

異次元緩和と円相場

— そのメカニズムを踏まえた考察 —

Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Japanese Yen: Consideration of the Yen based on the mechanism of QQE

内 田 稔
Minori Uchida

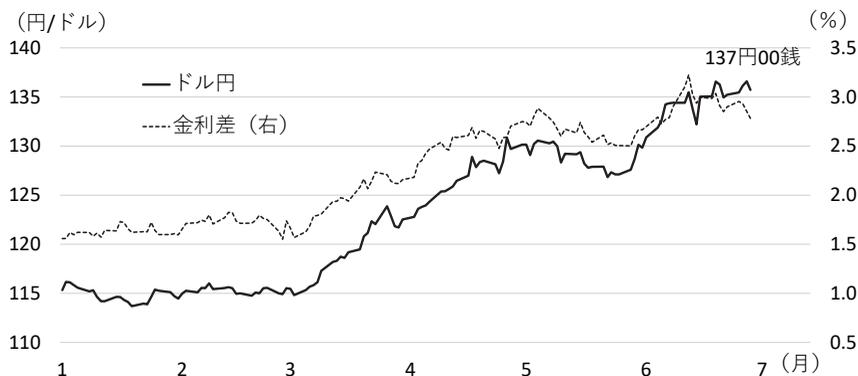
1. はじめに — 歴史的な円安相場 —
 2. 異次元緩和の狙いと変遷
 3. 異次元緩和が円安を招いたメカニズム
 4. 異次元緩和の経済効果
 5. 2022 年上半期の円相場
 6. 円安が収束する経路
 7. さいごに — 歴史的円安への備え —
- 補論 非定常データ（単位根）の扱いとその解釈について

1. はじめに — 歴史的な円安相場 —

2022 年に入ってから、円安が急速に進んでいる。対ドル為替レートは 24 年ぶりの安値を更新し、実質実効為替レート¹⁾は、変動相場制移行後の最安値圏で推移している（図表 1 および 2）。こうした円安の背景に、内外の金融政策の格差が挙げられる。ここもとは、世界的に物価上昇圧力が高まる中で、海外の多くの中央銀行が金融引き締めに動いている。一方、日本銀行（以下、日銀）は、長短金利操作付量的・質的金融緩和を継続する姿勢を堅持している。この結果、内外の金利差が拡大し、円安圧力になっていると考えられる。本稿では 2013 年 4 月以降の日銀の金融緩和策（以下、異次元緩和）の狙いや変遷を振り

返り、円安を招くメカニズムや経済効果を確認する。その上で円安が収束する条件を考察し、今後の留意点を整理する。

図表 1 年初来のドル円相場と日米長期金利差（米国－日本）



(出所) Bloomberg、報道などより筆者作成

図表 2 変動相場制移行後の円の実質実効為替レート



(出所) BIS (Narrow) より筆者作成

2. 異次元緩和の狙いと変遷

(1) 導入の背景

2012年12月に発足した第二次安倍内閣は、経済政策の基本方針である「3本の矢」を掲げた。具体的には、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」である。白川方明前日銀総裁の著書によれば、政権発足以前から政府内において、金融緩和の強化によって円高を是正し、デフレを安定的に脱する意向が強かったことが示されている。実際、経済政策の立案に携わった内閣官房参与の浜田宏一氏や異次元緩和導入当時の日銀副総裁を務めた岩田規久男氏は、金融緩和の強化による円高是正の必要性を強調していた。特に、岩田氏はその手法として、中央銀行がインフレターゲットを設定し、その達成に強くコミットした上で、マネタリーベースを拡大することの重要性を訴えていた。その結果、予想物価上昇率が高まり、予想実質金利が低下すれば、円高の是正による輸出と設備投資の拡大が日本経済をデフレ脱却に導くと説いた^①。実際に政府と日銀は、2013年1月に「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」を締結した。そこで、日銀は初めて物価安定目標と称して、消費者物価指数の前年比プラス2%とするインフレターゲットを掲げ、その達成に向けた強いコミットを示した。

$$\text{予想実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想物価上昇率} \quad \text{①}$$

(2) 異次元緩和の狙い

2013年4月、量的・質的金融緩和の導入が決定された。そこで日銀は、操作目標のターゲットをそれまでの金利から量(マネタリーベース)に変更し、年間60~70兆円に相当するペースで増加するように金融市場調節を行うことを決定した。その主な手段として、長期国債の保有残高を年間約50兆円に相当するペースで増加することを決め、買入れの平均残存期間もそれまでの「3年

弱」から「7年程度」へと大幅に引き延ばした。日銀は異次元緩和の狙いとして、「長めの金利低下と資産価格のプレミアムへの働きかけによる企業の資金需要の喚起」、「投資家や金融機関の運用を長期国債から株式や外債などに促すポートフォリオバランス効果」、「予想物価上昇率の上昇（＝予想実質金利の低下）を通じた民間需要の刺激」を挙げた。岩田氏が提唱した手順や手法がそのまま実践に移されたものであり、そうした経緯に照らせば、少なくとも導入当初においては、為替レートに働きかけ、円高の是正による輸出や設備投資の拡大も強く意識していたとみられる。

（3）異次元緩和の変遷

市場では、異次元緩和の導入決定前から、金融政策が転換点を迎えるとの期待が高まっており、予想物価上昇率（以下では主に市場の期待インフレ率²⁾が上昇し始めた（図表3）。この動きは、2014年4月の消費税率の引き上げにも影響され、2014年の半ばまで続いた。ところが、その後、世界的に原油価格が急落すると、期待インフレ率も低下に転じた。さらに、消費税率の引き上げ前の駆け込み需要から生じる反動減も想定を上回り、急速に国内の景況感の悪化が懸念された。その結果、期待インフレ率はピークアウトし、以降、新型コロナウイルスの世界的な流行（以下、パンデミック）まで目立って上昇することはみられなかった。

