

2013年9月9日 全14頁

## 経済社会研究班レポート - No.15-2 -

## QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）

## グローバルマネーフローを中心とした定性的検証

経済調査部 エコノミスト  
小林 俊介

## [要約]

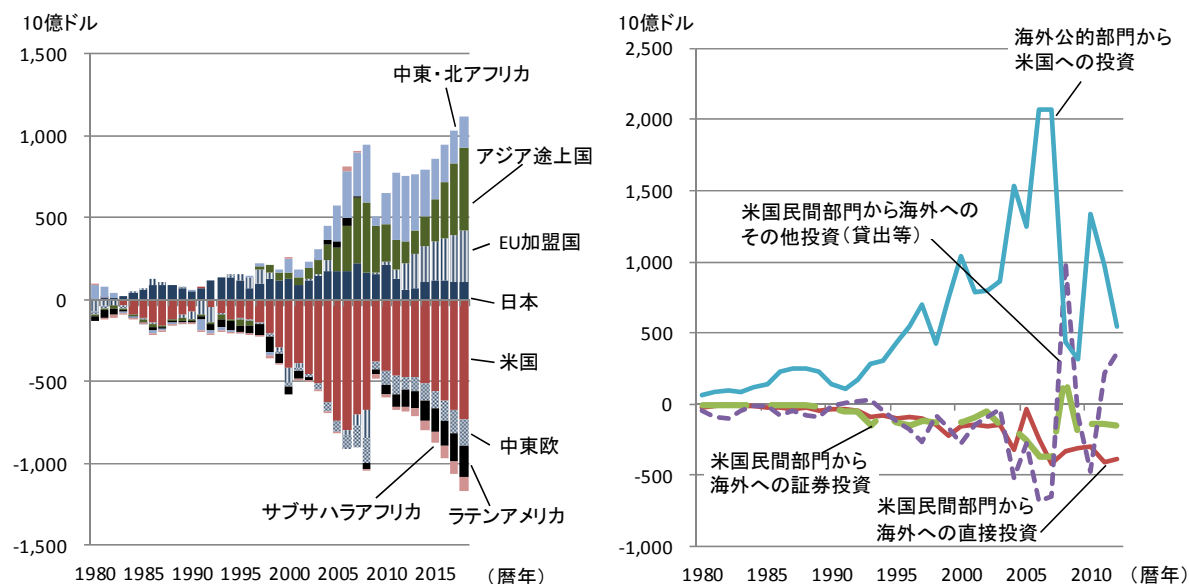
- 本稿（前編）では、シミュレーションに基づき、米国の金融政策の変更が債券・為替市場および実体経済に与える影響を定量的に分析した。試算結果によれば、市場予想を上回る資産圧縮と時間軸効果の剥落を端緒とする長期金利上昇はドルの増価と米国の実体経済（生産・物価）に対する小幅な減速圧力をもたらすことが示唆された。
- しかしあくまでこれらはシミュレーションの結果にすぎない。基軸通貨であるドルの供給量を左右する米国の金融政策の変化は国際的なマネーフローを左右し、①国際的な流動性供給の縮小、②国際的裁定を通じた要求収益率の上昇、③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化などの副作用をもたらすと考えられる。これらの副作用に対する懸念を増幅するような政策発表が行われた場合、シミュレーション結果から大きく乖離して金利・為替市場の価格形成が行われる可能性には十分な注意が必要である。本稿（後編）ではマネーフローの変調が世界各国・地域に与える影響のうち、特に留意しておくべき点について、先進国・新興国のストック・フロー両面の国際収支から網羅的な検証を行った。
- 仮に金融市場のストレスが伝播した場合、世界的に投資家のリスク許容度が低下し、ドルは対リスク通貨で増価、対安全通貨で減価が進むだろう。国際収支上の資金の出し手である日本の通貨は安全通貨と見られ、こうしたケースにおいてはシミュレーション結果とは逆に、ドルを含む多くの通貨に対して円は増価すると見込まれる。ただし、こうした懸念が払拭されるような（市場予想よりも緩和的な）政策変更および声明文が発表された場合には、逆に円安圧力が働くだろう。
- 端的に体系化するならば、QE3 縮小後のFRBの金融政策が①市場予想よりも緩和的であった場合にはドル実効レートの減価が見込まれる一方、日本円への対ドルレートは日米金利差縮小に伴う増価圧力とリスク許容度の上昇に伴う減価圧力の綱引きの中で決定されると見込まれ、②引締めのめではあるものの市場予想から大きく乖離しないマイルドなものにとどまる場合、ドルの実効レートは増価し、日本円は対ドルでの減価が見込まれるが、③市場予想を大きく上回る引締めが国際的なマネーフローの変調を通じて世界景気の腰折れにつながるような場合、ドルの実効レートが大きく増価すると同時に、安全通貨である日本円が対ドルでも増価に向かうと予想される。

## 6. 米国金融政策の変化がグローバルマネーフローに与える影響

本稿前編では、シミュレーションに基づき、米国の金融政策の変更が債券・為替市場および実体経済に与える影響を定量的に分析した。試算結果によれば、市場予想を上回る資産圧縮と時間軸効果の剥落を端緒とする長期金利上昇はドルの増価と米国の実体経済（生産・物価）に対する小幅な減速圧力をもたらすことが示唆された。しかしあくまでこれらはシミュレーションの結果にすぎない。基軸通貨であるドルの供給量を左右する米国の金融政策は国際的なマネーフローおよび金融市場のリスク許容度・要求収益率を左右するとみられ、結果として世界経済に非対称な影響を与える可能性が高い。こうした影響およびそのフィードバックを検証することなしにシミュレーションの結果を受け取ることは危険である。この点に鑑みて、本稿（後編）ではマネーフローの変調が世界各国・地域に与える影響のうち、特に留意しておくべき点について、先進国・新興国のストック・フロー両面の国際収支から網羅的な検証を行う。

図表9が示すように、基軸通貨ドルを有する米国は世界から（主に外貨準備など公的部門から米国債などへのリスクフリーな）投資を集め、これと国内流動性の一部を世界の（株式・直接投資・貸出といったリスク資産への）投資として海外に還流させている。

