

## 米追加緩和と円高の誤解された関係

発表日：2012年9月5日（水）

～本当のリスクは金融政策が効かなくなること～

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

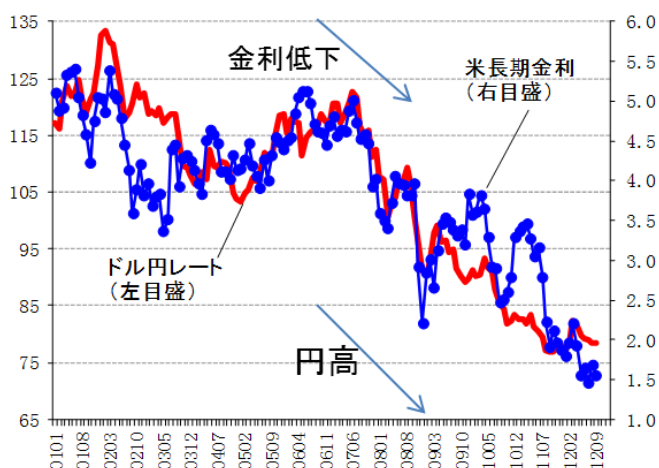
9月のFOMCにおける追加緩和観測が、円高を引き起こす懸念材料として警戒されている。しかし、これまでのQE1、QE2では、必ずしも米長期金利は低下しなかった。追加緩和が円高を招くというのは必然ではない。むしろ、問題はQE3が実体経済の改善には効かず、金融緩和効果の限界を見透かされることだろう。その場合には、金利低下と円高がさらに進行する。

### 長期金利が低下しているときに円高が進行

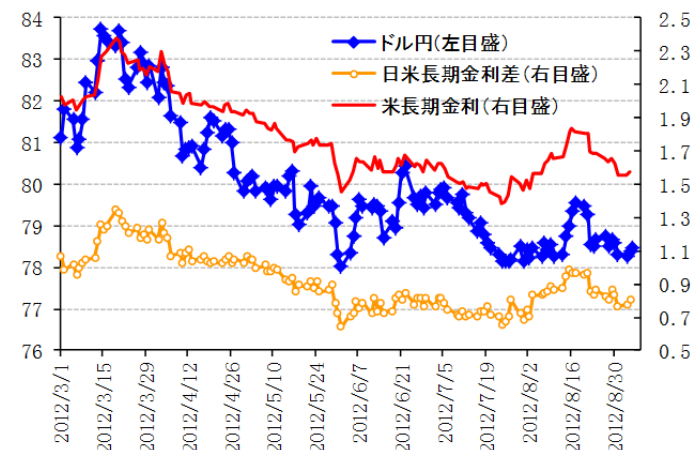
為替をめぐって、FRBの政策が衆目を集めている。多くの人が円高を懸念しているからだ。雇用統計をはじめ、米景気指標が相当地強くなければ、追加緩和が実施される。この追加緩和観測が、米長期金利を低下させて、ドル円レートを円高に向かわせる。今週は雇用統計が発表される。ISM製造業景気指数は、8月49.6と3か月連続で50を割り込んで低調なままだった。そして、9月12・13日のFOMCは、QE3の可能性を含めて、何らかの追加緩和が十分にあり得ると予想されている。

さて、追加金融緩和によって本当に円高になるのだろうか。FRBが時間軸政策を変更して、2014年終盤までとしている異例の低金利をさらに2015年半ばまで延長すれば、米長期金利が低下して円高になる可能性は確かにある。過去のドル円レートの月次の時系列データを米長期金利と並べると、2005年以降は趨勢として奇妙なくらいに一致している（図表1、2）。米長期金利が低下したとき、日米金利差は狭まり、円高に振れている。QE3の観測も、米長期金利の低下を通じて、さらなる円高の予想を生み出している。