図表3 市場の期待インフレ率



(出所) Bloomberg の週次データより筆者作成

こうした中、日銀は2014年10月、年間のマネタリーベースおよび国債保有残高の増加ペースをそれぞれ拡大することを決定した。ただ、2015年に入ると金融政策の正常化を進めていた米国の利上げが警戒され、新興国を中心に景況感が急速に悪化し始めた。緩和拡大後も、市場の期待インフレ率の低迷が続いたことを受け、日銀は2016年1月に、今度はマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を決定した。具体的には、日銀の当座預金残高を3段階の階層構造に区分けし、その内の政策金利残高に対してマイナス金利(▲0.1%)を適用することとした³。もともと、その結果、長期金利がマイナス圏まで低下すると、様々な副作用⁴が警戒され、かえって期待インフレ率がさらに低下した。市場でも徐々にその是正を求める声が高まったことから、日銀は同年9月に総括的検証と称してそれまでの異次元緩和の効果や課題を検証した。その結果、副作用の軽減を図る為、長短金利操作付き量的・質的金融緩和(イールドカーブ・コントロール=YCC)へと移行した。具体的には、政策金利残高へのマイナス金利の適用を維持しつつ、長期金利については10年物国債利回りが概ねゼロ%程度で推移するように長期国債の買入れを行うとして、長期金利のマイナス圏からの引き上げを狙った。合わせて、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オー

バーシュート型コミットメント」も導入した。さらに、指し値オペの導入も決定し、許容範囲を超えて長期金利が上昇する場面では、無制限で国債を買い支え、金利上昇を抑制する仕組みも導入した。尚、この長期金利の許容変動幅を巡っては、当初「ゼロ%から上下0.1%程度」とされた。その後、2018年7月の記者会見で黒田総裁がそれまでの「倍程度」、即ち、「ゼロ%から上下0.2%程度」まで許容する方針を示した。また、2021年3月には、「より効果的で持続的な金融緩和について」と題した点検結果を公表し、「ゼロ%±0.25%程度」であることを明確化した。合わせて、強力に金利の上限を画すために、「連続指値オペ制度」の導入も決定し、現在に至っている。(図表4)。

図表4 異次元緩和の変遷

	主な決定事項	概要
2013年4月	量的・質的金融緩和	マネタリーベースを年間60-70兆円相当のペースで増加
2014年10月	同、拡大	マネタリーベースを年間80兆円相当のペースで増加
2016年1月	マイナス金利付き量的・質的金融緩和	当座預金の一部に-0.1% (2月16日より実施) の適用決定
2016年9月	総括的検証公表 長短金利操作付き量的・質的金融緩和	10年国債金利が概ねゼロ%程度となるよう国債買入を行う方針を決定。ゼロ%程度は0%±0.1%程度との認識に
2018年7月	据え置き	記者会見で黒田総裁が従来の倍 (0%±0.2%) 程度の変動を容認する考えを表明
2021年3月	据え置き	長期金利の変動幅を0%±0.25%程度と明示

(出所) 日本銀行より筆者作成

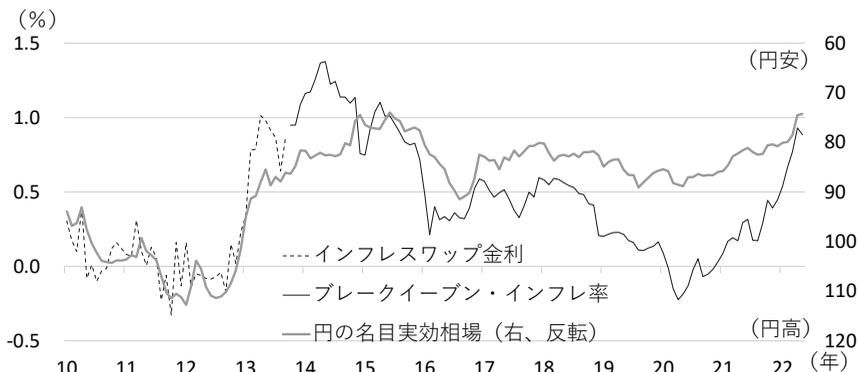
3. 異次元緩和が円安を招いたメカニズム

(1) 期待への働きかけ—予想実質金利の低下—

円相場は、異次元緩和の導入前から、期待インフレ率の上昇に沿って減価し始めた。対ドルの為替レートは2015年6月に125円台まで下落し、実質実効為替レートも33年ぶりの円安水準を記録した。一方、2014年半ば以降は、先にみた通り、期待インフレ率が低下に転じた。それ以降、資源価格の下落や新興国を起点とした海外の景況感の悪化を前に、日銀の金融緩和が国内経済や各主体のインフレ期待に働きかけることは容易ではなくなった。その結果、円相

場も 2015 年 6 月以降、黒田東彦総裁の国会答弁⁵も一因に反転し、翌年にかけて上昇し続けた。特に、2016 年 6 月には、市場予想に反して欧州連合（EU）からの離脱の意向を示した英国の国民投票結果が市場の混乱を誘った。安全資産とされる円は、対ドルで一時 99 円ちょうどまで上昇した（図表 5）。

図表 5 円相場と市場の期待インフレ率



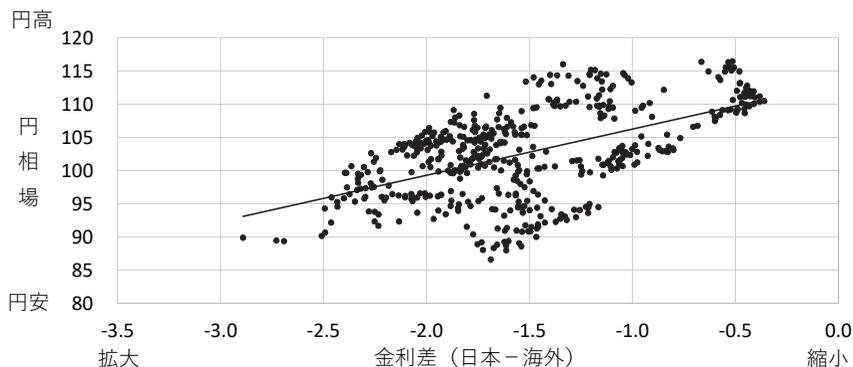
（出所）Bloomberg、BIS の月次データより筆者作成

（2）金利上昇の封じ込め —対外（名目）金利差の拡大—

それでも、異次元緩和導入前の水準まで円高が進む事態は避けられた。これは、日銀が長期金利の上昇を抑えた結果、海外金利が上昇する局面では金利差が拡大し、円安期待が高まった為と考えられる（図表 6）。例えば、2014 年の半ば以降、日本の期待インフレ率が低下した後も、米国の利上げ観測の台頭によって日米金利差が拡大し、2015 年 6 月に円は対ドルで 125 円台まで減値した。2016 年 11 月、大方の予想に反し、共和党のトランプ候補が大統領選を制した際にも、拡張的な財政政策が講じられることへの期待から米国の長期金利が上昇すると、ドルが堅調に推移した中で、円が大幅に下落した。さらに、2017 年 6 月、金融緩和からの正常化の必要性を提言した BIS（国際決済銀行）の年次報告書に呼応し、世界的に金利が上昇した際にも、円はその年の暮れにかけてほぼ全面安となった。

