

2013年5月8日

No.2013-004

## 日銀優位に傾いた日米金融緩和競争とドル円相場

— 2014年末にかけて1ドル=110円台到達が視野に —

調査部 研究員 井上 肇

### 《要 点》

- ◆ 近年のドル円相場は、日米金利差と強い相関を続けてきた。もともと、2008年末前後を境に、それまでの日米金利差から導出される適正水準以上に円高ドル安が進行するなど、金利差以外の要因も増大している。リーマン・ショック以降、日米ともに非伝統的な金融政策に踏み込むなかで、日米中央銀行の資金供給量が金融緩和度合いを測る指標になっており、日米マネタリーベース比率(日/米)のドル円相場に与える影響力が増大している可能性がある。
- ◆ 今回の日銀の異次元緩和を受け、米FRBが現行のペースで資産買い入れを続けたとしても、日米マネタリーベース比率が上昇していくことが確実な情勢となっている。日米金利差では説明できないドル円相場の変動と日米マネタリーベース比率との関係を基に試算すると、日銀がマネタリーベースの積み上げを完了する2014年末にかけて、1ドル=110円台乗せが視野に入る。
- ◆ もともと、日米マネタリーベース比率の上昇だけで円安トレンドが続くかは不透明である。第1に、過去には日米マネタリーベース比率が上昇しても、日米金利差が縮小するにつれて円高が進行する局面があった。当面は、米国で緊縮財政の影響等により景気指標が弱含む可能性が残っており、これに伴い、日米金利差が縮小すれば、円高に振れる場面もあるだろう。第2に、マネタリーベースの量そのものがどれだけ円安に作用するかは不確実である。マネタリーベースの拡大は、ゼロ金利政策の一段の長期化観測などを通じて、市場の期待に働きかけることは可能であるものの、日銀当座預金に資金が滞留するだけでは、実質的な金融緩和効果は限られ、円安進行余地も110円台に至らない可能性がある。
- ◆ 日米マネタリーベース比率の上昇だけで円安トレンドが続く保証はないものの、日米金利差の拡大を伴うものとなれば、円安トレンドが続く蓋然性が高まるだろう。過去の事例をみると、日米マネタリーベース比率と日米金利差が示唆するドル円相場のベクトルが同じ方向を向いている局面ではドル円相場のトレンドが明確化しやすいと考えられるためである。年後半以降、米国経済の回復基調が明確化し、FRBの金融政策の出口戦略が現実化してくれば、長期ゾーンから日米金利差が拡大してくることが予想される。日米マネタリーベース比率の上昇が続くなかで、日米金利差の拡大も加われば、2014年末にかけて1ドル=110円台を実現する可能性が高くなるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920

Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

弊社では、ドル円相場、ユーロ相場を中心に直近の為替の動きを回顧し、それぞれ今後の見通しに言及するとともに、為替関連のトピックスを組み込んだ月報「為替相場展望」を刊行しています。レポートは、弊社ホームページ(<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/exchange/>)からダウンロードできます。

## 1. はじめに

昨年 11 月以降始まった今回の急速な円安局面では、日米の金融政策のベクトルの違いがドル円相場に大きな影響を与えてきた。急速な円安が始まるきっかけとなったのは、わが国において安倍新政権下で日銀が大胆な金融緩和に踏み切るとの期待が強まったことである。一方の米国でも、本年入り後に公表された FOMC 議事要旨によって、FRB が量的緩和政策の出口戦略を模索し始めていることが明らかとなり、円安ドル高を後押しした。さらに、日銀が 4 月 4 日に打ち出した「量的・質的金融緩和」が市場の期待を大きく上回ったことを受けて、4 月 11 日にかけて 1 ドル=100 円目前まで円安が進行する展開となった。

