバーたちもそうだったようだが、前人未到の領域を手探り状態で進んでいるのが実情だろう。

こうしたFRBの議論から窺えるのは、米国が短期的に超金融緩和から脱却するのではなく、さらに緩和効果を発揮する枠組みを実施してくる可能性である。そのことは、ドル安の進行を助長する可能性が強く、日本にとっても円高急進という好ましくない副作用を持つだろう。