図表9 グローバルインバランス（左）と米国を軸にしたグローバルマネーフロー（右）



出所：IMF World Economic Outlook、Bureau of Economic Analysis、Haver Analytics より大和総研

注：左図の2013年以降はIMFによる予想値、右図の数値はネットベース。

この米国を軸とした国際マネーフローに対するQE3縮小の影響としては、①流動性供給の縮小（もしくは増加速度の低下）、②（米国債というリスクフリーな）金利の上昇と国際的裁定を通じた他資産に対する要求収益率の上昇、③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化が挙げられる。

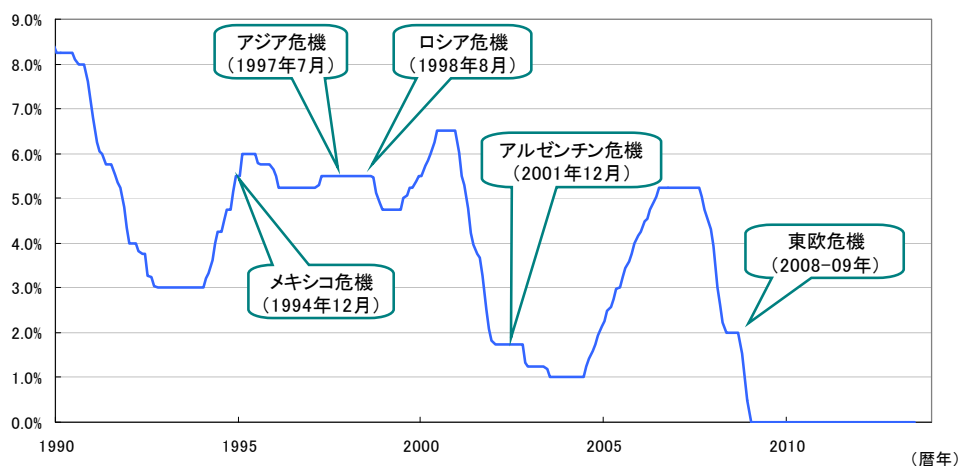
①については自明であるが、ひとつ注意が必要なのは、金融政策による流動性供給量の変化と、市場や民間金融機関を通じたマネーフローには必ずしも一対一の関係が成立するわけではないという点である。とりわけ景気後退期には金融緩和を行っても資金需要が増加せず、貨幣

乗数が低下する傾向が強く見られた。しかしながら景気回復・拡大期における金融引締めとなると話は異なってくる。過去数年間における世界的な資産価格の上昇や景気の回復・拡大が示唆するように資金需要は拡大に向かっており、このような状況下での流動性供給量の低下（もしくは増加速度の低下）は、マネーストックの天井を形成し、資金の選別性を高める可能性が高いだろう。このように金融政策の影響が非対称な（緩和時の逆の効果が引締め時に見られるとは限らない）ものになると見込まれるため、シミュレーションの結果から乖離した現象が発生する可能性には十分な注意が必要である。

②は国際的な裁定条件を通じて引き起こされる現象である。すなわち、米国債というリスクフリーな資産の金利が上昇することで、全ての資産クラスに対する要求収益率が上昇する。もし他資産の期待収益率が一定のままなら、相対的に米国債の需要が増加し、他資産の需要が減少すると見込まれるが、この相対的な需要の変化は要求収益率の収斂を通じて均衡に向かうためである。このマーケットメカニズムを念頭に置くと、多くの国・地域の債券市場で金利の上昇もしくはリファイナンスの困難化が生じると考えられよう。ただし、米国金利上昇を受けた要求収益率の感応度は、各資産の米国債との代替性の高さに依存すると考えられ、この観点に立てば、国レベルで見たときに米国債金利の上昇から受ける影響が高いのは、国際ファイナンスに対するエクスポージャーの高い国々と考えることができよう。

③の影響は、硬直的な為替制度を採用している国に限られるが、ドルの増価が自国通貨の増価に直結するため輸出の競争条件が悪化するし、より重要なことに、そうした国は米国金利の上昇を受け、為替レートを防衛するためには自国金利を引き上げるか、外貨準備を消費して（同時に自国通貨を吸収して）為替介入を行うか、その両方を行う必要に迫られる。結果として、①②の負の影響が他国より大きく出ることになり、さらに、通貨防衛に失敗した場合にはそれまでの資金流入の前提が崩れることから、金融危機を伴う通貨危機に発展する可能性があるだろう。このような要因が相まって、過去にもFRBの金融引締め局面においては、たとえば94年のメキシコ危機、97年のアジア危機、98年のロシア危機など、危機発生の事例が見られた（図表10）。

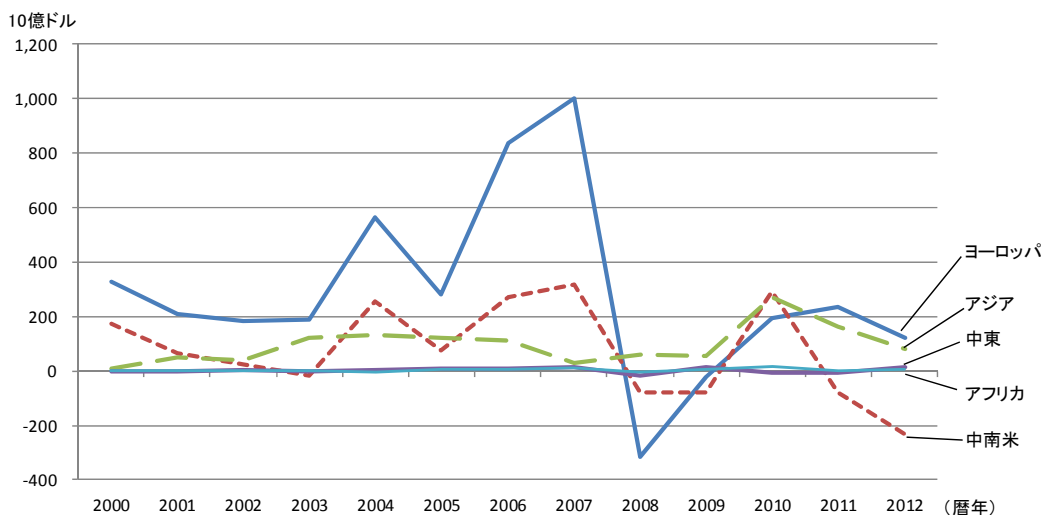
図表10 FF ターゲットの推移と過去の危機の発生時期



出所：連邦準備理事会、Haver Analytics より大和総研

このような世界のマネーフローの変調から影響を受けやすい国・地域はどこなのだろうか。図表 1 1 は米国から各地域への資本流入量の推移を示したものであるが、ここから判断する限り、①の流動性供給量の変化は、ヨーロッパ・アジア・中南米を中心に直接的な影響を与えようである。もっとも、これは絶対値であるから、経済規模がヨーロッパ、次いでアジアが大きいことを踏まえると、比率的な意味では中南米が受ける影響は比較的大きくなるかもしれない。