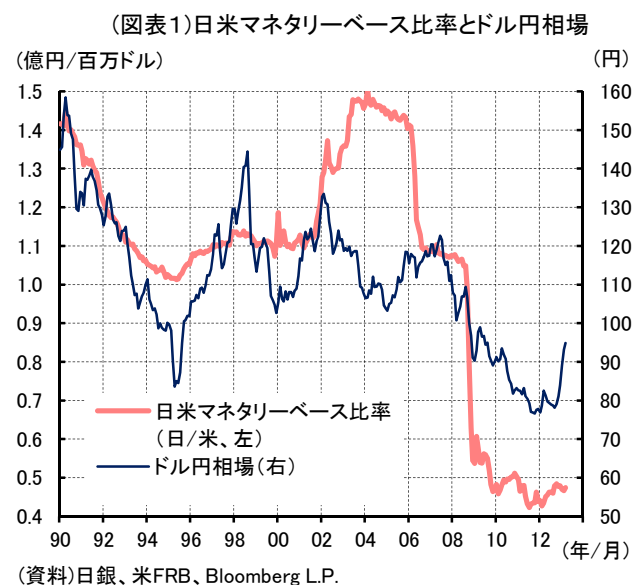
ドル円相場が日米の金融政策のベクトルの違いによって動かされるのは今回が初めてではない。むしろ、近年のドル円相場は、日米の金融政策のベクトルの違いによってその趨勢が大きく左右されてきたと言っても過言ではない。そして、そのなかでは日米の金融政策のベクトルの違いを測る指標がドル円相場の主要なナビゲーターとなってきた。今後のドル円相場を展望するに当たっては、最初にこうした指標について確認しておくことが有用であろう。

## 2. 日米金融緩和競争のなかで変遷してきたドル円相場のナビゲーター

### 2000 年代入り頃までナビゲーターとして有効だった日米マネタリーベース比率

足許、中央銀行の資金供給量を示すマネタリーベースの格差が為替相場の方向性を決定づけるという考え方が注目を集めている。この考え方は、為替レートがそれぞれの国で流通している通貨の相対量によって決まる、すなわち、中央銀行による資金供給量が多い国の通貨価値は下落し、少ない国の通貨価値はその「希少性」により上昇するというものである。中央銀行が資金供給量を増加させるほど市場参加者の期待（予想）インフレ率が高まる結果、当該国通貨が下落するという説明がなされる場合もある。中央銀行の資金供給量の格差を示すマネタリーベースの比率と為替相場の関係を示したものは、「ソロス・チャート」と呼ばれ、これまでもドル円相場の動きを説明する上で引き合いに出されることが多かった。

1980 年代後半から 2000 年代入り頃までは、「ソロス・チャート」がドル円相場の動きを説明するうえで有効な時期であった。日米マネタリーベース比率（日/米）が上昇する局面では、円安ドル高に振れ、逆に、低下する局面では、円高ドル安に振れる傾向がみられた（図表 1）<sup>1</sup>。すなわち、日銀が供給する円資金の量が米 FRB より速く増加する局面では円安方向に、逆に FRB が供給するドル資金の量が日銀より速く増加する局面ではドル安方向に進む傾向があった。



<sup>1</sup>日米マネタリーベース比率は、日銀の供給する円建てマネタリーベース/FRBの供給するドル建てマネタリーベースで算出。

## その後は日米2年債利回り格差との相関が強まった

もともと、その後は、ドル円相場が日米のマネタリーベース比率で決まるという「ソロス・チャート」的な考え方では説明の付かない局面がみられるようになった。ドル円相場の動きを説明する上で日米マネタリーベース比率に代わって有効になったのは、日米金利差、とりわけ、日米2年債利回り格差である(図表2)。金利差で為替相場が決まるという考え方は、為替レートが金融資産の資本移動で決まり、この資本移動の動機となるのが両国の金利水準の格差(金利差)であるという状況を想定している。そして、金利差を変動させる大きな要因となるのは、両国の金融政策の先行きに対する期待である。

日米マネタリーベース比率よりも日米金利差の方がドル円相場の動きをうまく説明できた最たる例は、日銀が量的緩和を実施した2001年から2006年と日銀が量的緩和を解除した2006年から2007年にかけての局面である。米国ではITバブル崩壊への対応から、2001年1月からFRBが断続的に利下げを実施、これに対し、日本では金利引き下げ余地が限られるなか、2001年3月以降、日銀が量的緩和政策を開始した。わが国が金融システム不安を抱えるなか、2001年こそ円安ドル高が進行したものの、2002年入り以降は日米金利差が縮小するなか、急速な円高ドル安が進行した。こうした状況に対し、わが国通貨当局は大規模な円売り介入を実施し、それにあわせて日銀も量的緩和政策の拡大を行い、日米マネタリーベース比率が上昇したものの、円高ドル安の流れを止めることはできなかった。逆に、2006年には、日銀が量的緩和を解除し、日米マネタリーベース比率が低下したものの、米FRBが利上げに転じ、日米金利差が拡大するなかで、2007年にかけて円安ドル高が進行した。

