

2016年11月9日  
三井住友アセットマネジメント  
シニアエコノミスト 渡邊 誠

エコノミスト便り

## 【日本経済】日銀の Tapering は円高をもたらすか？

～急激な円高には繋がらない可能性も～

- 日銀が9月に導入したオーバーシュート型コミットメントの真の狙いは円高回避。
- 日銀が長期国債の購入ペースを大きく変えなければ、日銀による長期国債の保有残高の増加ペースの縮小 = Tapering の開始は2017年半ば過ぎとなる見込み。
- その後も2018年まではTaperingのペースは緩やかなものにとどまり、日銀のTaperingが円高に繋がるリスクはそれほど高くない可能性。

日本銀行による新たな金融政策の枠組みが始まり（図表1）、1ヵ月以上が経過した。新たな枠組みを導入して最初となった10月31日、11月1日の金融政策決定会合では、金融政策の現状維持が決定され、直後の金融市場の反応もほぼ無風に終わった。新たな枠組みの下で、操作目標が従来の量から金利へと変更された際、政府・日銀、一部の市場関係者は円高の急進を警戒したが、これまでのところ、そうした動きは回避されている。

2013年4月の量的・質的緩和の導入、2014年10月の量的・質的緩和の拡大は、マネタリーベース（量）の拡大が通貨安に繋がると信じる一部の市場参加者の期待に働きかけ、そうした参加者の投資行動の変化を通じ、実際に円安をもたらした面も少なからずあったと見られる。量と為替の関係については、著名な投資家であるジョージ・ソロス氏が、日米中央銀行の通貨供給量の比率とドル円レートを比較したチャート（ソロスチャートと呼ばれる）を作成し、両者に関係性があることを指摘して以来、為替市場参加者の中には、このソロスチャートの信奉者が少なくない。

【図表1】黒田日銀総裁の下での金融政策の推移

<b>2013年4月</b>	<b>量的・質的金融緩和の導入</b>
①	操作目標を無担保コールレートからマネタリーベースに変更し、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加
②	長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れ。ETF、J-REITをそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで買入れ
<b>2014年10月</b>	<b>量的・質的金融緩和の拡大</b>
①	マネタリーベースを年間約80兆円に相当するペースで増加（約10～20兆円増加）
②	長期国債について保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れ（約30兆円追加）。ETF、J-REITをそれぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで買入れ（それぞれ3倍増）
<b>2016年1月</b>	<b>マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入</b>
①	日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用
②	マネタリーベースを年間約80兆円に相当するペースで増加
③	長期国債について保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れ。ETF、J-REITについてそれぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで買入れ
<b>2016年7月</b>	<b>金融緩和の強化</b>
①	ETFの買入れペースを年間約6兆円ペースに倍増
②	米ドル資金供給の拡大
<b>2016年9月</b>	<b>長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入</b>
①	操作目標をマネタリーベースから長短金利に変更し、短期金利を▲0.1%、長期金利を0%程度に誘導。長期国債の買入れについては保有残高の増加額年間約80兆円をめど
②	ETF、J-REITについて保有残高がそれぞれ年間約6兆円、年間約900億円ペースで増加するよう買入れ
③	マネタリーベースの残高はCPIコア前年比が安定的に2%を超えるまで拡大方針を継続 = オーバーシュート型コミットメント

（出所）日本銀行の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

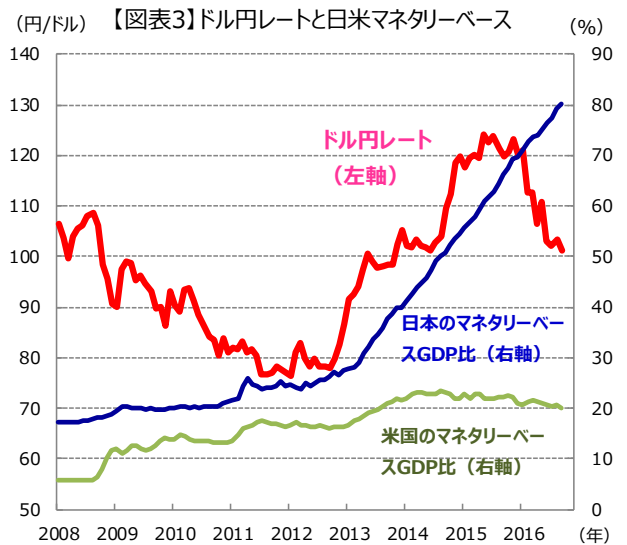
9月に日銀が金融政策の操作目標を量から金利へと変更し、直ちにではないにせよ、いずれは日銀によるマネタリーベースの拡大ペースが鈍化する可能性（＝量の拡大の段階的縮小＝Taperingの可能性）が排除されなかったことで、量を信じる投資家の期待が反転、実際の投資行動の変化を通じ、円高が急進するリスクが警戒されていた。9月の金融政策決定会合直後の9月22日には、金融庁、財務省、日銀が国際金融市場に関する臨時の3者会合を開催し、急激な円高が進展するリスクに備えた。