尚、この名目実効為替レートと対外金利差はどちらも単位根を持つ非定常データである為、解釈を巡ってはその点に留意する必要がある。詳細については、巻末の補論にて論じている。

図表 6 円の名目実効為替レートと対外金利差⁶



(出所) Bloomberg データより筆者作成

(回帰式) $y = 6.965x (14.0) + 113.2 (141.2)$ 、カッコは t 値、決定係数 0.291、係数、定数項ともに 1%水準で有意。

4. 異次元緩和の経済効果

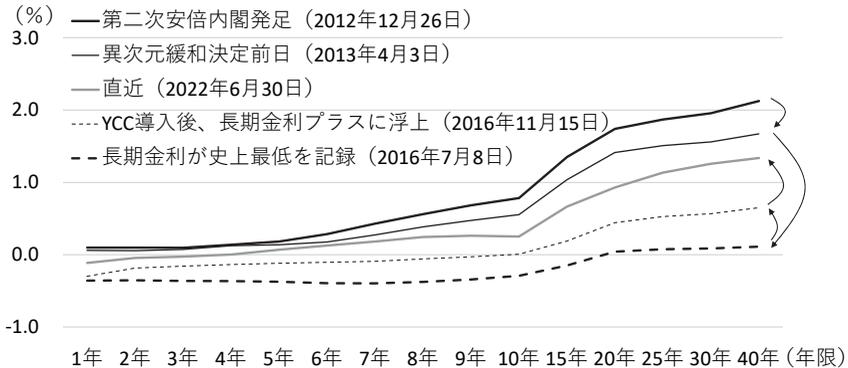
次に、異次元緩和導入時に掲げられた狙いがどの程度、達成されたのかを確認する。

(1) 企業の資金需要の喚起

異次元緩和導入前後のイールドカーブをみると、大幅なフラット化が進んでおり、期間の長い金利ほど低下したことがわかる(図表 7)。ただ、その結果として懸念された副作用の是正を狙い、長短金利操作付き量的・質的金融緩和に移行した点は先述した通りである。この間の銀行の貸し出し残高について、異次元緩和導入前の 2012 年とパンデミック発生前の 2019 年を比較すると、156 兆円も増加している。前年比の伸び率も平均して 2%台で推移している。これ

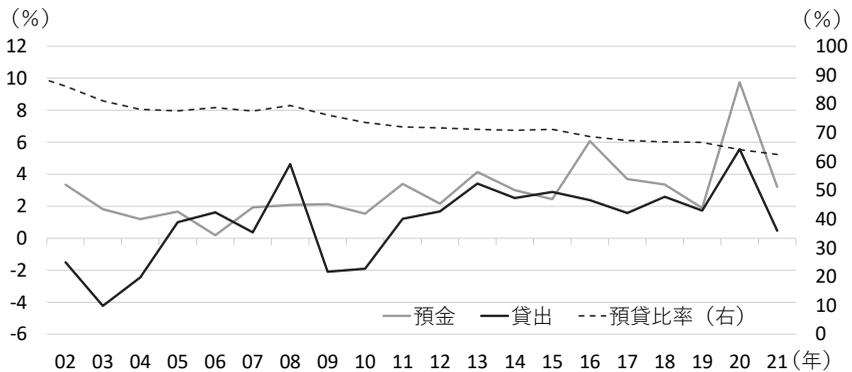
は、金融危機前の好況期における平均的な伸び率（2005年～2007年の+1%）よりも高い。もっとも、貸出を上回るペースで預金が増加した結果、預貸比率が低下し、銀行にとっては新たな経営課題が浮き彫りとなった（図表8）。

図表7 日本のイールドカーブの変遷



（出所）財務省の「国債金利情報」より筆者作成

図表8 銀行の預金、貸出残高の伸び率と預貸比率

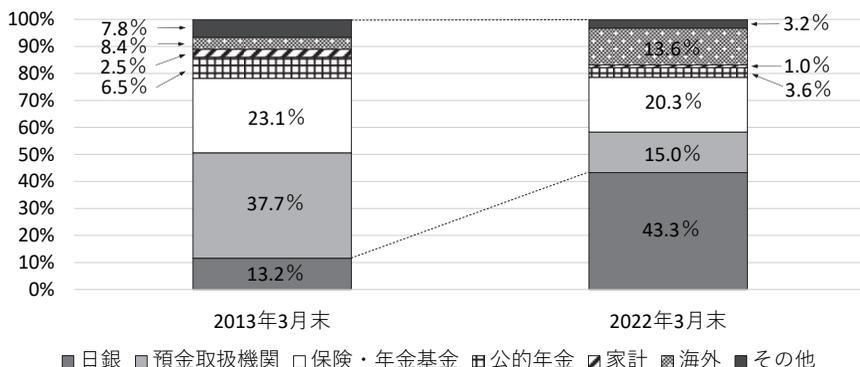


（出所）全国銀行協会より筆者作成

(2) ポートフォリオバランス効果

日本の長期金利の大幅な低下を受けて、それまで国内投資家の証券投資の受け皿であった国債投資が顕著に減少した。保有主体別にみると全ての国内勢の保有比率が低下した。また、保有額も、保険・年金基金を除いて減少した。特に、預金取扱機関の保有残高は、約 368 兆円から約 174 兆円まで減少した。代わって圧倒的な存在感を示すようになったのが日銀である。また、海外勢の保有比率も上昇傾向を辿っている（図表 9）。