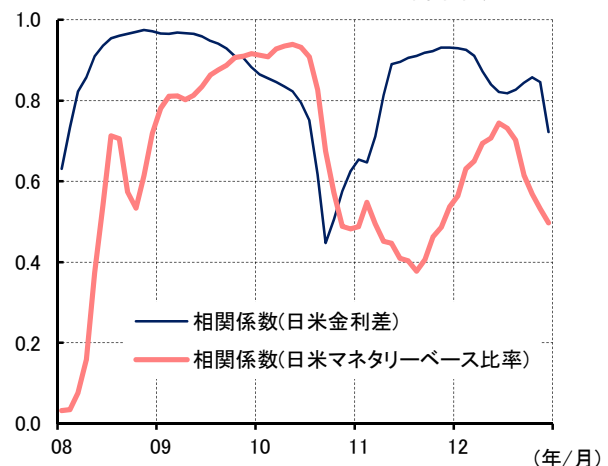
2008年のリーマン・ショック以降は、見かけ上、日米マネタリーベース比率とドル円相場の再連動がみてとれるものの、ドル円相場と金利差、マネタリーベース比率の相関をみると、ほとんどの期間において決定力は引き続き金利差の方が高くなっている(図表3)。

以上のように、2000年代入り以降のこれらの事例は、日米マネタリーベース比率よりも日米金利差の変化の方がドル円相場の変動に大きな影響を及ぼしていたことを示している。



(資料)Bloomberg L.P.

(図表3)ドル円相場と日米金利差、日米マネタリーベース比率との相関係数



(資料)日銀、米FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)相関係数は、24ヵ月間の相関から導出。

## 量的緩和が金利低下以外のプロセスでも為替相場に影響を及ぼしていた可能性

それでは、マネタリーベースの拡大を伴う量的緩和政策が通貨安に全く作用してこなかったかといえば、そうとは言い切れない。リーマン・ショック後に政策金利の引き下げ余地がなくなった米国では、FRBが実施した量的緩和第1弾(QE1)や第2弾(QE2)が中長期金利の一段の低下を促すことを通じて、ドル安に作用していた可能性が高い。リーマン・ショック以降、マネタリーベース比率との相関が戻ってきた一因としてこうした点を指摘できるだろう。

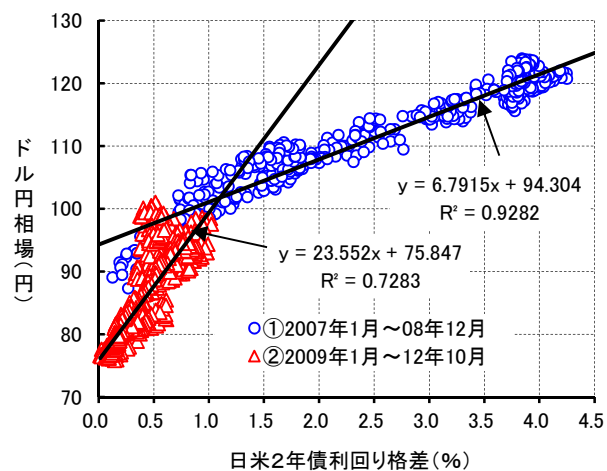
量的緩和が金利押し下げ以外の要因でも通貨安に作用していた可能性がある。FRBが量的緩和政策を開始して以降、日米金利差に対するドル円相場の感応度が大きく変化したことがその可能性を示している。円安トレンドから円高トレンドに転じた2007年からリーマン・ショック後の2008年末前後までは、ドル円相場の日米金利差に対する感応度は概ね安定的であったものの、その後、大幅に高まった(図表4)。つまり、日米金利差が微小にしか変化していないにもかかわらず、ドル円相場が従前に比べて大きく変動するようになった。

ここで、ドル円相場と日米金利差について、2007年初から2008年末までの関係が維持されていたと想定すると、日米金利差がなくなっても、円高進行余地はせいぜい94円前後と試算され、とりわけ2009年春以降は、ドル円相場と金利差の関係から導出される適正水準以上に円高ドル安が進行している。このことは、日米金利差以外の何らかの要因によって、ドル円相場が円高ドル安方向に押し下げられてしまっていた可能性を示している。

次に、2007年初から2008年末までのドル円相場と日米2年債利回り格差の相関を基にドル円相場の適正水準(A)を求めたうえで、ドル円相場の実勢値(B)とのかい離幅(B-A)を日米ベースマネー比率と対比させてみる(図表5)。すると、日米金利差では説明できないドル円相場の変動(B-A)を日米マネタリーベース比率である程度説明することができる。