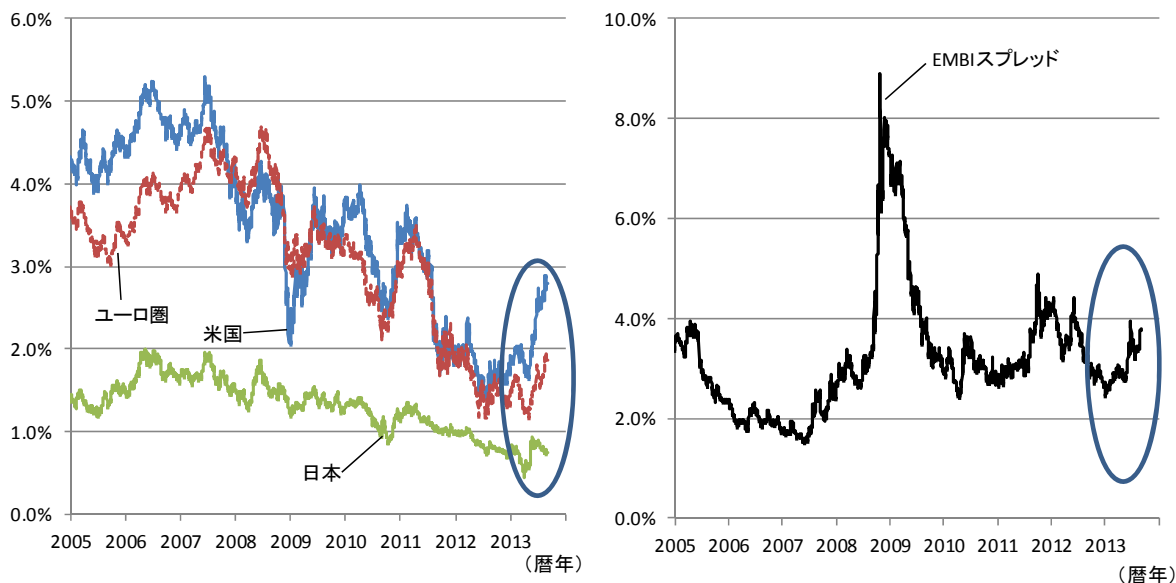
図表 1 1 米国からの地域別資本流入



出所：Bureau of Economic Analysis、Haver Analytics より大和総研

先述したように米国の金融政策が世界経済に与える影響は、直接的な資金供給量の変化を通じてのみにとどまらない。図表 1 2 (左図) が示すように、(量的・質的緩和により長期金利の上昇を抑制している日本を除き) 主要先進国の長期国債金利は上昇に向かっており、国際的な裁定を通じた②要求収益率の上昇が地域を越えて広がっている。新興国も例外ではなく、EMBI スプレッド (図表 1 2 右図) の拡大が示すように、先進国以上の金利の上昇が発生している。

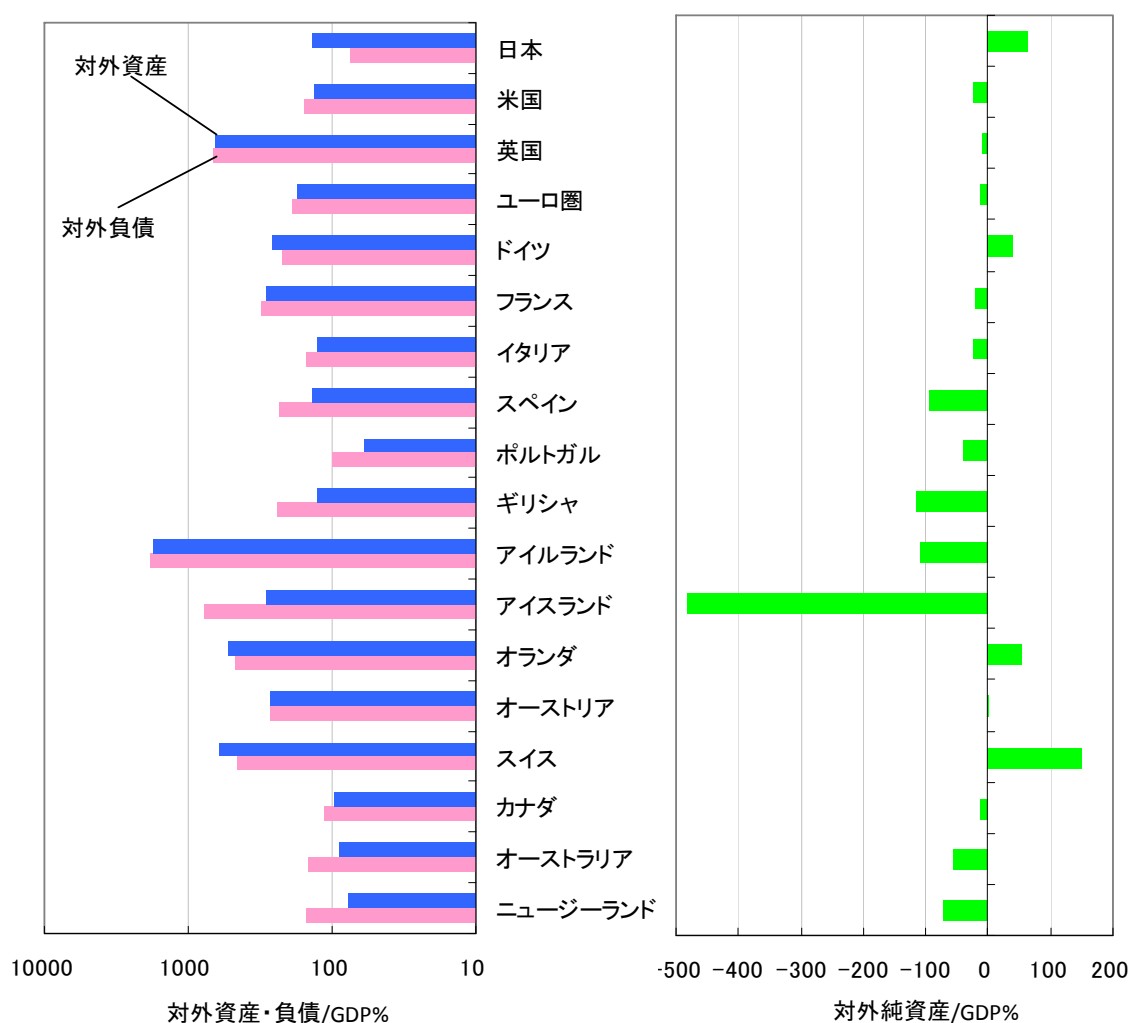
図表 1 2 主要先進国の 10 年物国債利回り (左図) と EMBI スプレッド (右図)