図表 9 国債等の主体別保有比率の推移

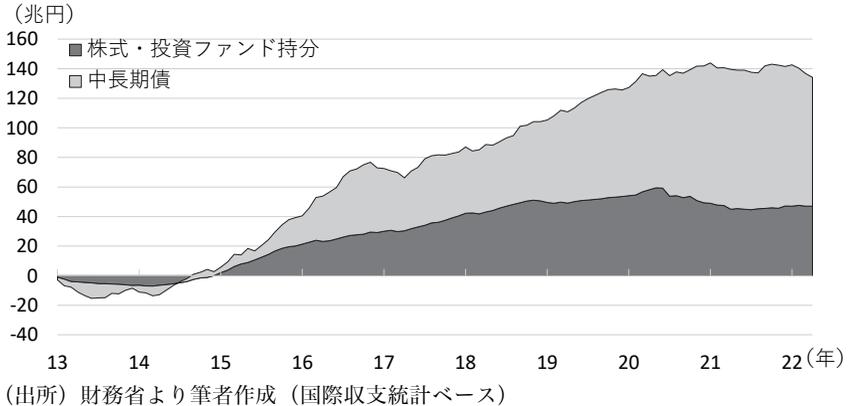


(出所) 日銀より筆者作成（「国債等」とは「国庫短期証券」「国債・財投債」の合計。一般政府（中央政府）、公的金融機関（財政融資資金）の発行分を含む。また、発行残高は 2013 年 3 月末が 969 兆円、2022 年 3 月末が 1225 兆円。

一方、対外証券投資の「取得」から「処分」を差し引いたネットの取得額を累計すると、2014 年 10 月に異次元緩和の拡大が決定された時期を境にして、拡大に転じた。その金額は、最高で約 140 兆円に達した（図表 10）。以上を踏まえると、異次元緩和はポートフォリオバランス効果を顕著に引き出したと評価できる。また、外国証券投資の内、特に為替ヘッジ（円買いの先物契約）を伴わないオープン外債投資においては、実際の円売りが発生することから、円安効果や円高抑止力を発揮したとみられる。さらに、外債の急落を受けて、

日本の投資家が外債を処分する際には、そのヘッジ為替の解消が短期間に集中した結果、円安の急加速を招く場面もあったと推察され、その点を後述する。

図表 10 対外証券投資（ネット取得額）の累計



(3) 予想実質金利の引き下げ

予想実質金利の動きを名目金利（10年物国債利回り）と予想物価上昇率（市場の期待インフレ率）とに分けて振り返ると、第1期（2012年12月～2014年6月）、第2期（2014年7月～2020年3月）、第3期（2020年4月～2022年6月）に分けることができる（図表11）。

第1期においては、第二次安倍内閣の発足後、市場で金融緩和強化への期待が高まり、期待インフレ率が顕著に上昇した。また、長期金利も大幅に低下したことから、双方の働きによって予想実質金利が1%付近からマイナス圏まで急低下し、強い金融緩和効果を発揮したと考えられる。

第2期に入ると期待インフレ率が低下に転じた。先述した通り、その要因に、①原油相場が急落したこと、②米国の利上げ観測が嫌気され、新興国を中心に景気減速が懸念されたこと、③消費税率引き上げ後の駆け込み需要とその反動減によって日本の景況感にも不透明感が強まったこと、などが挙げられる。その後、日銀は金融緩和の拡大（2014年10月）やマイナス金利の導入（2016年1月）、イールドカーブ・コントロールの導入（2016年9月）などを決定した

が、期待インフレ率を再び押し上げることはできなかった。もともと、長期金利を低位に抑え込んだ結果、予想実質金利は概ねマイナス圏にとどまった。

第3期に入ると、パンデミック発生後の乱高下を経て、期待インフレ率が上昇し始めた。供給制約が強まり、世界的に物価上昇圧力が加わった上、2021年になるとワクチン接種が進展し始め、経済活動の正常化に伴い、需要面から生じるインフレ圧力も次第に高まった。この間、多くの国では金融引き締めを受けて、長期金利が上昇したが、日本では0.25%での連続指し値オペによって、長期金利の上昇が抑え込まれた結果、予想実質金利も低下した。

このように、時期によって要因と程度は異なるが、総じて異次元緩和の導入後、予想実質金利はそれまでと比べて大きく低下したと評価できる。

図表 11 日本の長期金利、期待インフレ率、予想実質金利



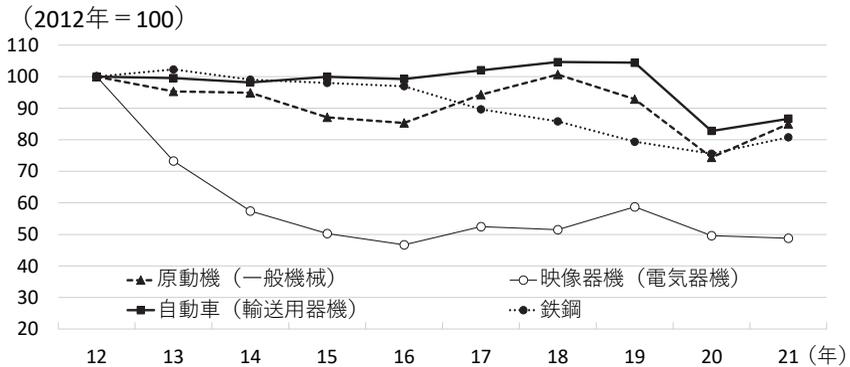
(出所) Bloomberg より筆者作成

(4) 輸出の拡大

異次元緩和では、予想実質金利の低下と円高の是正によって輸出競争力の回復が期待された。その点、主要な品目の輸出数量をみると、大幅な円安にもかかわらず、パンデミック前の段階で自動車を除けば減少している(図表 12)。また、円安が進んだ程度に比べれば、自動車の増加率も高くない。この背景に、生産拠点の海外移転が挙げられる。2011年に行われた企業向け調査によれば、

生産拠点の海外移転などによって産業が空洞化する理由の筆頭に円高が挙げられたが、それ以外の要因も多い(図表 13)。特に、5 番目に多かった「取引先企業の海外移転」に関して言えば、回答企業の多くが中堅以下の企業と考えられる。これらの企業は、国内外双方で生産拠点を構える余力に乏しく、海外に移転する際、国内の生産拠点を大幅に縮小ないしは閉鎖したケースが多い。電力の安定的な供給に不安が残ることなども踏まえると、大幅に円安が進んでも、生産拠点の国内回帰と輸出の拡大は期待しづらい。