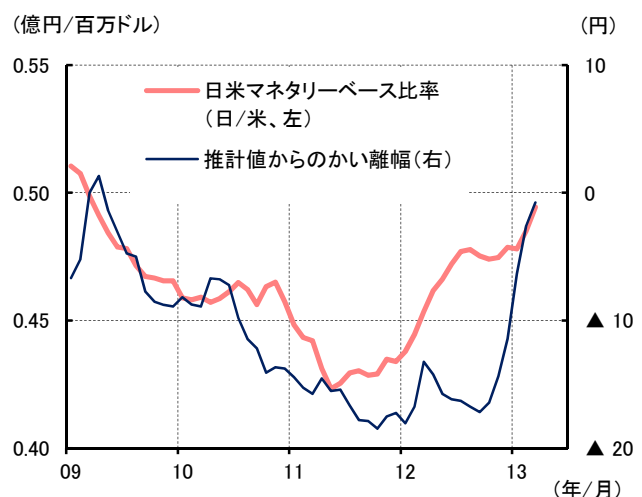
量的緩和が期待インフレ率を押し上げることを通じて通貨安に作用したのか、単に「量的緩和=通貨安要因」という思惑を通じて通貨安に作用したのか、そのプロセスは判然としないものの、解釈の一つとしては、日米金利差だけではなく、日米マネタリーベース比

(図表4)日米2年債利回り格差(米-日)とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(図表5)日米2年債利回り格差に見合う水準からのドル円相場のかい離幅と日米マネタリーベース比率



(資料)日銀、米FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)日米マネタリーベース比率は、6ヵ月後方移動平均。2013年4月以降は日銀が4月4日の「量的・質的金融緩和」で公表したペースでマネタリーベースを拡大させる一方、FRBは2013年中は現行の資産買い入れペースを維持すると仮定。



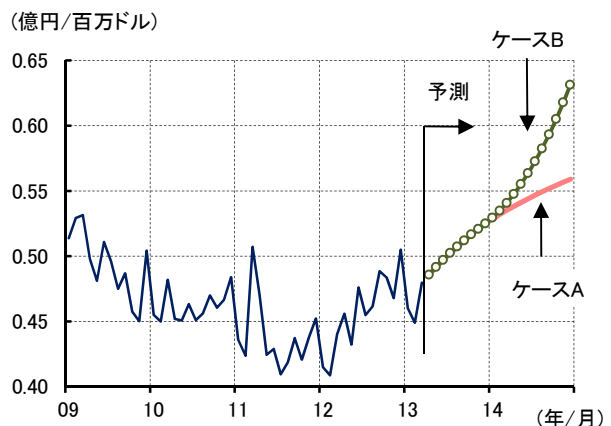
率に着目して日米両国の金融緩和度合いを測り、それに基づいた為替取引が行われていた可能性があるということである。2008年末前後は日米ともに政策金利がゼロに達するとともに、FRBが量的緩和第1弾に踏み切った時期にあたる。米国では2008年12月にFRBが政策金利を事実上ゼロに引き下げたほか、2009年3月に量的緩和第1弾を開始した<sup>2</sup>。一方、わが国でも、2008年12月に政策金利が事実上ゼロに達した。リーマン・ショック後に政策金利が事実上のゼロ金利に達した日米では、日米金利差が両国の金融緩和度合いを測る指標としての影響力を低下させる一方で、マネタリーベース比率という量的な側面が影響力を増していた可能性がある。

### 日銀の異次元緩和後は長期金利差との相関も喪失。日米マネタリーベース比率の上昇観測が円安に作用した可能性

昨年11月以降のドル円相場は、それまで強固だった日米2年債利回り格差との関係が希薄になる一方で、長期金利差、とりわけ、日米10年債利回り格差との相関が強まった。もともと、4月4日の日銀の異次元緩和決定後には、日米10年債利回り格差との相関も薄らいだ。日銀の異次元緩和決定前後にかけて低調な米経済指標が相次いだことを受けて、米国金利が低下し、日米金利差が縮小したにもかかわらず、ドル円相場は上昇しており、日米金利差ではドル円相場の動きを説明することが困難になった。

