

## QE 2 決定後の為替動向

～金融緩和に対する米長期金利の感応度次第～

発表日：2010年11月4日（木）

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

FOMC と中間選挙という 2 大行事を通過して、限界的な円高進行は一服している。今後のドル安は、米長期金利に量的緩和第二弾（QE 2）がどう影響してくるにかかっている。しかし、FRB の長期国債買入れが追加的に長期金利を低下させにくくなっているとみると、ドル円レートが 1 ドル 80 円を割り込んで一段の大幅円高に振れていくシナリオは後退していると考えられる。予想インフレ率の高まりや日本以外の株高は、ドル安修正の予兆とみられる。

### 金融政策への荷重

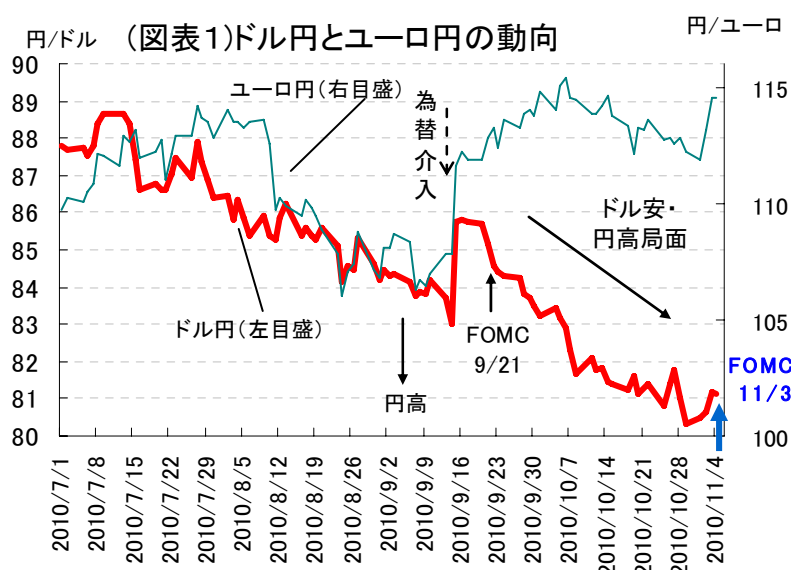
米国では、FOMC と中間選挙という 2 つのビッグイベントが終わった。全体的な印象は、米国は本当に日本に似てきたと感じる。議会の構図は、下院の与野党のねじれ現象が起こり、これからはオバマ政権の財政政策の機動性を奪っていくだろう。景気回復の流れは、従来の政策支援が息切れする中で、減速感を強めていく。それなのに、議会のねじれで、一段の支援拡張へは動きづらい。財政政策が動けなくなると、今度は金融政策に景気刺激の荷重はかかる。FRB の政策は、「量的緩和政策の第二弾（QE 2）」と呼ばれるけれども、第一弾の緩和パッケージよりも威力は低下せざるを得ない。

FOMC も終わってみれば、今後のクリスマス商戦以降の実体経済の動き次第で、金融緩和の度合いを調整していくというごく当たり前の展望だけが残された。足元のドル円レートも、一段の円高加速という方向には向かわず、現状維持の流れに終始している（図表 1）。

FOMC の総括は、事前にインフレ目標を含めた多様な手段が広範囲に検討されたが、（1）時間軸効果を強力に働かせるような追加的コミットメントは行われなかった（従来通り、長期間に亘って異例の低金利を継続）、（2）手段としては、長期国債 6,000 億ドルを約半年間に亘って、毎月 750 億ドルで買い取っていくことになった、という 2 点であろう。巷間、言われるのは、買取りの金額が、観測報道にあった 5,000 億ドルからそれほど乖離せず、意外感のないものになったということだ。

筆者が注目したいのは、今回の決定が、「インフレ目標を掲げて、その目標が達成されるまでアグレッシブに長期国債の購入を拡大させていく」という非伝統的手法を積極的かつ大胆に推進していく考え方とは質的に異なっていることだ。これは、量的緩和政策が物価上昇に波及する経路について不確実であり、そうした懐疑論に対してもバーナンキ議長が配慮したからだとみられる。

