

(年金運用)：量的質的金融緩和政策下における金利・為替動向

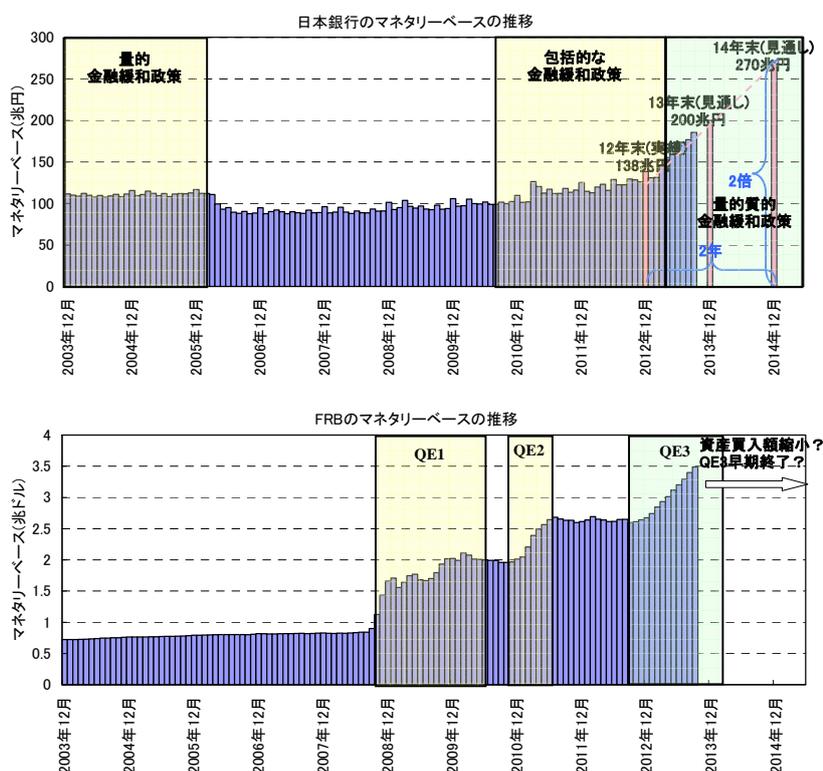
日本銀行の量的質的金融緩和の開始からはや半年以上が経過した。本稿では日米の金融政策に焦点を当て、日米中央銀行のマネタリーベースおよび実質金利の推移から日米の長期金利、為替レート(USD/JPY)の動向を分析した。

日本銀行(B0J)は2013年4月に「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する」とした量的質的金融緩和を発表した。

米国FRBは2007年以降政策金利を引き下げ、金融市場が混乱したリーマンショック後に金利を最低に引き下げ、その後3度にわたる米国債やMBSといったリスク資産を買い入れる量的金融緩和(Quantitative Easing, QE)を実施した。

はじめに日米中央銀行のマネタリーベースの推移を図表1に示した。マネタリーベースとは中央銀行が供給する通貨量で、日本銀行では市中に出回る流通現金と日銀当座預金の合計値としている。日本のマネタリーベースは2010年に導入した「包括的な金融緩和政策」から増加傾向であったが、量的質的金融緩和により上昇速度が速まり、2014年末の270兆円を目指して国債等の資産買入れを実施している。一方米国では三度にわたる量的金融緩和時に大幅にマネタリーベースが増加しているのが分かる。現在FRBが資産購入額の縮小を検討しているとされ、今後はマネタリーベースの増加速度が鈍るまたは横ばいとなることが予想される。

図表1：日米中央銀行のマネタリーベースの推移



(資料) 日本銀行, FRB データを用いて筆者作成

次に日米の長期金利(10年)の動向を図表2に示した。日米とも量的金融緩和を採用した2008年以降名目長期金利は一貫して低下傾向にある。FRBの米国債の資産買入れや「長期債を買入れ、短期債を売却する」といったオペレーション・ツイストにより一層の金利低下が実現した。

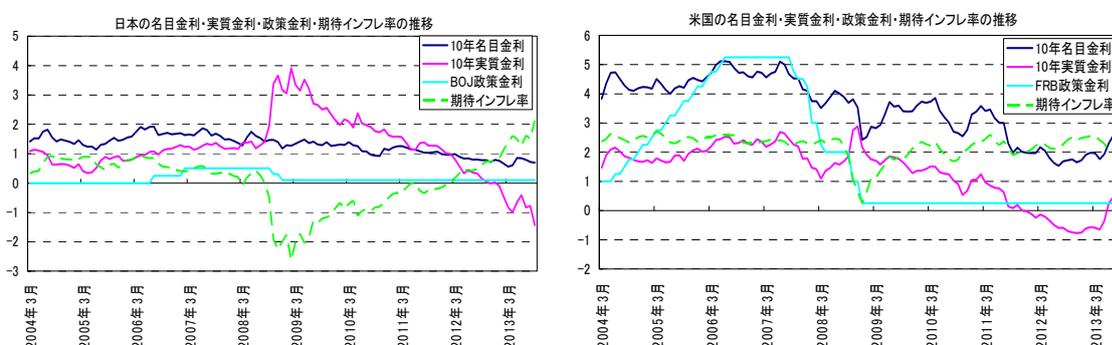
さらにインフレ率を考慮した実質金利について考えてみたい。実質金利は以下のフィッシャー方程式で表すことができる。