図表 12 輸出数量



(出所) 財務省より筆者作成

図表 13 産業空洞化に対する企業の意識調査

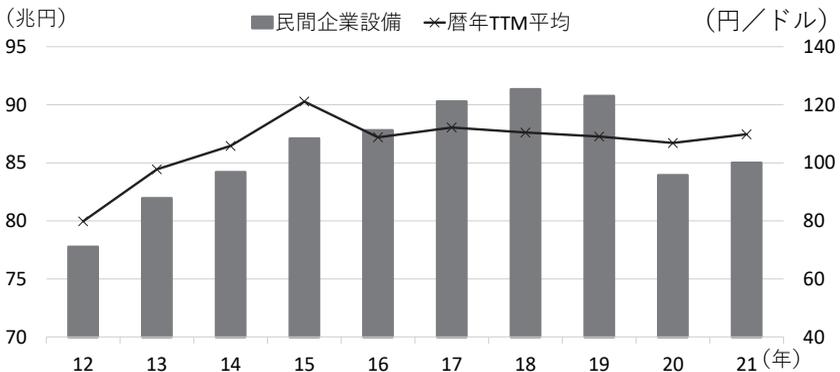
順位	要因	構成比 (%)	回答数 (社)
1	円高	49.2	5,414
2	人件費が高いため	39.5	4,351
3	電力などエネルギーの供給問題	37.9	4,174
4	税制 (法人税や優遇税制など)	28.3	3,111
5	取引先企業の海外移転	26.5	2,913
6	人口の減少	23.4	2,574
7	新興国など海外市場の成長性	22.4	2,461
8	経済のグローバル化	21.4	2,357
9	原材料などの調達費用が高いため	12.9	1,420

(出所) 帝国データバンクより筆者作成 (有効回答企業 1 万 1,006 社)

(5) 設備投資

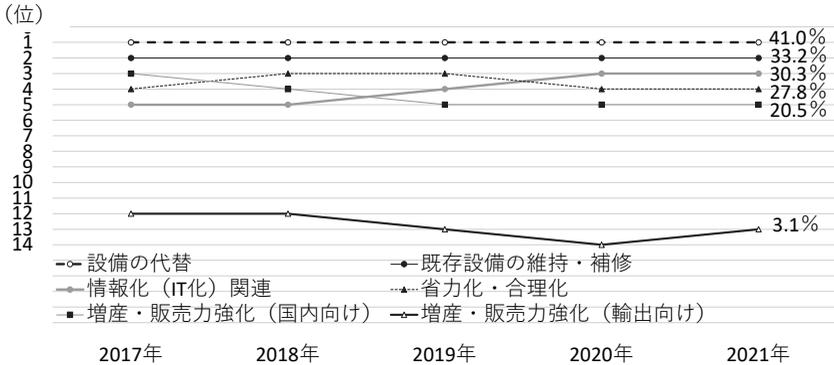
設備投資は、円高の是正と歩調を合わせ、パンデミックの前年まで拡大した。(図表 14)。但し、企業向けに実施された調査によると、予定している設備投資の目的の上位には、「設備の代替」、「既存設備の維持・補修」、「少量化・合理化」が並んでいる。これに対し、「輸出向けの増産・販売力増強」との回答は下位で低迷しており、回答した企業の割合もごく一部にとどまる(図表 15)。この結果は、先に見た生産拠点の海外移転と整合的だ。円高が是正されたものの、輸出拡大を企図した設備投資の拡大は少なくとも国内では確認することができない。

図表 14 設備投資



(出所) 法人企業統計、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングより筆者作成

図表 15 設備投資の目的別回答順位



（出所）帝国データバンク「設備投資に関する企業の意識調査（2017年～2021年）」より筆者作成。企業が想定する設備投資の目的に関し、回答した企業が多かった順位。カッコの数字は直近調査における回答した企業の割合。有効回答企業数1万1,961社。

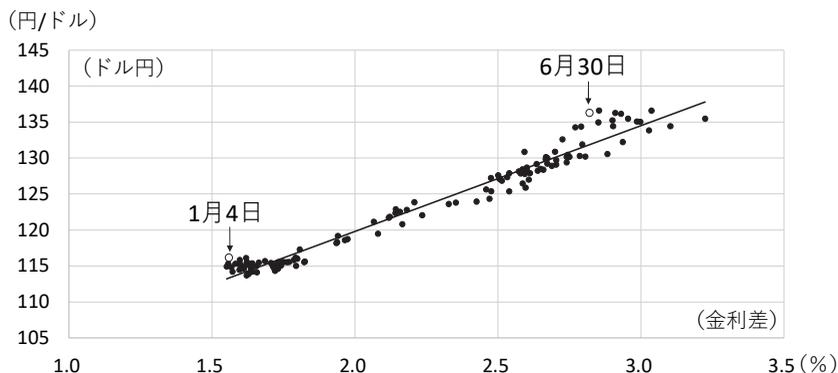
5. 2022年上半期の円相場

2022年の年初に115円付近で始まったドル円相場は、2月まで小動きに終始した。しかし、3月以降、急速にドル高円安方向へ動き始めると、ほぼ一本調子で上昇し、6月には一時137円ちょうどを記録した。これまでの考察も踏まえ、年初来の急激なドル高円安を招いた要因として以下の4点が挙げられる。

（1）金利差の拡大

米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、3月以降、インフレを念頭に積極的な金融引き締め姿勢を強めた。FRBは3月に0.25%の利上げに踏み切った後、5月には0.50%、6月には0.75%の利上げを決定し、次回会合（2022年7月）でも、0.50%か0.75%の利上げが議論される見通しだ。この結果、米国の長期金利が大幅に上昇し、ドルの全面高を招いている。年初来のドル円相場についても、この間の日米（長期）金利差による説明力が極めて高い（図表16）。

図表 16 日米金利差とドル円相場（1月～6月）



(出所) Bloomberg より筆者作成

(回帰式) $y=14.691x (61.0) + 90.417 (164.5)$ 、カッコは t 値、決定係数 0.967、係数、定数項ともに 1%水準で有意。

