

## 歴史的な円安相場の展望 —相場の反転に必要な条件—

内田 稔 CMA・CIIA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### はじめに

2022年に入り、為替市場では急速に円安が進んでいる。本稿執筆時点（2022年6月末）では円の対ドル為替レートが24年ぶりの安値を更新しており、実質実効為替レートは史上最安値圏で推移している。為替相場は様々な要因に影響を受けるが、特にここもとの円安進行の一因には、日本銀行（日銀）の金融緩和策が挙げられている。そこで、本稿では円相場を振り返りながら、量的・質的金融緩和が為替相場に与えた影響を確認し、歴史的な円安相場の転換に必要な条件を考察する。

### 異次元緩和の狙い

日銀は、2013年1月に政府と共同声明を締結し、政府と一体となってデフレからの早期脱却に取り組むことを宣言した。この中で日銀は、物価安定の目標として、消費者物価の前年比上昇率を2%とするインフレターゲットを初めて設定し、同年4月に量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）を導入した。日銀は、その狙いとして、①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、②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・リバランス効果、③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。金融市場調節の操作目標も金利から量へ変更した。中央銀行がインフレターゲットの達成にコミットした上で、マネタリーベースを拡大すれば、予想物価上昇率（以下では、主に市場の期待インフレ率を指す）が上昇すると考えられた。また、予想実質金利（名目金利－予想物価上昇率）が潜在成長率を下回った分、金融緩和効果が発揮される。為替市場では円安が誘発され、輸出競争力の回復と設備投資の拡大が、日本経済をデフレ脱却に導くと期待された。

### 期待インフレ率と円相場

前年の2012年2月に「中長期的な物価安定の目的」として日銀が1%を掲げた結果、為替市場では76円台から84円台まで円安が進んだ。この動きは3カ月程度で収束したが、金融政策の変化への期待によって相場が大きく反応することが確認された。この前例もあり、異次元緩和の導入前から、為替市場では金融政策の転換に対する期待によって、対ドル為替レートは90円の大台を回復した。実際に異次元緩和が導入された後も、市場の期待インフレ率の高まりに連れて円が続落。こうした流れは、消費税の税率が引き上げられた2014年の半ばまで続いた（図表1）。