出所：Bloomberg より大和総研

②の影響を左右すると見られる各国の国際ファイナンスに対するエクスポージャーを測る上で、先進各国の国全体としてのバランスシートを確認したものが図表13である。左図が各国の対外資産・負債のGDP比、右図が対外純資産のGDP比を示しているが、ここでは所謂GIIPS諸国<sup>1</sup>が総じて大規模な対外純債務を抱えている様子が確認できる。これらの国々では財政の問題が取り沙汰され続けているが、根本の問題は国内の貯蓄不足を海外からの資金フローでファイナンスしてきたことにある。この点に鑑みると、これらの国々の財政危機処理においては、今後の財政健全化プロセスや欧州連合による救済といった欧州圏内の事情のみならず、国際的な裁定を通じて市場が要求する利回りの変化、および結果として生じる財政収支見通しの変化にも慎重に目を配っておく必要があるだろう。

図表13 先進各国のバランスシート



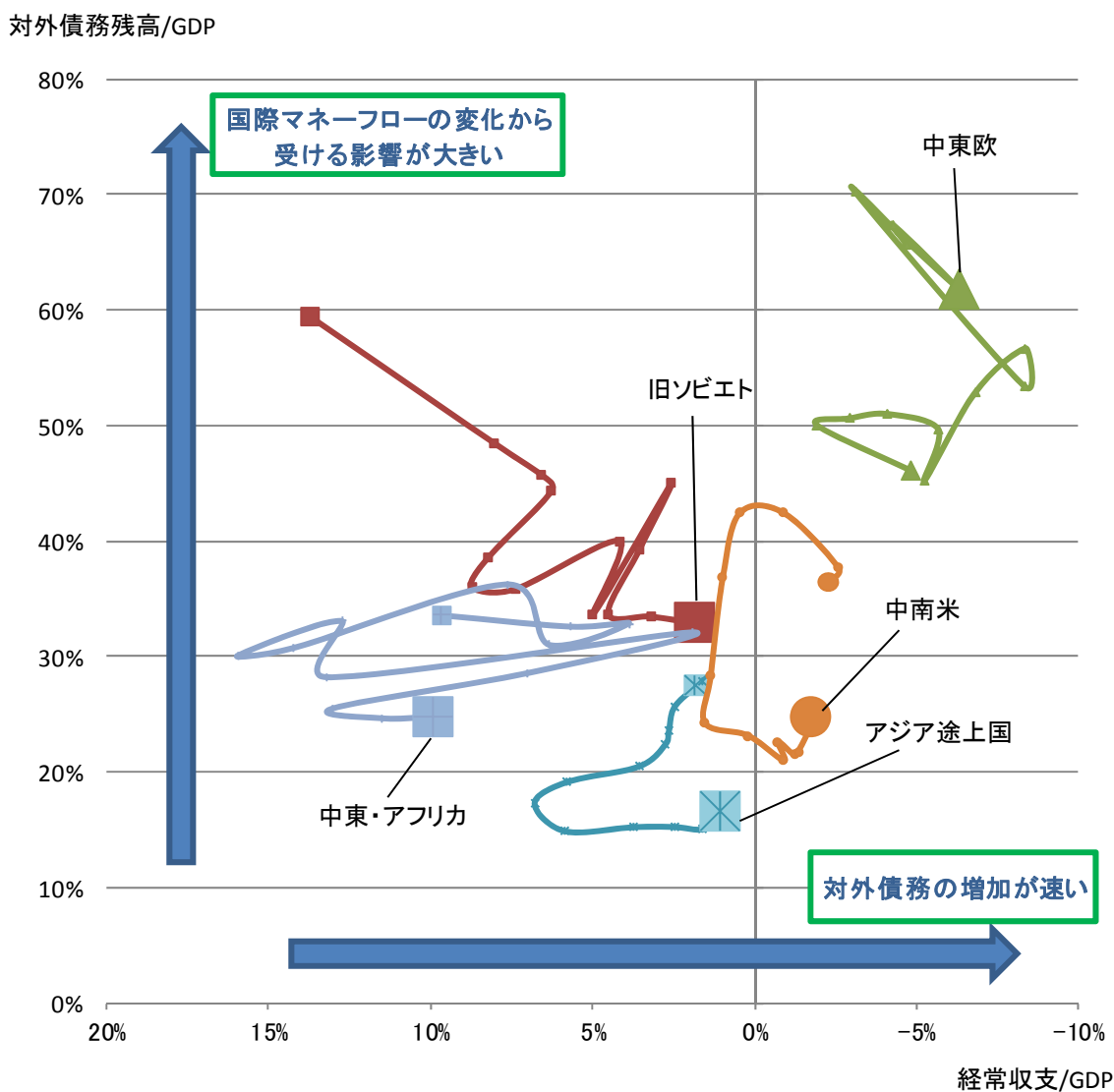
出所：各国統計、Haver Analytics より大和総研

注：左図横軸（対外資産・負債/GDP%）は対数目盛。

<sup>1</sup> ギリシャ、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スペイン

先進国のみならず新興国についても国際ファイナンスに対するエクスポージャーの大きさを測るべく、新興各地域のストックとフローの海外資本依存度の 2000 年以降の推移を示したものが図表 1 4 である。ここでは縦軸にストックの海外資本依存度（対外債務残高の GDP 比）、横軸にフローの海外資本依存度（経常収支の GDP 比）すなわち対外債務残高の増加速度を示している。足元のエマージング市場においては、経験則に基づいた心理要因が働いているためか、為替・株式ともに過去に危機を経験したアジアや中南米の国々の下落が激しい。これには先述したような①米国からの流動性供給量の低下から直接的に受ける影響の大きさに対する懸念も働いているのだろうが、アジア・中南米など過去に危機を経験した地域のバランスシートは、地域全体として見ると 2000 年代を通じておおむね改善方向に向かっている。②国際的な要求収益率の上昇から受ける影響という観点からは、むしろユーロ圏経済の拡大を背景とした資金流入を受け、地域全体としては中東欧のバランスシートが悪化している点に留意が必要であろう。

