

米金融緩和を受けた円高のその後

発表日：2012年9月14日（金）

～QE3のドル高作用はいつ発現するか～

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13日のFOMCでQE3が発動された。これで為替円高が急伸すれば、日本政府の為替介入もあり得る。そうなれば、日銀も追加緩和で応じるだろう。「QE3は円高」としてイメージされやすいが、株価上昇・金利上昇の作用が強まると、日米金利差は拡大して、ドル高・円安をもたらす作用が強まる。目下、日米金利差は拡大しているのに、ドル円レートの関係は円高に向かっている。この関係は、いずれ修正を迫られるとみている。

為替介入への警戒

9月のFOMCで、量的緩和第3弾、すなわちQE3が発動された。14日のドル円レートは、東京市場で朝方77円50～60銭の円高水準で推移している（図表1）。なお、QE3発表直前のニューヨーク市場では一時77円13銭まで急伸したが、その水準は一瞬で終わった。いずれにせよ、円高水準は2月の日銀の金融緩和で物価安定のゴールを発表して以来となった。

ここまで円高が進んでいると、場合によっては政府が為替介入のカードを切る可能性がある。FOMCを前にして、9月13日は篠原尚之IMF副専務理事が、講演会で「（日本の為替介入に対してIMFとして）異議申し立てはしない」と介入実施にお墨付きを与えるような発言をしている。篠原氏が、2009年7月まで財務省の財務官だったことを考えると、この発言は、日本の介入実施に現実味を持たせるもの聞こえる。仮に、政府が為替介入を実施した場合には、日銀はそれをバックアップするために、9月19日の政策決定会合で追加緩和に打って出るだろう。

過去2回の為替介入のタイミングをみると、2011年10月31日のときは、当日の朝方75円32銭に海外市場で円高が進み、午後介入を実施している。その前の2011年8月4日は、朝方76円25銭に円高が進んだ後で介入をしている。海外市場での円高急加速には要注意だ。

過去2回の為替介入のタイミングをみると、2011年10月31日のときは、当日の朝方75円32銭に海外市場で円高が進み、午後介入を実施している。その前の2011年8月4日は、朝方76円25銭に円高が進んだ後で介入をしている。海外市場での円高急加速には要注意だ。

円高か、円安か

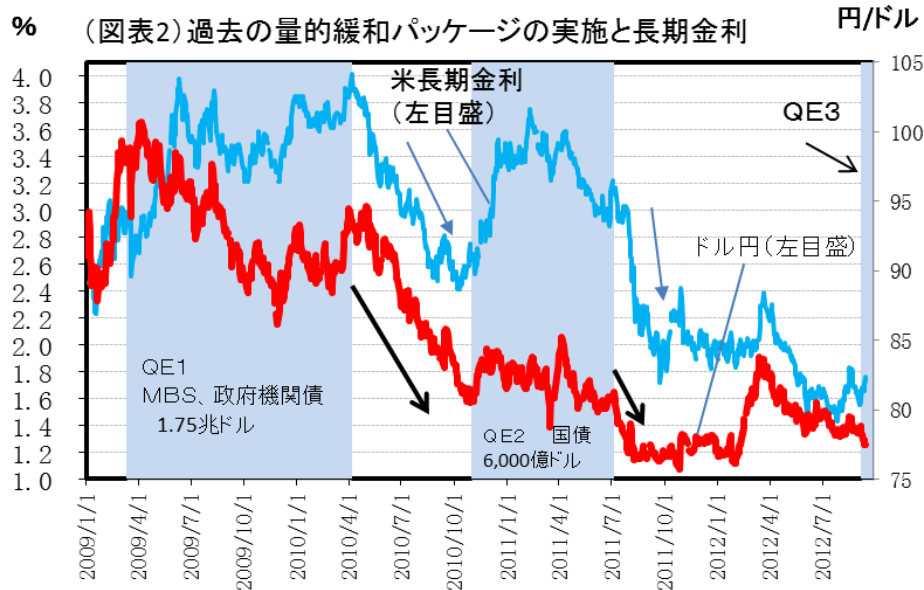
さて、今後、QE3によって円高は進むのか。一般的に、QE=円高というイメージが強固に浸透しているが、為替はそう単純には決まらない。確かに、FRBによる大量の流動性供給は、ドル供給→インフレ予想の高まり→ドル安、という相場への影響を想起させる。しかし、インフレ予想の高まりは、同時に株価上昇→債券売り=長期金利上昇→日米長期金利差の拡大、という別の作用があることを忘れてはいけない。日米金利差拡大のときは円安になっていることが多い。過去の米量的緩和、QE1とQE2のときの状況を振り返っても、緩和実施の前半は米