円/ドル (図表1)ドル円レートと米長期金利の推移 %



円/ドル (図表2) 日次データでみたドル円レートと米金利 %



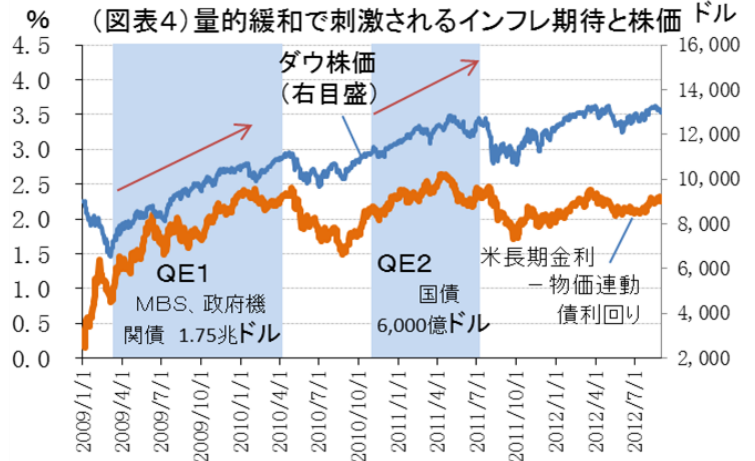
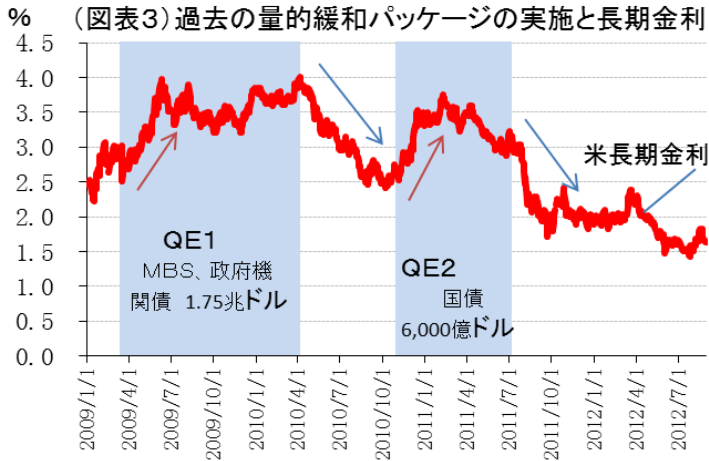
### QE3で長期金利は必ずしも低下しない

しかし、過去、FRBが長期債を大量購入するかたちの量的緩和を実施すれば、米長期金利が必ず低下しているかと言えば、必ずしもそうはなっていない（図表3）。2009年3月から2010年3月までに実施されたQE1のときは、長期金利は2%台後半から一時4.0%まで上昇した。2010年11月から2011年6月までのQE2のときも、長期

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。

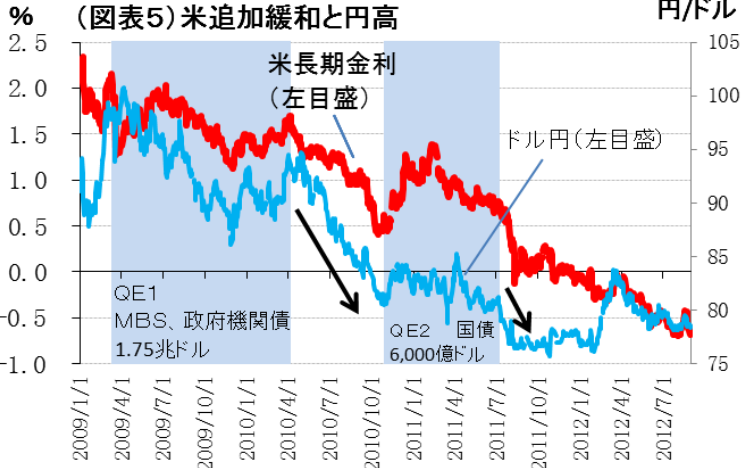
金利は2.6%から3.7%へと上昇している。

F R Bが債券を大量購入して金融市場に積極的な資金供給をしたときには、もう一方で予想インフレ率が上昇し、株価も上がっていることから、長期金利は上昇する格好になる（図表4）。つまり、F R Bの債券購入は、債券市場への需給緩和の作用よりも、期待形成によって長期金利を持ち上げ、さらに債券から株式へのシフトによって金利上昇・株価上昇を促す効果の方が大きいのである（図表5）。