(2) 日本の予想実質金利の低下

日本でも先に示した通り、顕著に期待インフレ率が上昇している。日銀が、2016年9月の総括的検証にて示した通り、日本は米国などに比べ、現在の物価動向を踏まえて期待が形成される「適切な期待形成」の比率が高いことがわかっている。日本では、年初来の相次ぐ値上げを受けて市場の期待インフレ率も高まっており、これが予想実質金利の低下を通じて円安圧力を強めていると考えられる。また、インフレを招いている国際的な商品市況と名目実効為替レートとの関係を見ると、円とトルコリラが強い逆相関性を示している（図表 17）。日本とトルコの金融政策に共通点を見出すことができる。トルコでは、インフレ圧力が高進する中、2021年の半ば以降、大統領が金融政策への関与を強めており、利下げが行われた。日本の場合、インフレ圧力が高まる中で、日銀が緩和姿勢を堅持している。もちろん、日本の場合、実質国内総生産がパンデミック前の水準に戻っておらず、金融政策の正常化が時期尚早との説明は妥当と映る。しかし、海外勢からみれば、この両国だけが、インフレ高進下で適切な金融政策を講じることができていないと映っている可能性が高い。

図表 17 名目実効為替レートとロイタージェフリーズ CRB 指数の相関係数

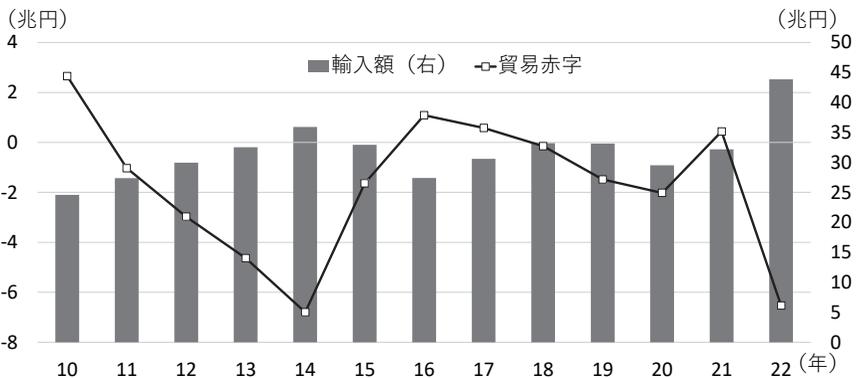
通貨	相関係数	通貨	相関係数	通貨	相関係数
AUD	0.585	EUR	-0.056	RUB	-0.188
NZD	0.560	SEK	0.163	ZAR	0.486
JPY	-0.961	GBP	0.705	MXN	0.338
CHF	0.362	CAD	0.801	BRL	0.023
NOK	0.642	USD	-0.278	TRY	-0.777

(出所) Bloomberg、BIS の 2019 年 6 月～2022 年 5 月の月末データより算出

(3) 実需と投機の円売り

資源価格が上昇した結果、5 月の輸入額は過去最大となる 9 兆 6,367 億円まで拡大した。貿易赤字も 2 兆 3,847 億円に拡大し、全原発の稼働が停止していた 2014 年 1 月に次ぐ赤字幅となっている (図表 18)。その分、実需筋の円売り需要は根強いと考えられる。

図表 18 日本の輸入と貿易赤字 (1 月～5 月の累計)

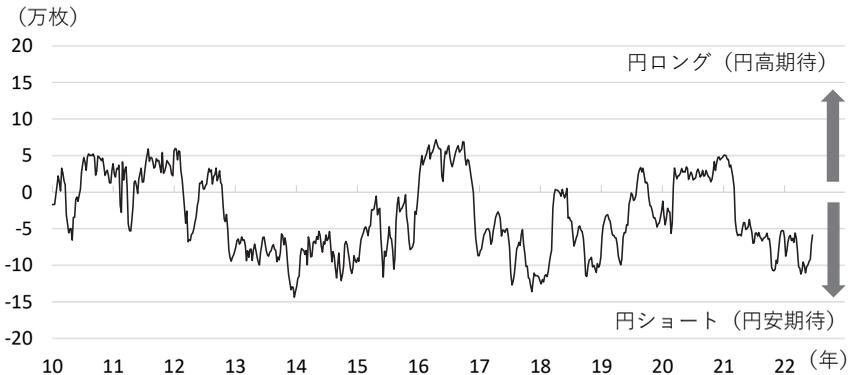


(出所) 財務省より筆者作成

また、日銀の金融緩和の継続スタンスが投機筋の円安期待を高めた面もあったとみられる。先物市場における非商業部門の円の持ち高をみると、今年に入

り、円の売り越し幅（「買い」から「売り」を指し引いたネット）が10万枚を超えて拡大した（図表 19）。足もとでは、やや円が買い戻されているが、投機筋の間では依然として円安期待が根強いと考えられる。このように実需筋、投機筋ともに円売りに傾斜していることで、金利差への感応度が極めて高い円安地合いが継続しているとみられる。

図表 19 先物市場における投機筋の円の持ち高（ネット）



（出所）米商品先物取引委員会（CFTC）より筆者作成（1枚=12,500千円）

（４）外債処分に関連した円の急落

3月から4月にかけて円が急落した一因に、本邦勢のヘッジ付き外債の処分に関連する「為替ヘッジ外し」も挙げられる。ヘッジ付き外債とは、外債保有に伴う円高リスクを回避する為、外債投資と同時に原資産の額面と同額の外貨売り・円買い契約（ヘッジ為替）を予め締結する手法だ。本来、外債を売却する場合は、外債売却で得た資金（外貨）に対し、ヘッジ為替を充当して円転する為、為替相場には影響しない。一方、今年3月から4月にかけて、世界的な債券利回りの急上昇（＝債券相場の急落）によって、例えば米国の10年物国債の場合、相場（価格）が8.7%も下落した。これは、外債処分にヘッジ為替を充当すると、ヘッジ為替の8.7%相当が未消化のまま残ることを意味する。それを解消する為には、未消化のまま残ったヘッジ為替と同額の円売りを新たに市

場で締結しなければならず、相応の規模の円売りが2ヶ月の間に集中し、円安を助長した可能性が高い（図表20）。

図表20 ヘッジ付き外債を処分する際に円売りが生じる仕組み

	外債取引	外債価格	ドル買い (円売り)	ドル売り (円買い)	備考
当初	取得	100ドル	100ドル（直物）	100ドル（先物）	ヘッジ為替（先物）も契約
3ヶ月後	処分	91.3ドル	－	91.3ドル	ヘッジ為替の内、8.7ドルが未消化
	－	－	8.7ドル (新たに発生)	8.7ドル	未消化分解消のドル買い発生