円/ドル (図表1)ドル円レートの推移



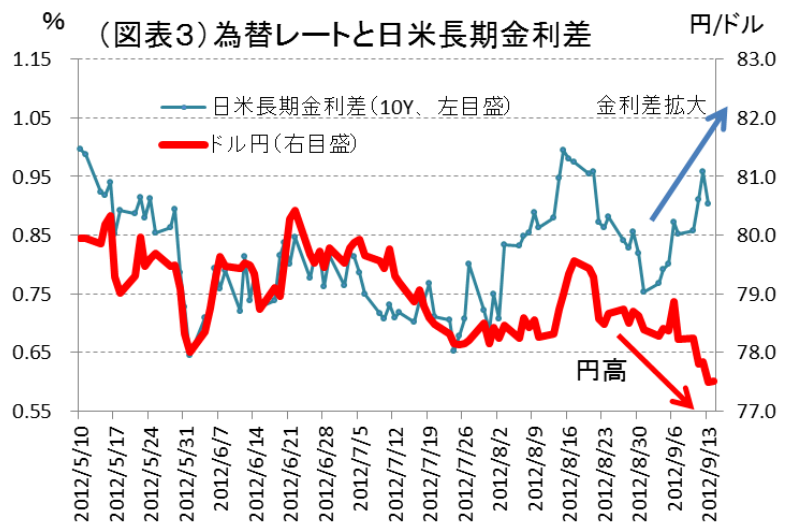
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

長期金利が上昇して、為替は円安で推移している（図表2）。



むしろ、QEと円高との関係について言えば、QEの緩和効果の予想が剥落していった後で、株価反落、長期金利低下によって円高になっている。前掲のグラフでは、2010年4～10月、2011年7～8月の時期である。QEの実施期間が終わってからの時期が、円高が顕著に加速しており、要注意なのだ。その背景には、金融緩和が景気を押し上げる作用が限界的に期待できなくなったからドル安・円高になるという見方が強まることがある。

なお、足元の米長期金利とドル円レートの関係に注目すると、バーナンキ議長がジャクソンホールで講演した8月末から、米長期金利が上昇しているにも拘らず、円高が進むような動きになっている（図表3）。両者の関係から乖離することは、持続的には成り立たないとみるべきだろう。筆者の予想では、時間が経てば米長期金利上昇がより進んで、それにさや寄せされるように、為替レートがドル高・円安に変わっていくとみている。これは、QE3の景気刺激効果が強まるほどに、先行きの金利上昇＝ドル高作用が高まっていくという観測に基づく。



2001～2006年の日本の量的緩和に似たQE3

QE3が為替に与える効果について、より踏み込んで考えてみよう。従来のQEよりも、2001年に日銀が開始した量的緩和政策に似てきた。それは、債券購入額をあらかじめ決めるものではなく、毎月400億ドルのMBSを購入するペースを決める方法に切り変えたからだ。これは、FRBの流動性拡張が景気情勢見合いで増えていくことを期待させることを狙っている。声明文では、「もしも、労働市場の見通しが大きく改善しないならば、MBSの買取りを継続し、追加購入を実施し、他の政策手段を適切に用いる」と表明している。今回は、2%のインフレ目標を念頭に置くとともに、雇用情勢を評価尺度とするスタンスを強めているのが特徴だ。

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。

少し解説すると、QE3の実施を前にバーナンキ議長の悩みは、もしもQE3の効果が見透かされれば、先行きQE4、QE5へと緩和の泥沼に足を引き込まれかねないという不安だったのだろう。まさしく「金融政策の日本化」を心配しているのだ。

今回は、そうならないために、次なるQEが景気浮揚に十分な効果が及ぶという確信を金融市場にアピールする必要があった。だから、QEの手法にいくつかの工夫を加えている。当面、毎月400億ドルを継続して、先行き必要があればその金額を増額し、対象を広げる。このスタンスで臨めば、一旦、金融緩和効果が発揮された後、雇用情勢が再び弱ったとしても、自動的に追加緩和予想が強まる。必要があれば、FRBがその時点で債券買い切りペースを増せば、金融政策が後手に回ったような印象にはならない。

当面、米国経済には、2012年末を境にした「財政の崖」のリスクがある。FRBはその段差を支えなくては行けない。だから、ここでQE3を投入して株価上昇を演出し、クリスマス商戦での消費刺激効果を後押しする。腹案として、年末までのツイスト・オペで一旦買い切りが終わっても、毎月の債券買取り規模を合計850億ドルに維持したり、拡充する選択肢も暗黙のうちに匂わせておく。

もうひとつQE3には、期待形成の効果を重視して、伏線の効果を持たせている。異例の低金利を続ける期間も、2014年終盤から2015年半ばに延長した。FRBの場合、物価目標2%を掲げているが、二重の目標（デュアル・マニデート）として物価と雇用の両方を重視しなくてはならない点はそもそも日本とは異なる。今後、QE3に伴う大量の流動性供給が、商品市場へ流入して資源インフレを誘発したとするならば、インフレ率は上昇して雇用が低迷したままになるリスクもある。その場合は、今回のように雇用を強調しておくコミットメントが効いて、緩和政策が継続されることになる。期待の操作を、雇用と物価で両睨みする設計も、巧みな仕組みをつくっている。