

<中央銀行パネル>

近年の日銀の金融緩和策と円相場

シティグループ証券 高島修

<問題意識>

2013年に始まったアベノミクスと黒田日銀の超金融緩和策の下、為替相場においては、過去では考えられないような円安が進行してきた。その是非自体が検討に値するものの、デフレ脱却を目指す経済政策の方向性を受け入れるのであれば、その遠因の一つである長期的な円高是正に大きな貢献があったことは事実である。ただ、2015年を境に円安基調は一服。2016年には日銀のマイナス金利政策導入に拘らず、円高が進行する場面もあった。為替相場の場合、日本の国内要因のみならず、米国を始めたとした海外要因の影響が色濃く反映される。そうした為替相場の特性を考慮した上で、近年の日銀の金融緩和策に対する市場の非対称的な反応が生じた理由や背景について考えたい。

<オブザベーション>

2012年終盤に安倍政権が誕生する際、日銀法改正などが議論の俎上に上り、為替市場の日本の経済政策に対する感応度が強まった。2013年4月の量的質的緩和・第1弾(QQE1)に対する強烈な円安反応は、従来、FRBの金融緩和策で生じたドル安円高オーバーシュートの是正という側面もあったと考えられる。2014年10月のQQE2は黒田日銀のデフレ克服に向けた緩和姿勢をより強く印象づけたものの、その結果、人民元安の傾向などが見えてくると、米国の円安黙認姿勢に変化が生じた。2016年1月のマイナス金利政策導入は円高への回帰を阻止する意図があったと見られ、国内の投資家や金融機関の投資戦略や財務戦略にも決定的な影響を及ぼした。だが、日銀の金融緩和の行き詰まりを確信した市場は、円高と株安で反応。同年9月のイールドカーブ・コントロールなどの導入は事実上の緩和姿勢の後退であったが、その現実路線への転換まで市場のネガティブな反応が続いた。

<検証結果>

発表者のファンダメンタルズモデルに基づくと、量的緩和策がドル円のフェアバリューに与える影響は思いのほか大きい。一方、相場のオーバーシュートを牽引する金利差のフェアバリューに与える影響は小さいとの結果が得られる。但し、量的緩和策が為替相場など金融市場や実体経済に及ぼす影響について確立された理論はなく、実証検証も乏しい。為替相場が金利や量の変化などに合理的に反応していると確信することはできない。ドル円の場合、日銀の政策など日本要因のみならず、米国の経済政策や、近年ではそれに大きな影響を及ぼす人民元など中国要因などを織り込みながら、変動していると考えられる。