声明文には「目標への進捗はがっかりするよう遅い」という言葉もある。この言葉は、従来の量的緩和第一弾



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。

がタイムラグを伴って波及してきた効果が思いのほか大きくないということでもある。政策効果が物価・雇用に与える影響力が明確ではないのに、思い切って巨額の資産購入を行うという積極論はなかなか肯定しづらいと考えられる。だから、事前に大規模な追加的量的緩和を打ち出して効果を見極めるのではなく、「入手される情報を見ながら」、買入プログラムを調整していくという手法になったのだろう。もしも、インフレ目標を掲げて買い切りを大規模に始めたのに、クリスマス商戦が散々な結果になると、FRBの政策に対する期待感は消えうせてしまう。積極的な手法には、政策効果の薄さを見透かされてしまうリスクがあった。例えば、マッチ箱に火をつけて全部燃やすのではなく、2、3本を束にしてマッチをする方針にしたというのが今回の決定ではなかったか。

事前の議論の中には、物価上昇率ではなく、物価水準をターゲットにしてする内容もあった。しかし、物価水準ターゲットを採用した場合、FRBはその目標達成までに物価上昇率が下振れすれば、その下振れ分を取り返そうとFRBが買い切りなどの緩和策を強化せざるを得ないことになる。コントロールが効かなくなるほど、一層の緩和策を講じるというメカニズムでは、アクセルもブレーキも両方とも機能不全になるリスクがある。よく考えてみると、バーナンキ議長が、いら立つ気持ちに流されずに、経済指標次第で今後の長期国債の購入を決めていくという方針は堅実かつ賢明だったと考えられる。

## 今後のドル円レート

FRBの追加緩和に強烈な緩和観測が働いていた状況は、これで一服するのではないかと。FOMCの発表を受けても、長期金利が大きく低下するような展開にはなっていない。これはドル安の一段の進行に歯止めがかかってきた根拠になるだろう。また、シカゴIMMの投機筋のドル売り・円買いのポジションも、追加イベントが見当たらない中で徐々に縮小していくと考えられる。11月はファンドの決算期であり、利益確定が起こりやすいことも、ドル安の巻き戻しが起こる背景になりそうだ。

おそらく、FOMCを前にしたドル急落の緊張感は、もはや峠を越えていて、今後、徐々に円高に向かっていった偏ったバイアスは沈静化していくであろう。その流れは、4・5日の日銀の急遽決めた政策決定会合で、何も追加アクションが行わないことになれば、ますますそうなると思われる。

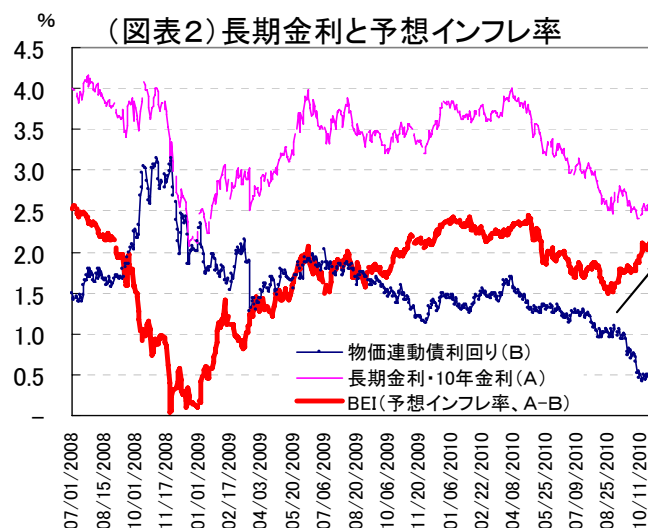
ドル円レートの年内の想定レンジは、1ドル80～84円である。仮に1ドル80円を切るようなことがあってもそれは短期間に元に戻るだろう。日本の通貨当局も、1ドル79円75銭という史上最高値を持続的に割り込むことを容認しないし、為替市場も80円を切りそうになるとそうした通貨当局の反応を見極めようと慎重になると考えられる。

すでに、円高圧力が一服してきている様子は、ドル円以上にユーロ円では明確である。1ユーロ110円を割り込むような円高は、為替介入があった9月15日にピークアウトしている（前掲図表1）。

## 隠れた予想インフレ率の上昇

米国の長期金利の流れが変化していることは、いくつかの材料からみてとれる。ここにきて5年物の物価連動債利回りがマイナスになるという異例の動きがあった。この間、長期金利は2.5%前後で推移していて、両者の差である予想インフレ率（BEI：ブレイク・イーブン・インフレ率）はやや上昇してきている（図表2、3）。

FRBが積極的な金融緩和をすれば、隠れたところで予想インフレ率は教科書どおりの展開で上昇しているのである。不思議なのは、予想インフレ率の反転上昇が、名



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。

目長期金利の上昇というかたちで顕在化せずに、物価連動債利回りの異常な低下の方に向かっているかという現象である。この点に関しては、教科書にはない不思議な動きである。

