

テーマ：米超緩和措置の継続がもたらす円安
～米実質金利は上昇へ～

発表日：2013年3月21日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

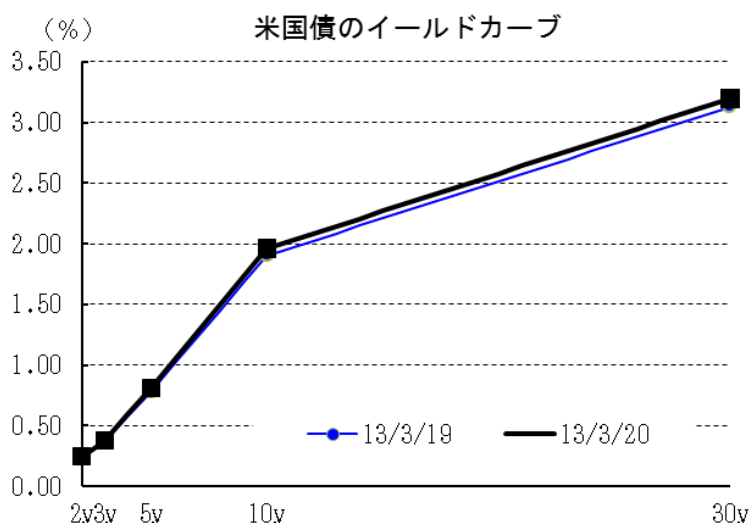
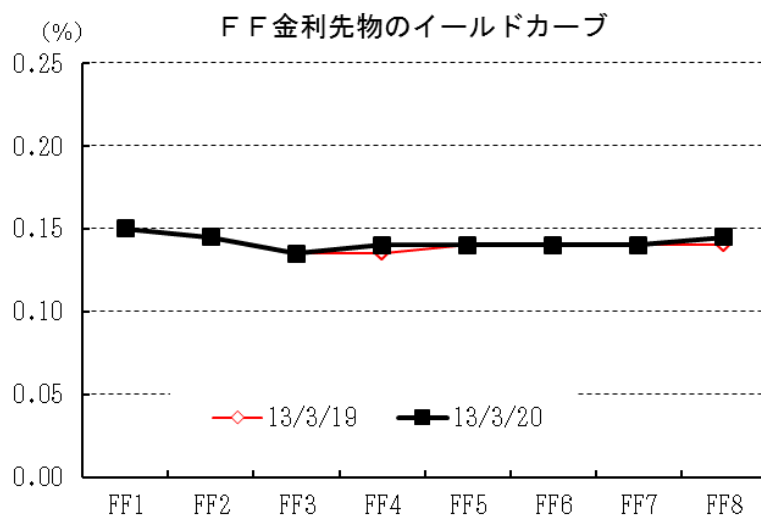
超低金利政策継続でリスク許容度回復傾向持続

F R Bは、3月20日に行ったF O M Cで、Q E 3と超低金利政策の継続を決定した。結果は事前の市場予想通りで、サプライズ感はない。ただし、この結果と、その後行われたバーナンキF R B議長の記者会見を受けて、米国市場は株高・ドル高・債券安（金利は上昇）の動きを強めた。

F O M C声明文とバーナンキF R B議長の会見内容は、これまでF R Bが主張してきたことをなぞるような内容であった。すなわち、失業率が6.5%を上回り、1～2年先のインフレ見通しが2.0%を0.5%以上上回らず、長期的なインフレ期待も安定的である限りにおいては、現在の異例な低金利政策は正当化される、というものだ。若干の変更点としては、足元の景気に対する判断を僅かながら上方修正した一方、先行きについては引き続き下ブレリスクがあるとし、実際の成長率見通しなども小幅下方修正している。

このように、全体としては超緩和政策の継続と長期化を示唆する内容であったが、それは市場がすでに織り込んでいたものであり、たとえば先行きの政策金利見通しを表すF F金利先物レートは、今回のF O M Cの前後でほとんど変化は見られなかった。同時に、一連の政策は株式市場においては流動性相場を演出してきたが、これに伴うリスク許容度の回復が、安全性資産からリスク性資産への資金流出を促していると考えられ、この日も米国債のイールドカーブは僅かながらスティープニングを見せた¹。

気になるのは、超低金利政策の長期化に伴うインフレ懸念の高まりだが、この日はインフレ連動債利回りも同程度上昇したため、期待インフレ率はほぼ横ばいにとどまっている。F R Bによる超緩和政策の長期化が景況感の改善を高めているのであれば、同時に期待インフレ率に



¹ F O M C声明文公表後に行われた記者会見で、バーナンキ議長は景気改善が続けば、Q E 3の部分、すなわちM B Sや国債の買取規模を縮小する可能性に言及を初めて示した。このことが国債の需給緩和懸念から金利の上昇に繋がった側面があることは否定できない。しかし、現状ではそうしたことをF R Bが行うような経済環境ではないと市場も認識していると考えられることから、Q E 3からの出口戦略懸念が金利の上昇に繋がっている効果はあったとしても極めて小さいと判断される。

も変化が見られると考えられるが、年明け以降期待インフレ率には大きな変化は確認されていないことから、金利の上昇や株価の上昇は専ら過剰流動性期待による投資家のリスク選好性の高まりによるところが大きいと判断される。

米実質金利高はドル高要因

債券利回りが上昇した一方で期待インフレ率が上昇しなかった結果として、米国では実質金利が上昇する格好となっている。水準を見れば、たとえば10年物インフレ連動債利回り²は足元で▲0.6%程度と極めて低いが、昨年12月上旬につけた▲0.9%台からは緩やかながらも上昇傾向を辿っていることがわかる。実質金利の上昇は通貨高要因となるため、ドルにとっては押し上げ要因となる。

これに対し、日本ではデフレ脱却に向けた政策推進によって、期待インフレ率はジワリと改善していると見られる一方で、国債利回りは日銀による更なる金融緩和強化（期待）によって低下傾向を辿っており、実質金利には強い低下圧力がかかっている状態にある。

こうして生じている日米の実質金利差拡大が、ドル高円安圧力を高めている。要するに、日米で等しく超低金利政策を継続、あるいは強化しているなかで、米国では実質金利上昇、日本では実質金利低下という影響を及ぼしていることで、ドル高円安基調をサポートする格好になっている。このような効果は、米国においては景況感の改善がより鮮明化するに連れて実質金利の一段の上昇を、日本においては緩和策の強化が市場の期待に適うものであれば（期待インフレ率が上昇して）実質金利の低下を促すと考えられ、日米実質金利差は今後更に拡大し、ドル高円安圧力を高めていこう。



（注）本文中グラフデータ出所は全てBloomberg。

² 名目利回り＝実質利回り＋期待インフレ率とした場合。