

# マイナス金利導入後の円高の背景と展望

## <要旨>

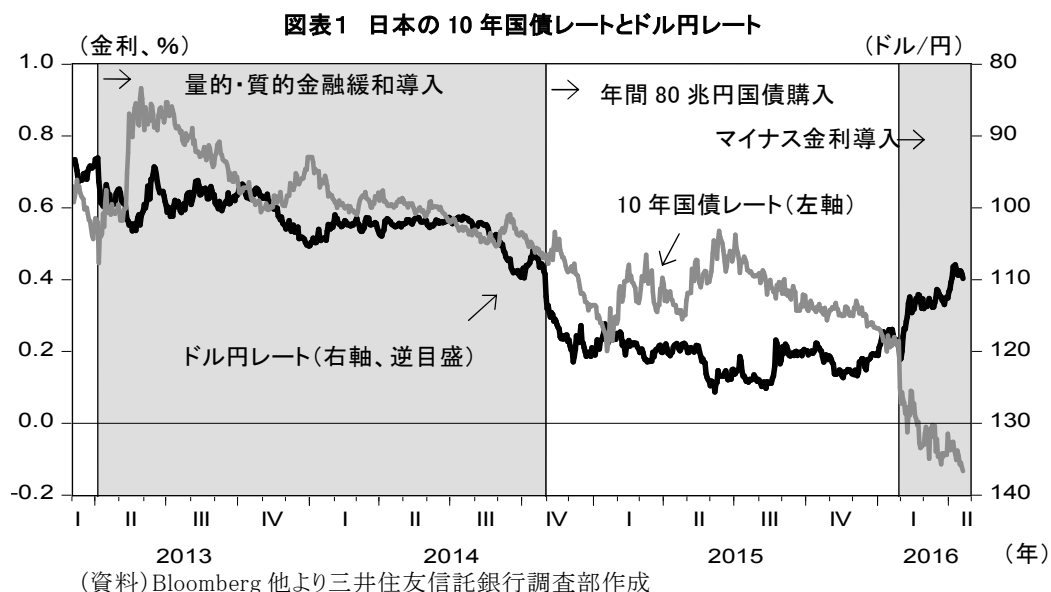
日銀によりマイナス金利導入が発表された1月末以降、予想に反しドル円レートは1割ほど円高に推移した。この理由は、内外金利差の拡大が不十分か、将来のドル円レートの期待値そのものが変化したか、もしくはその両方が考えられる。金利差については、米国も緩和姿勢を強めたことで日米金利差が拡大せず不十分であった。また直接は観察されない将来期待については、定量分析によると、均せば120円と95円の間で円安・円高の期待変化が生じていた可能性があり、現在の為替水準は両者の間にある。従って、現時点で為替の将来期待が100円割れへとシフトし、期待が自己実現すると判断するには早い。過去の量的・質的緩和後に実現した120円前後に戻るには、日銀の緩和のみでは効果は小さく、海外情勢が好転し米国長期金利が上昇していくことが必要だろう。