図表 1 4 新興各地域のストックとフローの海外資本依存度



出所：IMF World Economic Outlook より大和総研

注：対外債務残高はグロスベース、横軸（経常収支/GDP）は逆目盛。

2000-12年の推移。大サイズのマーカ―は12年時点の数値、中サイズのマーカ―は2000年時点の数値。

次に③の影響を考えるべく、各国の為替政策における運営ルールを確認する。図表 1 5 は IMF による各国・地域の為替制度の分類を示している。ここで確認できる範囲では、比較的経済規模の大きな国・地域において硬直的なペッグの採用はあまり見られない。

図表 1 5 IMF による為替制度の分類（前半）

Exchange rate arrangement (number of countries)	Monetary Policy Framework						
	Exchange rate anchor				Monetary aggregate target (29)	Inflation-targeting framework (32)	Other <sup>1</sup> (38)
	U.S. dollar (43)		Euro (27)	Composite (13)			
<b>No separate legal tender (13)</b>	Ecuador El Salvador Marshall Islands Micronesia	Palau Panama Timor-Leste Zimbabwe	Kosovo Montenegro San Marino			Kiribati Tuvalu	
<b>Currency board (12)</b>	ECCU Antigua and Barbuda Dominica Grenada St. Kitts and Nevis St. Lucia St. Vincent and the Grenadines	Djibouti Hong Kong SAR	Bosnia and Herzegovina Bulgaria Lithuania <sup>2</sup>			Brunei Darussalam	
<b>Conventional peg (43)</b>	Aruba The Bahamas Bahrain Barbados Belize Curaçao and Sint Maarten Eritrea	Jordan Oman Qatar Saudi Arabia Turkmenistan United Arab Emirates Venezuela	Cape Verde Comoros Denmark <sup>2</sup> Latvia <sup>2</sup> São Tomé and Príncipe <b>WAEMU</b> Benin Burkina Faso Côte d'Ivoire Guinea-Bissau Mali Niger Senegal Togo	<b>CAEMC</b> Cameroon Central Libya African Rep. Chad Congo, Rep. of Equatorial Guinea Gabon	Fiji Kuwait Libya Morocco <sup>3</sup> Samoa	Bhutan Lesotho Namibia Nepal Swaziland	
<b>Stabilized arrangement (16)</b>	Cambodia Guyana Iraq Lebanon	Maldives (04/11) Suriname Trinidad and Tobago	FYR Macedonia		Vietnam <sup>5</sup>	Tajikistan <sup>4,5</sup> (09/11) Ukraine <sup>5</sup>	Guatemala <sup>5</sup> (06/11) Angola <sup>4,5</sup> (11/10) Azerbaijan <sup>5</sup> Egypt <sup>4,6</sup> (04/11) Lao P.D.R. <sup>5</sup>
<b>Crawling peg (3)</b>	Nicaragua				Botswana		Bolivia <sup>4,5</sup> (11/10)
<b>Crawl-like arrangement (12)</b>	Ethiopia Honduras (07/11) Jamaica (06/11) Kazakhstan		Croatia			Argentina <sup>5</sup> China <sup>5</sup> Rwanda <sup>5</sup> Uzbekistan <sup>5,7</sup> (04/08)	Dominican Republic <sup>5</sup> Haiti <sup>5</sup> Tunisia <sup>6</sup> (09/11)
<b>Pegged exchange rate within horizontal bands (1)</b>					Tonga		

出所：IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012

<http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>

図表 15 IMF による為替制度の分類（後半）

Exchange rate arrangement (number of countries)	Monetary Policy Framework						
	Exchange rate anchor				Monetary aggregate target (29)	Inflation-targeting framework (32)	Other <sup>4</sup> (38)
	U.S. dollar (43)	Euro (27)	Composite (13)	Other (8)			
Other managed arrangement (24)	Liberia <sup>4</sup> (11/11)		Algeria Iran (05/11) Singapore <sup>4</sup> (09/11) Syria <sup>4</sup> (04/11) Vanuatu		Bangladesh (12/11) Burundi (07/11) Congo, Dem. Rep. of the (11/11) Guinea Kyrgyz Rep. (08/11) Nigeria Paraguay Yemen	Belarus (05/11) Costa Rica Malaysia Mauritania Myanmar Russia Solomon Islands (02/11) Sudan Switzerland (09/11)	
Floating (35)					Afghanistan (04/11) The Gambia Kenya Madagascar Mongolia Mozambique Pakistan <sup>4</sup> (04/11) Papua New Guinea Seychelles Sierra Leone Sri Lanka (02/12) Tanzania Uganda Zambia	Albania Armenia <sup>4</sup> Brazil Colombia Georgia <sup>4</sup> Ghana Hungary Iceland Indonesia (02/11) Korea Moldova Peru (04/11) Philippines Romania Serbia South Africa Thailand Turkey Uruguay	

出所：IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012

<http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>

注：大谷・藤木「21世紀の国際通貨制度：展望」日本銀行金融研究所、金融研究、2002.12

(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2002/kk21-4-5.pdf>) は、下記のように各制度を翻訳・解説している。

No separate legal tender (独自の法定通貨が放棄された為替相場制度)：他国通貨が唯一の法定通貨として流通、あるいは、金融、通貨同盟に属し、共通の法定通貨を加盟国間で共有する制度。

Currency board (カレンシー・ボード制)：自国通貨を固定レートで特定の外貨を交換するという暗黙的な法的コミットメントを行い、通貨発行主体にその法的義務の遂行を保証させるという制約を伴った金融レジーム。

Conventional peg (通常の固定相場制)：(公式か、事実上かを問わず) 自国通貨をある主要通貨、または通貨バスケットに固定レートで釘付けにし、為替レート変動を中心値から高くても±1%以内に維持する制度。

Stabilized arrangement (バンド付きのペッグ制)：通貨レートを、公式、または事実上の固定ペッグ・レートから±1%以上の範囲内に維持する制度。