9月の金融政策の枠組み変更後、急激な円高進展リスクが回避された理由の一つには、3者会合が開催されたことで、市場参加者が政府・日銀による介入への警戒を強めたこともあったと見られる。また、米FRBが年内に利上げを行うとの見方もドルを支え、円高を抑制する材料になったと見られる。しかし、もう一つ、新たな枠組みの中に日銀が組み込んだ仕掛けが、円高リスクの回避に繋がった面もあったと筆者は考えている。その仕掛けは、「CPIコア前年比が安定的に2%を超えるまでマネタリーベース残高の拡大方針を継続」というオーバーシュート型コミットメントである。上述のソロスチャートの考え方に従えば、たとえ量の拡大ペースが緩やかになっても、量が拡大している間は（米国のマネタリーベースが一定であれば）、通貨安が続くはずであり、量の拡大方針を長期間継続するという日銀のメッセージは、通貨安期待に働きかける材料である。日銀は、公式には、オーバーシュート型コミットメントはインフレ期待に働きかけるためのツールと言うが、実態は、ソロスチャート信奉者の期待に働きかけることで円高圧力を回避するための仕掛けであり、この仕掛けは今までのところはうまく機能していると見られる。この仕掛けが機能するかは、日銀にとって賭けの部分もあったと見られるが、その賭けは一旦成功したということになる。

就任当初、2年で2%のインフレ目標を達成するという強い決意を示すことがインフレ期待に働きかけると言っていた黒田総裁が、手のひらを返したように、長期間にわたるマネタリーベースの拡大継続の方針を示すことがインフレ期待に効果的と述べたことに懐疑的な見方も少なくなかった。しかし、真意が円高圧力



(注) データは2013年1月1日～2016年10月31日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



(注) データは2008年1月～2016年9月。ドル円は月末値。  
日米のGDPについては、四半期データを統計的手法で月次に分割。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

を回避することにあつたと考えるなら、腑に落ちるのではないか。

とはいえ、それでも日銀が実際に長期国債の購入ペースの縮小 = Tapering を開始すれば、日銀の量の拡大継続方針への疑念が市場で高まり、それが急激な円高を引き起こすリスクはないだろうか。10月31日、11月1日の金融政策決定会合では、市場参加者の多くは長短金利の引き下げを行うとは見ていなかったものの、「長期国債の保有残高の増加額について年80兆円をめどにする」との文言が削除されるのではないかという見方があった。そうすることで、日銀が市場の関心を量から逸らすのではないかというのがそうした見方の背景であったが、実際は日銀は削除しなかった。このことが意味するのは、市場は日銀の量の拡大について引き続き強い関心を持っているということであり、日銀もそれを警戒しているということである。日銀が量の拡大ペースを急速に落とせば、市場の期待は反転し、円高を引き起こす可能性もあろう。それでは、保有残高の増加ペースの縮小 = Tapering を日銀はいつ明示的に認め、それはどの程度のペースになるのだろうか。

日銀の長期国債の保有残高の増加ペースについては、日銀オペによる月次の購入ペースと、日銀保有国債の今後の償還スケジュールからある程度予測できる(図表4)。日銀は9月にオペによる長期国債の買入れ額を減少し、10月にも一段と減少したが、11月については10月と同程度の購入になりそうである。もちろん、今後の購入ペースは長期金利動向にも依存するが、10月程度の月次の購入ペースが続けば、現行で年80兆円程度の長期国債の保有残高の増加ペースは、2017年央に年70兆円近傍まで低下する見通しである。このとき、日銀は現行で80兆円としている保有残高の増加ペースのめどを、70兆円程度へと引き下げると見られる。その後も月次の購入ペースが大きく変わらなければ、2017年中は年70兆円程度の長期国債の保有残高の増加ペースが継続する公算である。仮に来年4月以降、日銀の月次の買入れペースが3000億円(年率3.6兆円)程度減少しても、2017年中は年70兆円近傍の保有残高の増加ペースは維持される。買入ペースが現行から大幅に減らなければ、日銀の

【図表4】日銀の長期国債保有残高の増加ペースの予測

ケース1：2016年10月と同程度のペースでの購入が継続する場合 単位：兆円

	2016年			2017年				
	9月	10月	12月	1月	4月	7月	10月	12月
日銀の月次国債購入	9.3	9.2	9.2	9.1	9.2	9.1	9.2	9.2
日銀保有国債の償還	6.9	1.7	6.1	2.2	1.6	2.2	1.5	6.5
購入 - 償還	2.4	7.5	3.1	6.9	7.5	6.9	7.7	2.7
12ヶ月累積	73.6	73.5	74.8	73.3	71.7	69.0	68.1	68.3
長期国債残高	340.9	348.4	360.0	367.1	385.6	402.5	419.4	431.1
前年差	78.0	77.4	78.0	75.4	73.7	70.4	70.9	71.1