## 1. マイナス金利導入後の円高進展

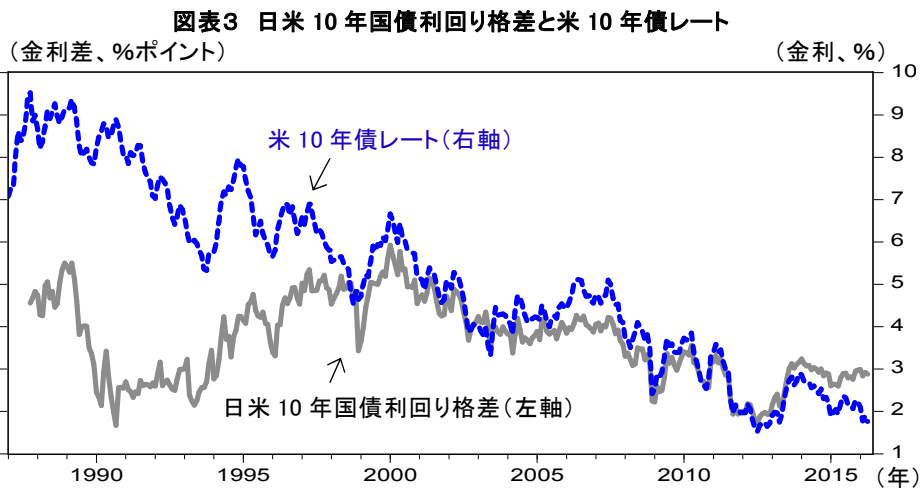
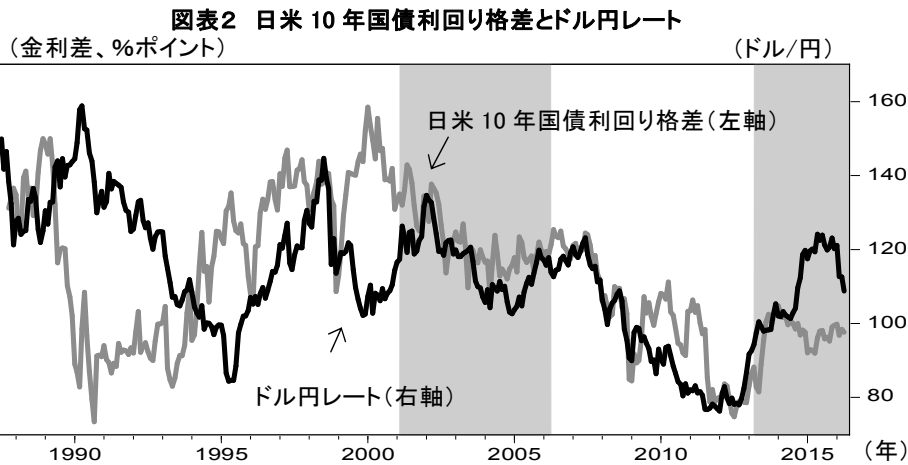
日銀の緩和強化にもかかわらず、ドル円レートは4月上旬より110円を下回り、日銀短観で公表されている製造業大企業の為替想定117.5円よりも円高に推移している。本レポートでは、金融緩和が円安に効かなかった理由から、今後の為替水準をどう想定したらよいか考察してみたい。

1年未満の短期から3年程度の中期の為替レートの振る舞いは、主に内外金利差によって説明され、短期金利よりも長期金利の内外差に大きく反応する。現在の長期金利は将来の短期金利の平均的な推移を反映するため、日銀が将来にわたって低金利政策にコミットし長期金利を引き下げることができれば、その規模に応じてドル円レートも円安方向に進みやすい。

ところが、2016年1月末のマイナス金利の発表後、10年国債レートはマイナス圏まで低下した一方で、ドル円レートは1割ほど円高が進んだ(図表1)。これは、年間80兆円規模の資産買い入れを決定した2014年10月の質的緩和強化により円安が進んだ状況と対照的である(図表1)。



日銀による低金利政策が円安に効かなかったひとつの理由は、国内長期金利の低下のほどには、日米長期金利差が拡大しなかった点がある。1980年代後半から現在までの日米10年国債利回り格差とドル円レートを比べると、日米金利差の拡大により円安に進む傾向にあることが確認できる(図表2)。