Crawling peg (クローリング・ペッグ)：為替レートを、事前にアナウンスされた一定の変化率で、あるいは、ある特定の量的な指標の変化に応じて、定期的に変更する制度。

Crawl-like arrangement (クローリング・バンド制)：事前にアナウンスされた一定の変化率で、あるいは、ある特定の量的な指標の変化に応じて、定期的に変動幅内のある変動幅内に為替レートを維持する制度。

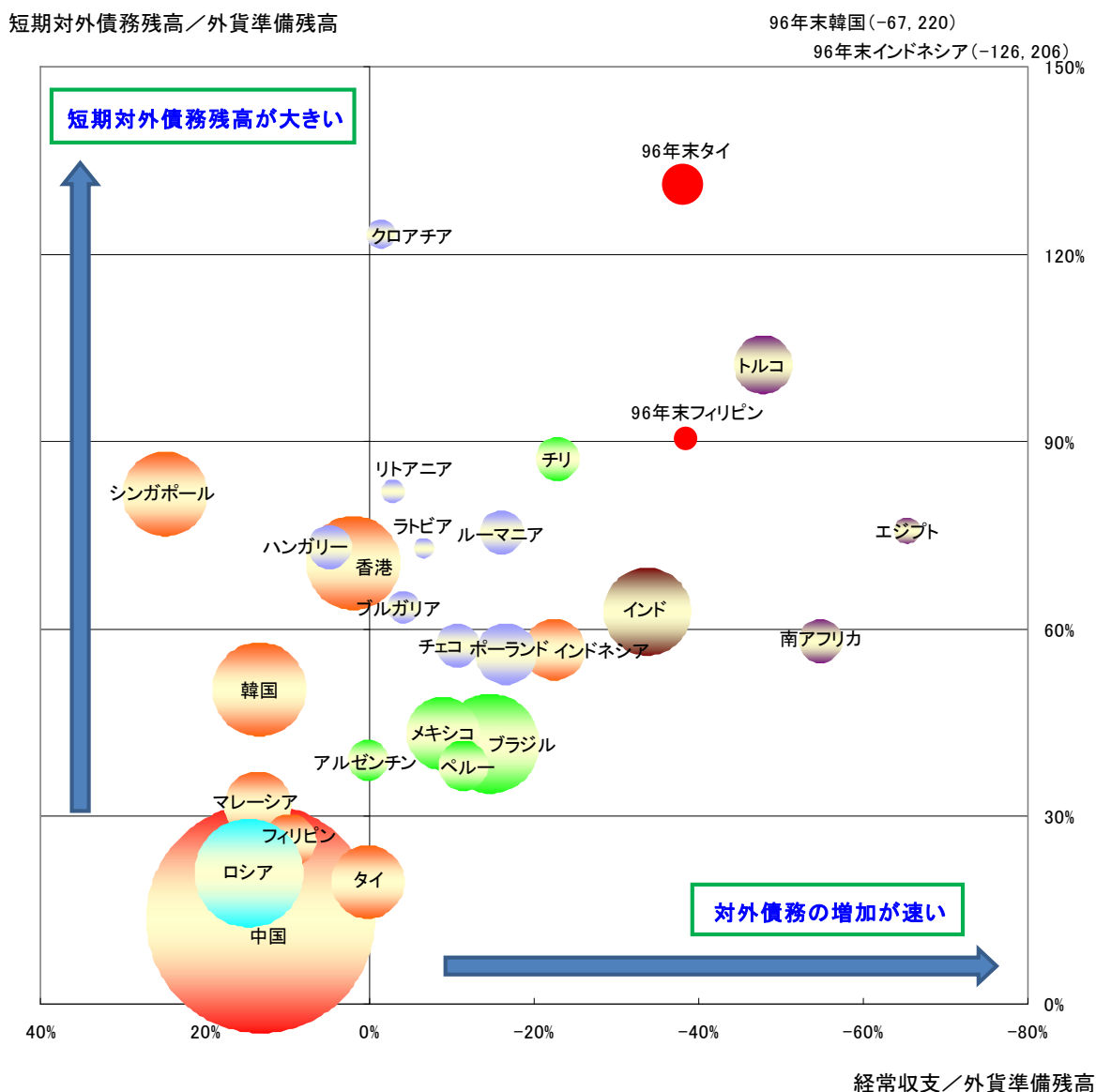
Other managed arrangement (特定の中央値を設定しない管理フロート制)：為替レートの事前にアナウンスされたパスを特定したり、事前にコミットメントを行わず、通貨当局が外国為替市場に積極的に介入することによって、為替レート変動に影響を及ぼす制度。

Floating (独立変動相場制)：ある為替レート水準を実現させるためではなく、為替レート変動のもとで、変化率の緩和やその防止を目的とした外国為替市場への介入を行いつつ、為替レートの決定を市場に委ねる制度。



しかしこれはあくまで制度的な分類に則った分類であり、実際に運営されている為替制度を確認する上では個別の分析が必要であろう。また、より本質的には、硬直的な為替政策を採用していることが、外的なマネーフローから受ける政策および経済の不安定性を（高めはするものの）致命的に左右するわけではない。極端な話をすれば、硬直的な為替政策を採用していても、対外負債の流出に耐えうる外貨準備を有しており、健全な経常収支を保っている国は（非胎化為替介入を行った場合は金融引締めにつながってしまうものの）、海外資本の流出に対して耐久力を有していると判断される。逆に柔軟な為替政策を採用していても、急激な資本流出を受けて為替レートが大きく減価した場合、金融セクターを安定させる目的や輸入物価の上昇に伴うインフレを防止する目的に沿って介入・金融引締めを行うことは十分に考えられ、この点において外貨準備の残高は重要な意味を持つ。