むしろ、円高が急伸するのは、QE 1やQE 2が実施された後、その刺激効果が剥げ落ちていく局面である。そのとき、金融緩和の刺激効果が薄らぐとともに、米経済の持ち直し傾向が勢いを失い、ドル安に振れている。

金融市場には、「円高の呪縛」があり、QE 3＝円高という連想が強く働いている。米国は折りがあればドル安誘導をしたがっていて、日本の輸出産業は米金融緩和によって多大なる被害を被っているという強烈な思い込みである。しかし、過去のデータはその思い込み通りにはなっていない。



実際は、米金融緩和がそれなりに効果を及ぼしたとき、景況感がいくらか改善して、ドル安圧力は和らいでいる。ただ、残念なことに、過去の局面では、景気改善は一時的に止まり、しばらくすれば金融緩和効果は薄らいでいる。米経済の回復力は頭打ちになったことを受けて、長期金利は低下している。そして、次なるQE観測が高まることになる。要するに、米金融緩和が本質的に米経済を改善させなかったことが、円高・ドル安の原因なのである。

### バーナンキ議長の苦しい胸の内

本当にまずいのは、最後の切り札であるQE 3が効かないという見解がコンセンサスになり、バーナンキF R B議長が「裸の王様」になってしまうことである。米経済がデフレ色を強めて、長期金利が低下すると、性質の悪い円高へと向かうだろう。

QE 3には、長期金利への影響力もさることながら、流動性拡大が期待インフレ率を高める作用を持っていて、株価上昇の材料として歓迎されやすい。QE 3の実施は、そうした話題性のあるテーマだけに、市場の期待感だけに引きずられて判断すると、政策運営としてのリスクが高まる。

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。

バーナンキ議長は、市場の声に押されて実施したものの、景気浮揚の効果を十分に及ぼすことができずに、QE4、QE5と、際限なく巨額の債券購入を繰り返さざるを得なくなるシナリオを警戒しているのだろう。金融政策が後手に回って、FRBの政策運営が「日本化」することへの警戒とも言える。すでに、米長期金利は1%台半ばまで低下していて、金利低下の余地は大きくないことは明らかだ。

タイミングが悪いのは、11月の米大統領選挙を控えて、共和党候補を中心に、バーナンキ批判があり、雇用拡大を数値目標にすべきなどという揺さぶりがあることだ。FRBが景気刺激を急かされる図式である。バーナンキ議長は、追加緩和の観測を適度に醸成して、緩和期待を盛り上げることで自己実現的に景気刺激になればよいというのが腹の内だろう。

### リーマンショックの根深い後遺症

FRBの苦しみの背景には、米経済がリーマンショックによる根深い後遺症を患っていることがある。しばしば言われる「財政の崖」の中身も、この後遺症の変形と言えるだろう。

なぜ、ブッシュ減税や財政支出拡大がなくなると、米経済が不安定化するかと言えば、家計の所得形成力が依然として弱いままで、財政からの所得移転を受け続けないと、雇用・消費拡大の維持が心もとないからである。企業の資金需要が弱く、金余り傾向になっていることが、債券市場への資金流入を促して、歴史的な長期金利低下をもたらしている。物価上昇率もじりじりと低下しているのも、家計所得の脆弱性と関係していて、金融政策だけでは物価コントロールがうまくできないことを示している。

それに対して、FRBは真っ向から金融緩和で対処できないでいる。流動性供給を一気に行い過ぎると、原油・ガソリンなどのエネルギー価格が上昇して、家計が購買力を奪われることになる。片方で、家計のバランスシート調整圧力を和らげ、住宅市場を支援するには、可能な限り長期金利を低下させることが不可欠だ。このジレンマは、米経済の脆弱性によってもたらされるもので、FRBの金融緩和だけでは経済健全化に限界があることを物語っている。