（出所）筆者作成

例えば、3月から4月にかけて、本邦勢はグロスで83兆8,411億円の外債を処分した。仮に全てを米国の長期国債と見立て、下落前の額面の半分にヘッジ為替が付随していた（即ち、ヘッジ比率50%⁷）と仮定すると、2ヶ月間で約4.0兆円のヘッジ外しの円売りが生じた計算だ（図表21）。実務上、ここまで細かく紐付きで管理されているわけではないが、外債の急落がオーバーヘッジを招き、その解消を目的とした一定の円売りが相場に影響した可能性が高い。

図表21 3月～4月にかけて生じた円売りの資産

	内容	金額	算出根拠
①	3月、4月の外債処分額（グロス）	83兆8,411億円	国際収支統計より
②	8.7%下落する前の外債の額面	91兆8,303億円	①/0.913
③	ヘッジ為替の契約額（ヘッジ比率50%の場合）	45兆9,151億円	②*0.5
④	ヘッジ為替の未使用残高	約4.0兆円	③*0.087

（出所）筆者作成

6. 円安が収束する経路

(1) 日銀の金融政策の微調整

円安を是正する手段の一つとして、日銀が長期金利の上昇をある程度容認し、対外金利差の拡大に歯止めをかけることが挙げられる。日銀の姿勢が変化すれば、市場の円安期待も減衰し、投機筋の円の買い戻しが円高圧力を高める可能性もある。しかし、図表 16 によれば 1%の金利差拡大が約 14 円 69 銭のドル高円安を招いた計算だ。仮に、日銀が長期金利の変動幅を今の倍程度まで容認し、長期金利が 25bp 上昇しても、円安を是正できるのは約 3 円 67 銭 (=14 円 69 銭×0.25%/1%) に限られる。しかも、日本の長期金利が上昇しても、金融引き締めスタンスを鮮明にしている米国の長期金利が上昇すれば、円金利上昇による金利差縮小効果は容易に打ち消される。結局、異次元緩和を維持したまま、小幅な金利上昇を容認しても、円安を是正できるか不確実性が高い。そればかりか、長期金利の上昇は、今年 3 月末時点で約 823 兆円の負債を抱える民間部門に対し、確実に利払いの負担増を強いる。円安是正を狙った長期金利の弾力化が好ましいとは言えない。

(2) 国際的な商品市況の反落

何らかの理由によって、国際的な商品市況が反落に転じれば、3 つの経路によって円安が是正されると期待できる。はじめに、期待インフレ率が低下し、日本の予想実質金利が上昇するとみられる。次に、米国をはじめ海外の中央銀行の金融引き締めが小休止するとみられる。海外金利が低下に転じれば、金利差が縮小し、円高圧力となり得る。さらに、日本の輸入額も減少する為、貿易収支が改善し、時間差において円高圧力となり得よう。

もともと、商品市況の反落は、世界的なインフレや金融引き締めから生じる景気後退リスクを後退させ、市場心理の大幅な改善をもたらす。リスク回避的な局面で選好される傾向が強い円は、逆にリスク選好的な地合いの下ではそれまでと違った売り圧力に晒される可能性が高い。商品市況の反落によって、円

安が是正されるのか、助長されるのかは、その背景や双方の程度次第と言え、予断を許さない。

(3) ドル安への転換

2022 年に入り、米国債利回りの上昇に連れて、ドルが全面高となってきた(図表 22)。しかし、6 月の半ば以降は、米国の景気後退が懸念され、株式相場の下落とともに米国債の利回りも低下し、ドルもやや頭打ちとなっている。このまま、ドル安に転じれば当然円安圧力も緩和されると期待できる。しかし、パウエル FRB 議長は 6 月、議会に対してインフレ抑制に無条件でコミットすると証言した。今後、米国経済が後退局面に陥った場合でもインフレ圧力が和らがない限り、米国の金利が再び上昇傾向を強める可能性はまだ残っている。加えて、米国の金融政策の正常化を巡っては、6 月より量的引き締めも始まった。今後、FED(米連邦準備制度)のバランスシートが縮小に向う中、市場金利の上昇とドル高を招く恐れもあり、留意を要する。

図表 22 ドル指数⁸と米国債の利回り

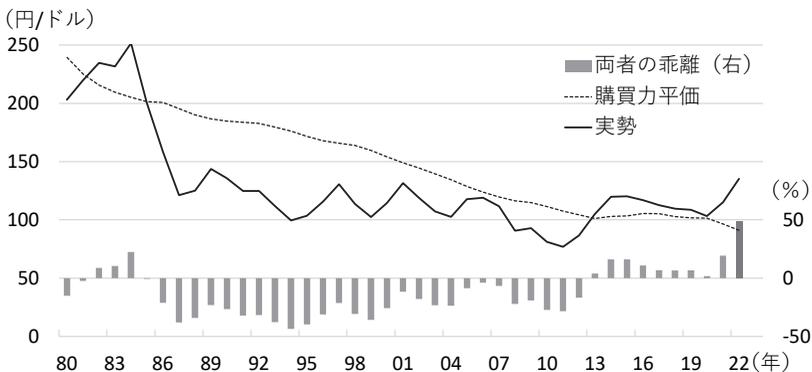


(出所) Bloomberg より筆者作成

7. さいごに

日本の主体的な円安是正策に、金融政策の抜本的な見直しが挙げられる。2023年4月の日銀総裁の任期を控え、一部では総裁の交代を機に金融緩和の程度が和らぐとの見方がある。その場合、中長期的な円安期待も減衰するとみられ、今後の人事の行方が注目される。もっとも、政府と日銀の共同声明が残る限り、緩和路線は維持されよう。多少、緩和の程度が和らいだところで、欧米金利に比べ、円金利が低いままでは、円安の是正効果も限られる。また、円安の是正パスとして指摘した商品市況の反落やドル安への転換も、日本でコントロールできるものではない。こうしてみると、歴史的な円安に対し、日本自身でそれを収束に持ち込むことは容易ではないと懸念される。購買力平価に照らし、大幅な円安水準ではあるが、貿易収支が赤字の下では、行き過ぎた円安を是正する輸出筋の円買いも見込みにくい（図表23）。寧ろ、世界経済の行方や各国の金融政策、ロシア・ウクライナ情勢を中心とする地政学リスクなどによっては、更なるインフレの高進と内外金利差の拡大を主因として、円安が進行する可能性も全く否定できない状況だ。家計、企業のいずれにおいても、今後の経済活動を営む上で、歴史的な円安局面が長期化する可能性に十分留意する必要がある。