この要因について断定はできないものの、市場参加者にとって日米マネタリーベース比率が両国の金融緩和度合いを測る指標として一段と影響力を増すなか、日銀の異次元緩和により日米マネタリーベース比率が大幅に上昇していくことが、足許の経済・金利動向になかば目をつむる形での円売りドル買いを惹起している可能性がある。ちなみに、日銀が4月4日の金融政策決定会合でマネタリーベースを2014年末にかけて270兆円まで積み上げる目標を定めたため、今後、米FRBが現行の月850億ドルのペースで資産買い入れを続けたとしても、日米マネタリーベース比率は急上昇していくことになる(図表6、ケースA)。

(図表6)日米マネタリーベース比率の予測



(資料)日銀、米FRB

(注)2013年4月以降は、日銀が4月4日の「量的・質的金融緩和」で公表したペースでマネタリーベースを拡大させると想定。ケースAは、FRBが2014年末まで現行の資産買い入れペースを維持するケース、ケースBは、2013年中は現行の資産買い入れペースを維持した後、2014年入り後から同年末にかけて買い入れ規模をゼロまで縮小させるケース。

### 3. 日銀の異次元緩和後のドル円相場をどうみるか

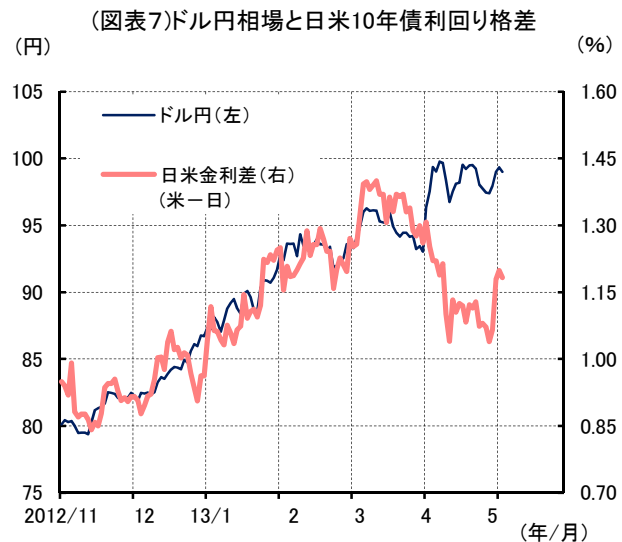
ここまで近年のドル円相場のナビゲーターとなってきた日米の金融政策のベクトルの違いを測る指標について確認してきた。すでにみてきたように、近年のドル円相場が日米の金融政策のベクトルの違いによってその趨勢が大きく左右されてきた以上、今後のドル円相場を展望する上では、これまでみてきた指標に引き続き目を配っていくことが必要となろう。

<sup>2</sup>2008年11月を量的緩和第1弾の開始時期とする見方もある。

## 日米マネタリーベース比率の上昇は円高を正当化せず

日米のマネタリーベースの格差だけでドル円相場の変動の全てを説明できるわけではないものの、リーマン・ショック後の円高ドル安局面において、日米マネタリーベース比率の低下が日米金利差の縮小だけでは説明できない水準までの円高を招来した可能性があることを踏まえれば、今後の日米マネタリーベース比率の上昇が日米金利差で導出される適正水準以上の円安ドル高を招来したとしても、不思議なことではない。少なくとも、日銀の供給するマネタリーベースの拡大ペースがFRBを凌駕することが確実となった以上、もはや日米金利差に見合う水準以上の円高は正当化されない。

もともと、足許では、日米金利差が縮小していることが気付きである。ドル円相場は、4月4日の日銀の異次元緩和決定後、日米10年債利回り格差との相関も大きく薄らいだものの、その後、新たな水準で相関を取り戻しつつある(図表7)。過去において日米マネタリーベース比率が上昇しても、日米金利差が縮小する局面では、円高ドル安が進む傾向があったことはすでにみてきた通りである。米国では、今年の夏場にかけて強制歳出削減や季節調整の歪み等の影響により、景気指標の弱含みが生じる可能性が残っており、これにより、日米金利差が縮小すれば、円高ドル安に振れる場面もあるだろう。



(資料)Bloomberg L.P.