(注)図表2の網掛けは、日銀による量的緩和政策の実施期間を示す

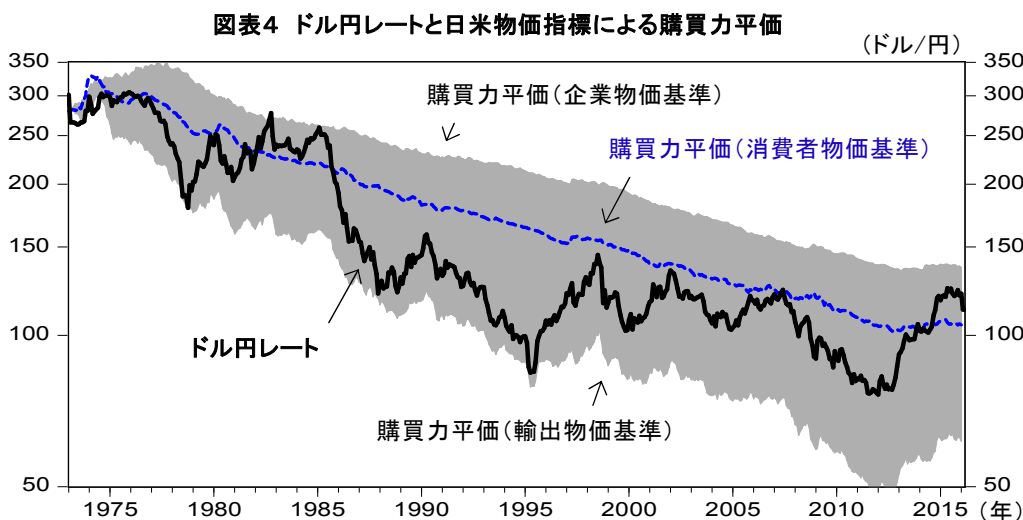
(資料)図表2・3とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

しかし2015年以降の日米金利差は、図表が示す通り、日銀のマイナス金利導入のあとも概ね横ばいで推移したことから、金利差拡大を介した円安誘導には力不足であった。最近の日米長期金利差は、米国の長期金利の推移に左右される傾向が強まっており、日米金利差の拡大には、米10年債レートが順調に上昇していくことが必要となる(図表3)。ドル円レートを左右する内外金利差は、日銀の金融政策のみならず相手国である米連邦準備理事会(FRB)の金融政策にも大きく依存することが改めて認識させられる状況であった。

## 2. 将来の為替レート水準の期待変化の抽出

こうした内外金利差を用いて為替レートの方角性を予測する考え方には、将来の平均的な為替レートの期待が不変であるとの前提がある。言い換えれば、現在の為替レートは金利差のみならず将来期待にも大きく依存する。ところが、ドル円レートの平均水準は必ずしも一定ではない。

例えば、為替レートの長期予想として取り上げられる購買力平価には、円高トレンドがあり、ドル円レートの期待をさらに円高へと予想する見方にも一理ある(図表4)。なお、購買力平価とは、貿易を通じて財を交換すれば同一の財は同一価格になるとの想定のもと、その際の交換比率である為替レートの変化率は、内外価格のインフレ格差を反映するという考え方である。ただし、購買力平価が示す水準と実際のドル円レートには乖離が著しく、購買力平価そのものを将来の為替レートの期待値とするのは、少なくとも短期的には適切ではない。為替レートの将来期待水準は、購買力平価が示す水準ばかりでなく、様々な要因により時間とともに変化している可能性が高い。



(注) 購買力平価は1973年基準の計算。網掛け上限が企業物価基準、下限が輸出物価基準。

(資料) Bloomberg 他、各種データより三井住友信託銀行調査部作成

そこで、観測されない期待水準を、定量手法により明らかにしてみた。ドル円レートは、円高や円安に振れると暫くそのトレンドが続く特徴があることから、実際の円ドルレートの振る舞いそのものから各局面を特定し、各時点の為替レートの期待水準を推計してみた。試算結果によれば、円高と円安それぞれの局面で生じるドル円レートの平均的な期待水準は94円と119円であり、上下それぞれ4~5円の誤差の振れを伴うことがわかった(図表5)。言い換えると、過去のドル円レートは、120円程度の円安と95円前後の100円割れ水準の間で期待転換を伴いながら推移しており、現在の水準はちょうどその両者の間に位置する(次頁図表6)。