図表23 ドル円の相対的購買力平価と実勢および両者の乖離（年末値）



（出所）Bloomberg、IMF より筆者作成（2022年の実勢は6月末の数値）

補論 —非定常データの扱いとその解釈について—

本稿で採り上げた為替や金利の時系列データは、一般的に単位根を持つ非定常データであり、時系列分析には適さないとされる。実際、3. (2) の図表 6 で示した名目実効為替レートと金利差に関して、単位根検定 (ADF 検定) を行った結果、単位根を持つという帰無仮説をいずれも棄却できなかった (図表 24)。

図表 24 単位根検定 (ADF 検定) 結果 (図表 6)

データ	p値		結果
	定数項あり	定数項なし	
名目実効為替レート	0.391	0.55	非定常データ (単位根あり)
金利差	0.476	0.513	

次に、どちらのデータも 1 階の階差をとれば、定常データとなることから、共和分検定 (エングル・グレンジャー検定) を行い、共和分の存在を確認した。これは、非定常データ同士であっても、両者が共和分の関係にあれば、長期的な均衡関係を持つと解釈できる為である。しかし、名目実効為替レートと金利差の場合、p 値が 0.486 (定数項なし) となり、残差の系列が単位根を持つという帰無仮説も棄却できなかった。従って、この結果を踏まえると、統計的には、日銀が名目金利を低く抑え続けたことによって、有意に円安を招いたとまでは言えない。

一方、年初来のドル円と日米長期金利差を示した 5. (1) の図表 16 について、同様の検定を行ったところ、非定常データであるとする帰無仮説を棄却できなかった点は同じだ (図表 25)。但し、共和分検定では、1%の有意水準にて残差系列が単位根を持つ帰無仮説が棄却された。従って、年初来の日米金利差がドル円相場に対して強い影響力を持ったと解釈することは、統計的にも妥当だ。

図表 25 単位根検定 (ADF 検定) 結果 (図表 6)

データ	p値		結果
	定数項あり	定数項なし	
ドル円	0.979	0.997	非定常データ (単位根あり)
金利差	0.778	0.957	

このように、多くの市場データが非定常データであることから、為替市場の分析とその結果に対する解釈や判断は、慎重に行われなければならない。ただし、為替アナリストという筆者の長年にわたる実務家の立場や経験で言えば、これまでに接した金融機関の為替ディーラーや内外の大手ヘッジファンド、外貨建資産の投資を担う日本の機関投資家、為替のリスクヘッジを担う日本企業の財務担当者など、全ての市場参加者が、為替相場を展望する際、金利差の動向を大きな判断材料としているのも事実である。従って、日銀の異次元緩和が名目金利を低く抑え続けていることは、少なくとも市場参加者の期待形成には強い影響を持っていると解釈することが妥当と考えられる。

注

- 1 実質実効為替レートは、貿易相手国の通貨と円の為替レートを、インフレ率の格差も勘案し、貿易額等に応じて加重平均して指数化した円の総合的な為替レート。
- 2 債券市場の期待インフレ率としてブレイクイーブン・インフレ率 (物価連動国債と利付き国債の金利差) が一般的。但し、金融危機後の 2008 年 10 月から 5 年間、物価連動国債の発行が見送られていた為、その間についてはインフレスワップ金利を表示した。
- 3 +0.1% を適用する基礎残高、ゼロ% を適用するマクロ加算残高、▲0.1% を適用する政策金利残高に分けた。この階層構造方式は、マイナス金利の適用が金融機関収益を過度に圧迫し、金融仲介機能を阻害することを防ぐ為、既にスイス (▲0.75%)、スウェーデン (▲1.1%)、デンマーク (▲0.65%) などで採用されていた。
- 4 金融仲介機能への悪影響に加え、運用利回りが低下することによるマインドの悪化や企業の年金債務の拡大、過度なリスクテイクへの傾斜などが指摘された。
- 5 衆議院財務金融委員会で民主党の前原元代表からの質問に対し、「一般的、理論的に言えば、ここから更に実質実効為替レートが円安に振れていくことは普通に考えるとなかなかありそうにない」と発言した。

- 6 係数と定数項の t 値はそれぞれ 14.0、141.2。名目実効為替レートは豪ドル、英ポンド、ユーロ、加ドル、米ドルを同一ウェイトで算出。対外金利差は日本の長期金利と当該 5 通貨の長期金利の平均との差。ユーロの金利はドイツ、フランス、イタリア、スペインの長期金利を名目 GDP 比で加重平均して算出
- 7 預金取扱機関（主に銀行）のヘッジ比率はほぼ 100%。日銀の金融システムレポート（2022 年 4 月、図表Ⅲ-2-2）によれば生保のヘッジ比率は 6 割をやや下回る水準。但し、Bloomberg は今年 6 月、決算報告書より大手生保 9 社の 2022 年 3 月時点のドル建資産のヘッジ比率を 43.3%と報じた。全体のヘッジ比率は 50%よりも高いと考えられる。
- 8 ドル指数はインターコンチネンタル取引所（ICE）にてリアルタイムに算出されるドルの名目実効相場。ユーロ（57.6%）、円（13.6%）、英ポンド（11.9%）、加ドル（9.1%）、スウェーデンクローナ（4.2%）、スイスフラン（3.6%）が対象。カックの数値は加重平均して算出する際のウェイト。

（参考文献）

- 岩田規久男（2012）「日本銀行 デフレの番人」日本経済新聞出版社
- 内田稔 公益社団法人日本証券アナリスト協会 「証券アナリストジャーナル」 2017 年 7 月 「為替市場からみる異次元緩和の効果と課題」（46～51 頁）
- 加藤久和（2012）「gretl で計量経済分析」日本評論社
- 白川方明（2018）「中央銀行 セントラルバンカーの経験した 39 年」東洋経済新報社
- 日本銀行 「金融システムレポート」（2022 年 4 月）
- 日本銀行 『「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総合的な検証【背景説明】』（2016 年 9 月）
- 浜田宏一（2012）「アメリカは日本経済の復活を知っている」講談社