図表 1 6 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



出所：世界銀行、各国統計、Haver Analytics より大和総研

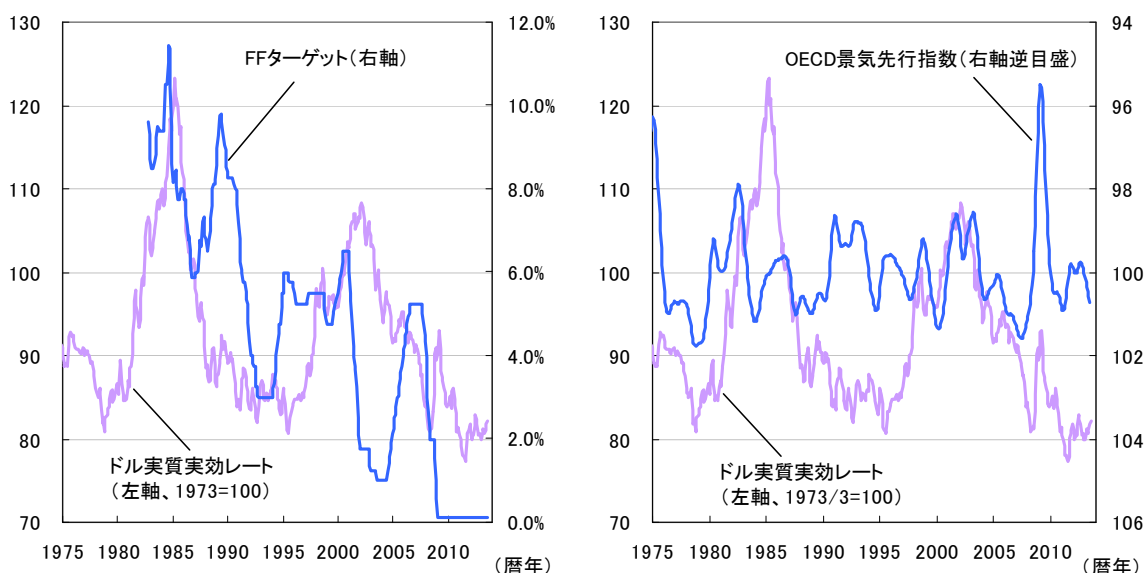
注：12年末時点、円の直径は外貨準備の規模に比例。横軸（経常収支／外貨準備残高）は逆目盛。

この点を鑑みて、図表 1 6 は新興各国・地域の、外貨準備残高に対する短期対外債務残高（縦軸）と経常収支（横軸）の比率を示している。ここで対外債務残高は公的部門のみならず民間部門も含めた数値であり、これに対応するのは外貨準備のみではなく、国全体としての対外流動資産である。しかし政策による対応能力を測る上で外貨準備残高は決定的な意味を持つことや、容易に把握可能な数値として市場の注目度が高いことを踏まえれば、これらの指標を確認することは重要な意味を持つ。図表 1 6 を確認すると、通貨危機が発生した 97 年のアジア諸国に比べると総じて新興各国・地域は健全な状態を維持しているものの、一部の国において外貨準備残高に対し高水準の短期対外債務残高と経常収支赤字が見られる点には留意が必要である。

もちろんこれらの国・地域の経済構造や外部環境は過去と同じではなく、各国・地域の耐久力は個別の分析を通じて判断されるべきであろう。よって本稿ではあくまで可能性の一つとして指摘するが、仮にいずれかの国・地域で流動性懸念が台頭し、金融市場の信用不安が伝播した場合、世界的に投資のリスク許容度が低下し、先述したような米国を基点としたマネーフローは逆流に向かうか、逆流にまで至らずとも、フロー活性化の速度は低下する。そしてそのようなシナリオの下においては、ドルは対リスク通貨<sup>2</sup>で増価、対安全通貨で減価が進むだろう。

図表 1 7（左図）に示すように、米国の政策金利である FF レートの推移はドルの実質実効レートに対して一定の一致性を有しているように見える。しかし見落とすべきでないのは、米国の金融政策の変更が上述したような経路から国際的なマネーフローと世界の景気に影響を及ぼし、結果として各国リスク資産に対する要求収益率を変化させ、また、安全資産たるドル（および米国債）に対する選好度を変化させているという点である。

図表 1 7 ドルの実質実効レートと FF ターゲット（左）、世界景気（右）



出所：連邦準備理事会、OECD、Haver Analytics より大和総研

<sup>2</sup> ここでリスク通貨とは資金受容国の通貨、安全通貨とは資金供出国の通貨をさす。

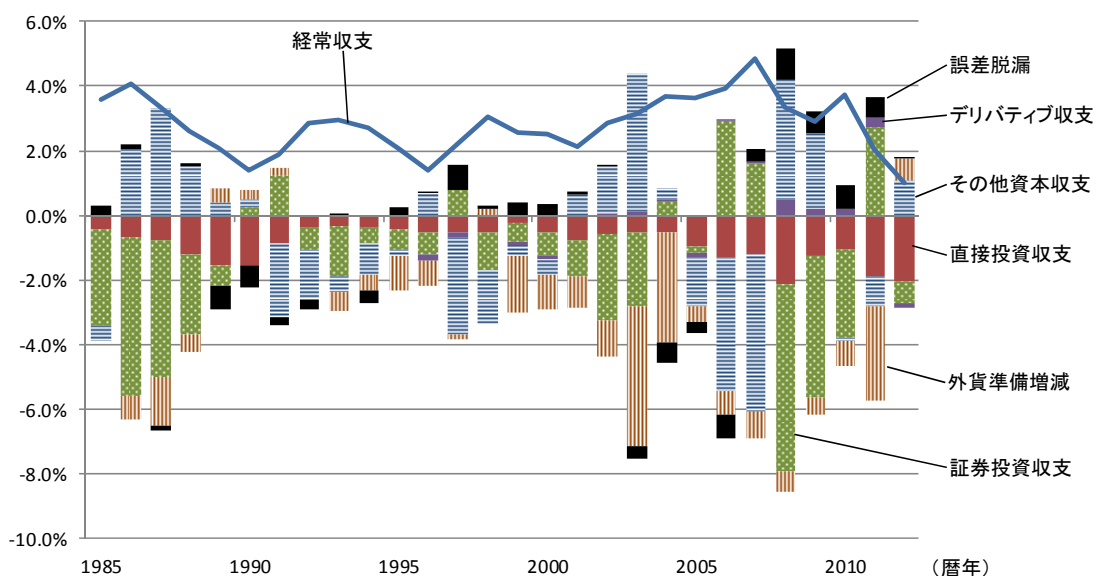
なお、各国国際収支の動きから確認する限り、景気後退期に安全通貨が「買われる」と表現することは必ずしも正しくない。むしろ、資金供出国のリスクアペタイトが低下する中で海外投資のアンwindが生じた結果として、リスク通貨が買われる額が減少し、場合によっては資金需要国から資金供出国への資金の逆流が進む中で安全通貨が増価するケースがより一般的であると考えられる。