$$(\text{実質金利}) = (\text{名目金利}) - (\text{期待インフレ率})$$

実質金利は物価連動債の利回り、期待インフレ率は物価連動債のブレイクイーブンインフレ率を用いた。

実質金利の推移を見ると、日本はデフレが長く続き、名目金利に比べて実質金利が高い時期もあったが、量的質的金融緩和導入後は期待インフレ率が上昇し、実質金利がマイナスとなった。米国は名目金利に比べ実質金利が低く、金融緩和の効果が大きかったものと推察される。

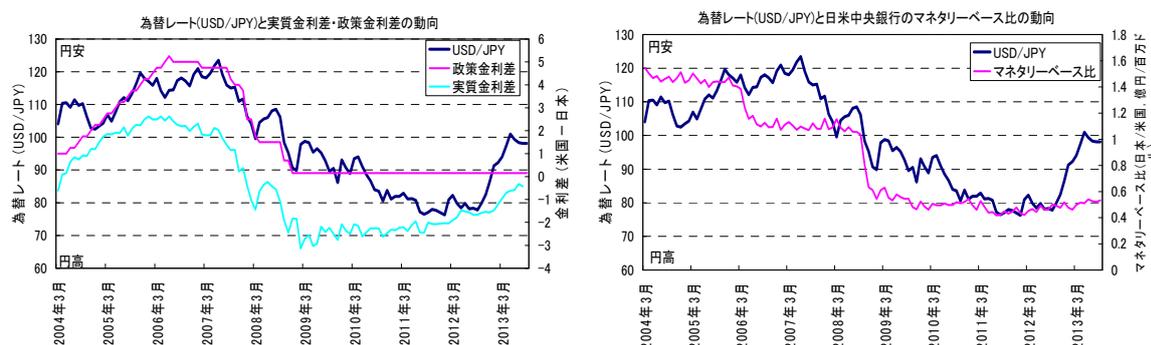
図表2: 日米の10年名目金利・実質金利・政策金利・期待インフレ率の推移



(資料) 日本銀行, FRB, DataStream データを用いて筆者作成

最後に為替レート(USD/JPY)と日米の金利差およびマネタリーベース比の関係を図表3に示した。金利差の計算は米国金利から日本金利を引いた。実質金利計算に用いる名目金利は政策金利と連動性が高い2年金利とした。マネタリーベース比は日本の値を米国の値で割り計算した。

図表3: 為替レート(USD/JPY)と日米金利差およびマネタリーベース比の関係



(資料) 日本銀行, FRB, DataStream データを用いて筆者作成

為替レートと日米の金利差についてみると、米国FRBが政策金利を操作する伝統的な金融政策を行っていた2008年までは政策金利差と為替レートが連動していた。しかしFRBが資産買入れといった非伝統的金融政策に移ってからは政策金利差に変化なく為替レートの変動を説明できない。実質金利差で見ると、量的質的金融緩和導入前の日本ではデフレで期待インフレ率がマイナスとなり、日本の実質金利が高止まり日米の実質金利差は大きくマイナスとなっていた。直近は日本の期待インフレ率が上昇し、為替レートも連動して円安方向に動いていた。

為替レートと日米のマネタリーベース比は著名投資家のジョージ・ソロス (George Soros) 氏がドル円 (USD/JPY) 投資の際に用いた指標(ソロスチャート)として有名である。2008年以降の円高進行は米国が量的金融緩和により米国のマネタリーベースを拡大した一方、日本はマネタリーベースの大幅増加が見られなかったためと解釈できる。直近では日本は量的質的金融緩和で継続的にマネタリーベースの拡大が予想され、他方米国では量的金融緩和の縮小などマネタリーベースの増加速度が減速し、今後日米間のマネタリーベース比が上昇すると考えられるので、円安傾向にあると解釈できる。

日米金利差、マネタリーベース比の両視点から見て量的質的金融緩和による円安傾向は理論通りと解釈できる。為替レートは昨年来円安が進んだが、ここ数ヶ月 100円を手前に足踏みしている。円はキャリートレードの調達通貨に用いられ、キャリーはリスク選好戦略なので、グローバル金融市場が悪化するとき円高に巻き戻される恐れがあることも留意する必要がある。

(伊藤 拓之)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。