**図表5 局面に依存したドル円レートの将来期待の推計結果**

局面	将来期待値	モデルの推計誤差による上限と下限値	
円高	94.0	96.1	92.0
円安	119.6	122.4	116.8

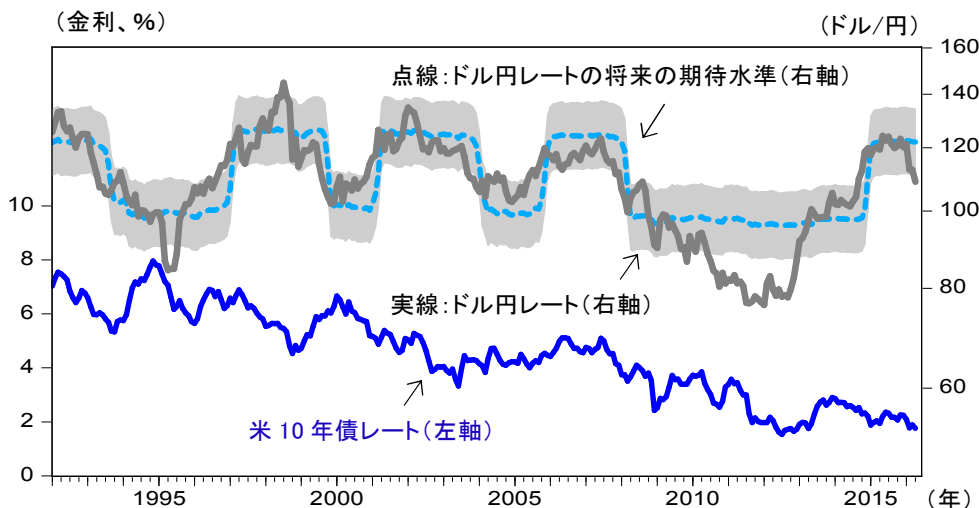
(注) 局面依存の将来期待は、金利平価より導出される下記式を、観測される為替レート、日米10年金利差を用い、87年以降のデータとマルコフ・レジーム・スイッチングモデルにて推計。

将来のドル円レート対数期待値は、局面依存の下記回帰式の定数項に相当する。

$$\text{ドル円レート対数値} = \beta (\text{日米長期金利差}) + (\text{将来のドル円レート対数期待値})$$

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

図表6 局面に依存したドル円レートの将来期待の時系列推移



(注) 網掛けは一標準偏差の推計誤差。将来期待の推計方法は、図表5の注を参照。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

もともと観察できない期待変化をもたらす要因を一つに特定することは難しいが、図表6からは、日米金利差に影響を及ぼす米長期金利の上昇に遅れて円安期待が生じやすいことが読み取れる。ただし、市場予想を超えた金融政策の変更に伴う急な金利上昇などで市場変動リスク(ボラティリティ)が高まる場合には、これが契機となって逆に円高に振れてしまうリスクもある点には、留意が必要である(調査月報 2015年12月号「円安持続性と円高反転リスクを予測する」)。

### 3. まとめと今後のドル円レート想定への含意

日銀によるマイナス金利導入が発表された1月末以降、予想に反して円高が進んだのは、海外情勢の悪化を背景に米国も利上げに慎重な姿勢を強め、日米長期金利差が拡大しなかったことに加え、為替の将来期待も円高方向に振れた可能性がある。現時点でその期待水準が、例えば95円といった水準へとシフトし、更なる円高をもたらす局面にあると判断するには早いですが、過去の量的緩和で実現した120円前後に戻るには、日銀のマイナス金利拡大のみでは不十分で、海外情勢が好転し米国長期金利が緩やかに上昇していくことが必要だろう。期待そのものに働きかける金融政策は、市場が何を連想するかまでは制御できない。

今後のドル円レートの想定をどう置くべきかという問いに対する一つの回答は、試算結果が示す円高と円安それぞれの期待水準である94円と119円のちょうど中間の105円～110円を中心に据え、状況に応じて想定を変えていくことが考えられる。この点から見ると、製造業大企業が想定する2016年度のドル円レート117.46円という水準は、円安期待の領域にある。言い換えると、海外情勢の改善と利上げにより、混乱なく米10年債レートが上昇し日米金利差も開いていく状況で最も実現し易い。今年前半は、利上げペースのみならず、英国のEU離脱リスクなど市場変動リスクが残っていることから、こうした想定よりも少し円高方向に置いておくのが適切だろう。

(木村 俊夫 : Kimura\_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。