図表 17 (右図) はドルの実質実効レートと OECD 景気先行指数 (逆目盛) の推移を並べたものであるが、こちらにも一定の一致性が見られる。つまりドルの為替レートは米国景気→米国金融政策→ドル為替レートの経路のみから決定されているわけではなく、米国金融政策→世界景気→ドル為替レートという経路も含めた、複合的な要因で決定されていると見るべきである。シミュレーション結果からの乖離をとらえる上では、これまで述べてきたような国際的なマネーフローの変調を受けて世界景気がどの程度の影響を受けるのかという点が、決定的に重要な意味を持つ。

今般の新興国における通貨価値および資産価格の下落、そしてその裏側にあるドル (+安全通貨) の実効レートの増価は、これまで述べてきたような米国の金融政策が世界 (とりわけ新興国) の景気に与える悪影響を市場が織り込んでいる結果と見られる。よってこうしたトレンドが継続するか否かは、QE3 縮小の発表およびそれに付随した FOMC の声明文を受け、市場が予想している以上に新興国および世界経済のファンダメンタルズの悪化が見込まれるか否かにかかっている。逆に米国金融政策の変化がファンダメンタルズに与える影響が市場予想よりも軽微なものにとどまるとの見通しが広まる場合には、市場の懸念が払拭されドル (+安全通貨) 高、新興国通貨安のトレンドは止まることになるだろう。

最後に、こうした市場予想の変化を通じて日本円の為替レートが受ける影響を考える。国際収支上の資金の出し手である日本の通貨は安全通貨として位置づけられる。従って米国金融政策の変化が市場予想以上に引締め方向に傾き、世界景気の悪化が見込まれる場合、日本円はドルを含め多くの通貨に対して増価する可能性が高いだろう。逆にこうした懸念が払拭されるような市場予想よりも緩和的な政策変更および声明文が発表された場合には、円安圧力が働き、シミュレーションで得られたような円高効果を一部相殺する、もしくは上回るだろう。

図表 18 日本の国際収支構造 (GDP 比)



出所：日本銀行、財務省、内閣府、INDB より大和総研

以上、本稿をまとめると、QE3 縮小の影響は、長期金利の上昇・ドルの増価・米国における生産と物価の下落をもたらすことが見込まれるものの、シミュレーションの結果で示されたように、その直接的な影響はさほど大きくない。

しかし基軸通貨であるドルの供給量を左右する米国の金融政策の変化は国際的なマネーフローを左右し、①国際的な流動性供給の縮小、②国際的裁定を通じた他資産に対する要求収益率の上昇、③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化などの副作用を同時にもたらすと考えられる。これらの副作用に対する懸念を増幅するような政策発表が行われた場合、シミュレーション結果から大きく乖離して金利・為替市場の価格形成が行われる可能性には十分な注意が必要である。

仮に金融市場の信用不安が伝播した場合、世界的に投資のリスク許容度が低下し、ドルは対リスク通貨で増価、対安全通貨で減価が進むだろう。国際収支上の資金の出し手である日本の通貨は安全通貨と見られ、このようなシナリオの下においてはシミュレーション結果とは逆に、ドルを含む多くの通貨に対して日本円の増価が見込まれる。逆にこうした懸念が払拭されるような政策変更および声明文が発表された場合には円安圧力が働くだろう。

以上を端的に体系化すると、QE3 縮小後の FRB の金融政策が①市場予想よりも緩和的であった場合にはドル実効レートの減価が見込まれる一方、日本円の対ドルレートは日米金利差縮小に伴う増価圧力とリスク許容度の上昇に伴う減価圧力の綱引きの中で決定されると見込まれ、②引締め的ではあるものの市場予想から大きく乖離しないマイルドなものにとどまる場合、ドルの実効レートは増価し、日本円は対ドルでの減価が見込まれるが、③市場予想を大きく上回る引締めが国際的なマネーフローの変調を通じて世界景気の腰折れにつながるような場合、ドルの実効レートが大きく増価すると同時に、安全通貨である日本円が対ドルでも増価に向かうと予想される。

— 以 上 —

## 参考文献

大谷聡・藤木裕「21世紀の国際通貨制度：展望」日本銀行金融研究所、金融研究、2002年。  
<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2002/kk21-4-5.pdf>

IMF (2012), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”  
<http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>

## 【経済社会研究班レポート】

- ・ No. 1 神田慶司・鈴木準「「実質実効為替レートなら円安」の意味—コスト削減の企業努力は円高・内需低迷・デフレを生んだ」2010年11月10日
- ・ No. 2 鈴木準・原田泰「財政を維持するには社会保障の抑制が必要—社会保障の抑制幅が増税幅を決める」2010年12月29日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2011年6月）—大震災を乗り越え、実感ある成長をめざす日本経済」2011年6月16日
- ・ No. 3 溝端幹雄・神田慶司・鈴木準「電力供給不足問題と日本経済—悲観シナリオでは年率平均14兆円超のGDP損失」2011年7月13日
- ・ No. 4 神田慶司・溝端幹雄・鈴木準「再生可能エネルギー法と電力料金への影響—電力料金の上昇は再生可能エネルギーの導入量と買取価格次第」2011年9月2日
- ・ 溝端幹雄・神田慶司・真鍋裕子・小黒由貴子・鈴木準「電力不足解消のカギは家計部門にある—価格メカニズムとスマートグリッドの活用で需要をコントロール」2011年11月2日
- ・ No. 5 鈴木準「欧州財政危機からの教訓—静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか」2011年12月2日
- ・ No. 6 神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには—ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目で見た円高対策が必要」2011年12月13日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年1月）—シンクロする世界経済の中で円高・電力・増税問題を乗り切る日本経済」2012年1月23日
- ・ No. 7 溝端幹雄・鈴木準「高齢社会で増える電力コスト—効率的な電力需給システムの構築が急務」2012年4月9日
- ・ 鈴木準「医療保険制度の持続可能性を高めるために—コスト意識の共有を進めながら、国民の健康を増進させよう」2012年4月13日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年7月）—グローバル化・高齢化の中で岐路に立つ日本経済」2012年7月27日
- ・ No. 8 神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造—雇用構造がもたらす必需的品目の需要増加と不要不急品目の需要減少」2012年8月10日
- ・ No. 9 溝端幹雄「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」2012年8月10日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日

- ・ No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響－円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2012年2月5日
- ・ No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略－生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- ・ No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか－新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- ・ No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」2013年8月15日
- ・ No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える－IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- ・ No. 15-1 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）－シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- ・ No. 15-2 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）－グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日