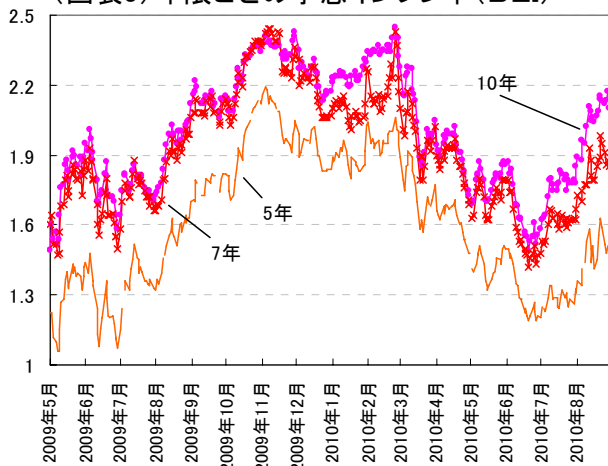
筆者はこの謎を解けないが、いくつかの仮説を立てることはできる。まず、①物価連動債利回りの低下は、投資家にとって将来のインフレをヘッジする手段が乏しく、債券を売るよりも、物価連動債を買う方法で対処したことの表れではなかったか。さらに、②名目長期金利が上昇しなかったことは、FRB が債券購入額を増やすという予想が、債券市場の参加者にとっては投資のテーマになっていて、債券を売りにくくさせているという理解が成り立つ。

10年以下のところで金利形成が需給要因で歪んでいるかもしれないという可能性は、20・30年債と10年債のスプレッドが広がっていることから窺い知ることができる（図表4）。やや長いスパンでみると、予想インフレ率と株価には連動している動きがあり、インフレになると株価が上昇するという見解を裏付けている（図表5）。

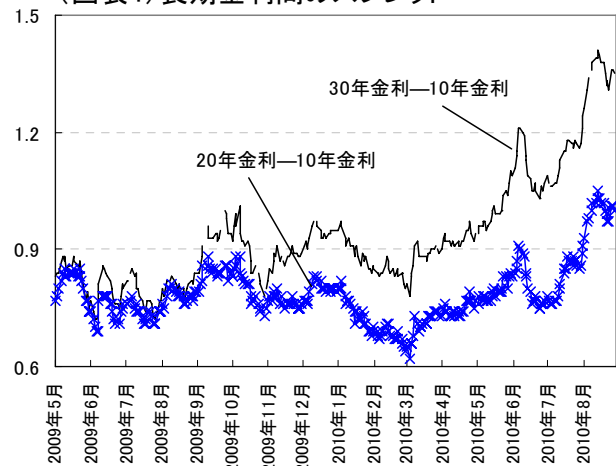
こうした諸々の材料から判断すると、長期金利を人為的に押し下げる作用は、なかなか成果を上げにくいと考えられる。FRB は、QE 2 の枠組みを強化して、今後の景気変動に応じて長期国債をさらに増額して購入を進めてくるかもしれない。それでも、筆者の予想ではもはや米長期金利を劇的に下げることができず、ドル安が進む余地も限定的ではないかと考える。

頭の体操として、インフレが顕在化したときには米長期金利が上昇しても、ドル安が進むというシナリオが成り立つ。しかし、このシナリオになることは基軸通貨ドルの信認自体が地に墮ちるときであり、現時点ではまだその可能性は大きくはないと考えられる。

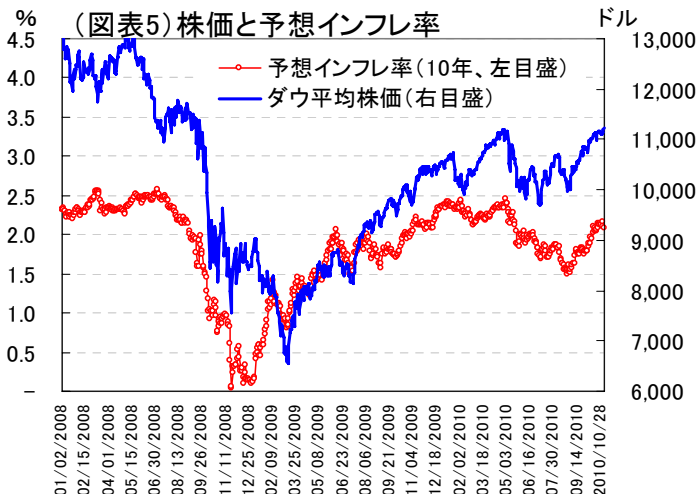
（図表3）年限ごとの予想インフレ率（BEI）



（図表4）長期金利間のスプレッド



（図表5）株価と予想インフレ率



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。見通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。