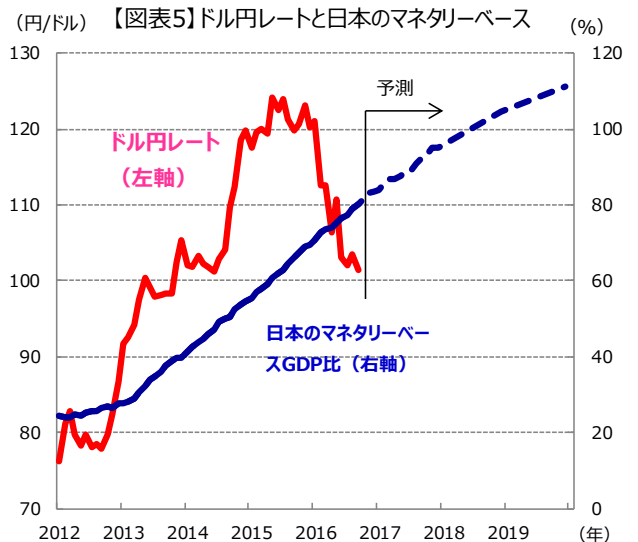
ケース2：2017年4月以降、購入ペースを月3000億円減額する場合

	2016年			2017年				
	9月	10月	12月	1月	4月	7月	10月	12月
日銀の月次国債購入	9.3	9.2	9.2	9.1	8.9	8.8	8.9	8.9
日銀保有国債の償還	6.9	1.7	6.1	2.2	1.6	2.2	1.5	6.5
購入 - 償還	2.4	7.5	3.1	6.9	7.2	6.6	7.4	2.4
12ヶ月累積	73.6	73.5	74.8	73.3	71.4	67.8	66.0	65.6
長期国債残高	340.9	348.4	360.0	367.1	385.2	401.2	417.2	428.3
前年差	78.0	77.4	78.0	75.4	73.4	69.2	68.8	68.3

ケース3：2017年1月以降、購入ペースを月2000億円、4月以降さらに3000億円減額する場合

	2016年			2017年				
	9月	10月	12月	1月	4月	7月	10月	12月
日銀の月次国債購入	9.3	9.2	9.2	8.9	8.7	8.6	8.7	8.7
日銀保有国債の償還	6.9	1.7	6.1	2.2	1.6	2.2	1.5	6.5
購入 - 償還	2.4	7.5	3.1	6.7	7.0	6.4	7.2	2.2
12ヶ月累積	73.6	73.5	74.8	73.1	70.6	66.4	64.0	63.2
長期国債残高	340.9	348.4	360.0	366.9	384.4	399.8	415.1	425.9
前年差	78.0	77.4	78.0	75.2	72.6	67.7	66.7	65.9

(注) 保有残高の増加 = 月次購入額 × 時価 - 償還で計算。2016年10月以降は当社予想。  
 期間は2016年～2017年12月で、日銀の展望レポート発表月にあたる1、4、7、10月と年末にあたる12月の予想値のみ抜粋して掲載。  
 (出所) 日本銀行の資料を基に三井住友アセットマネジメント



(注) データは2012年1月～2019年12月。ドル円は2016年9月までの実績で、月末値。2016年11月以降のマネタリーベースは当社予想。GDPは年1.5%の伸びで延長。日本のGDPについては、四半期データを統計的手法で月次に分割。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

事実上の Tapering が明らかになるタイミングは 2017 年半ば過ぎとなるが、2017 年いっぱい Tapering のペースは緩やかということになる。

ちなみに、2018 年は日銀の保有国債の償還が 2017 年から 10 兆円程度増えると見られるため、今後の日銀の国債購入のペースが大きく変わらなければ、保有国債の増加ペースは少なくとも年 60 兆円程度まで低下すると見られる。2019 年には日銀保有国債の償還が一段と増えると見られるため、保有国債の増加ペースは年 40～50 兆円ペースまで低下すると見られる（図表 5）。したがって、日銀の事実上の Tapering の開始は 2017 年半ば過ぎで、Tapering のペース自体もしばらくは緩やかで、それが加速するのは 2019 年以降だが、それでも長期国債の保有残高が増加し、マネタリーベースの増加傾向が続いていることには変わりはないということである。ソロスチャート信じる、あるいはソロスチャート信じる投資家の視点に立つならば、日銀の Tapering が急激な円高に繋がるリスクは、それほど高くないかもしれない。もちろん、日銀の長期国債の購入ペースが急速に減少する場合や、それまでに 2%インフレ目標が達成され、日銀が長短金利を引き上げていけば、状況は異なる。ただ、それまでに 2%インフレが達成される可能性については、その実現性が高いと考える市場参加者はそれほど多くはないだろう。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会