もともと、一時的に円高に振れることがあっても、円安ドル高トレンドは大きく崩れない可能性が高い。なぜならば、今回の円安は、「日銀の異次元の金融緩和=円安要因」だけではなく、「米FRBの出口戦略=ドル高要因」のもとで生じているためである。FRBは、少なくとも前半は現状の資産購入のペースを維持すると見込まれるものの、既に資産購入の縮小へ向けた議論を開始している。米国経済は、住宅市場の回復を起点とした自律回復メカニズムが作動し始めており、年後半以降、緊縮財政による財政面からの下押しが一巡すれば、回復基調が明確化してくることが期待される。それに伴い、雇用情勢に顕著な改善がみられるようになってくれば、FRBが量的緩和の縮小・終了に踏み切ることが予想される。昨年11月以来日銀の積極的な金融緩和を織り込む形で大幅な円安が進行してきただけに、もはや日銀による金融政策だけでは円安は進行しにくいとみられるものの、金融緩和を強化する日本と出口戦略に向かう米国という構図での日米金融政策のベクトルの違いが続く限り、円安ドル高トレンドは大きく崩れないだろう。

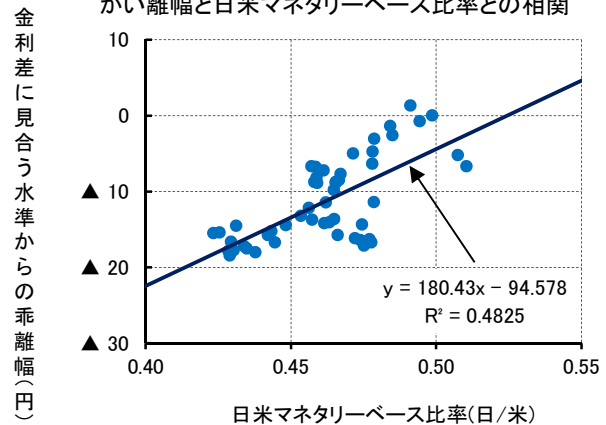
## 日米マネタリーベース比率から試算される適正水準は、1ドル=110円台

2014年末にかけて日銀がマネタリーベースを倍増させる一方で、FRBが量的緩和を縮小していくとなれば、日米マネタリーベース比率の上昇ペースが加速することになる(前掲図表6、ケースB)。前出の日米2年債利回り格差から導出されるドル円相場の適正水準(A)と実勢値(B)とのかい離幅(B-A)と日米マネタリーベース比率の関係に基づくと、ドル円相場は2014年末にかけて日米金

利差から導出される適正水準から20円弱程度の上振れ余地があると試算される(図表8)<sup>3</sup>。これは、日米金利差の拡大を伴わない場合でも、1ドル=110円台を実現する可能性があることを示している。

もっとも、マネタリーベースの量そのものがどれだけ円安に作用するかは不確実である。マネタリーベースの拡大は、ゼロ金利政策の一段の長期化観測などを通じて、市場の期待に働きかけることは可能であるものの、日銀当座預金に資金が滞留するだけでは、実質的な金融緩和効果は限られるだろう。したがって、円安進行余地も110円台に至らない可能性がある。

(図表8)日米金利差に見合う水準からのドル円相場のかい離幅と日米マネタリーベース比率との相関



(資料)Bloomberg L.P.

(注)日米金利差は日米2年債利回り格差。金利差に見合う水準は、2007年1月から2008年12月までの関係に基づき算出。

### 日米金利差の拡大が円安ドル高トレンド持続の蓋然性を高める

このように、日米マネタリーベース比率の上昇だけで円安トレンドが続く保証はないものの、日米金利差の拡大を伴うものとなれば、円安トレンドが続く蓋然性が高まるだろう。日米マネタリーベース比率と日米金利差が示唆するドル円相場のベクトルが同じ方向を向いている局面では、ドル円相場のトレンドが明確化しやすいと考えられるためである。日米マネタリーベース比率の低下と日米金利差の縮小が重なったリーマン・ショック後から2011年にかけての円高局面では、日銀が追加金融緩和を繰り返すとともに、わが国通貨当局が数次にわたる円売り介入に踏み切り、円高を阻止しようとしたにも関わらず、執拗な円高トレンドが続いたことがこれを象徴しているだろう。

年後半以降、FRBの金融政策の出口戦略が現実化してくれば、長期ゾーンから日米金利差が拡大してくることが予想される。日米マネタリーベース比率の上昇が続くなかで、日米金利差の拡大も加われば、ドル円相場は、2014年末にかけて1ドル=110円台を実現する可能性が高くなるだろう。

以上

<sup>3</sup>日銀が4月4日の「量的・質的金融緩和」で公表したペースでマネタリーベースを拡大させる一方、米FRBは2013年中は現行の資産買い入れペースを維持した後、2014年入り後から同年末にかけて買い入れ規模をゼロまで縮小させるケース(図表6、ケースB)について試算。