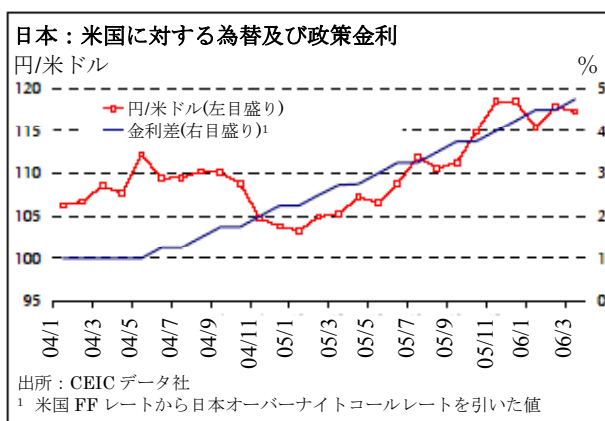


Box 7. 日本の量的緩和解除——新興アジア諸国の円キャリートレードに対する影響

ここ何年かの間、日本と米国の金融政策の方向性の違いから、円キャリートレードが相当程度拡大した。日本ではデフレを終焉させるために、過去数年にわたり短期金利がゼロに近い極めて緩和的な金融政策が続いた。これに対し、米国のFFレートは、引き締め策が始まった2004年5月以来、375ベーシスポイント（3.75%）引き上げられた。広がる金利スプレッドによって、外国人投資家が円で借りて新興アジア諸国などの高利回り通貨に投資する円キャリートレードが活発になった²。また日本人投資家も活発に「売り出し債」³などの外債を購入するようになり、結果として円安が進み、特に良好な国際金融環境と新興市場債券及びその他の高利回り資産のスプレッド低下と相まって、円キャリートレードの収益性が一段と高くなった。



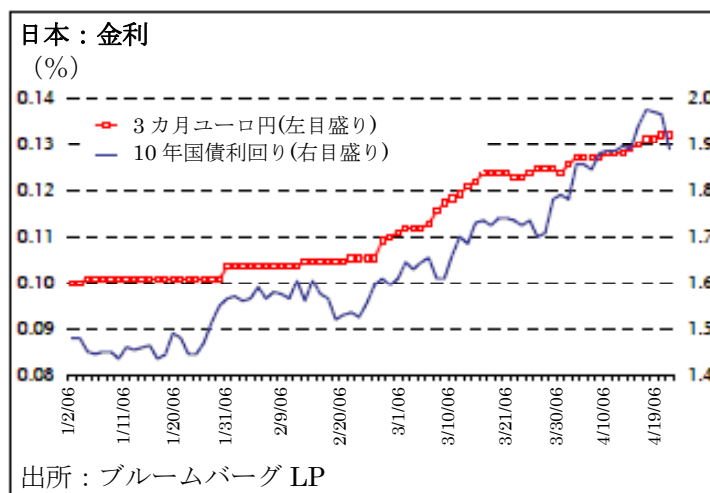
日本銀行（以下、日銀）は2006年3月9日、量的金融緩和の解除を発表した。今回の決定に至ったのは、解除に必要な条件、すなわちコア消費者物価指数の前年比が安定的にプラスで推移し、さらにこの傾向が今後も続くことが見込まれるという条件が満たされたと日銀が判断したためである。これにより市中銀行から預けられる日銀当座預金の余剰資金分は短期的なオペレーションを通じて削減されることになり、中央銀行の金融政策は無担保コールレート翌日物（オーバーナイト・コールレート）を目標とする枠組みに移行しよう。なお日銀は、同金利が当面ゼロ近くにとどまり、その後は景気の進展を踏まえて次第に上昇するとみている。

日本の量的緩和解除が、金融市場に大きく影響することはないとみられる。量的緩和の解除によって、円キャリートレードの根本的条件が実質的に変わることはないだろう。なぜなら、流動性の減少によって影響を受けるのは日銀当座預金の余剰資金分だけであり、さらに日銀が当面、短期金利をゼロ近くに維持すると公約しているため、米国との金利スプレッドがすぐに縮小することはないとみられるからだ。また日銀は長期国債の買入を継続する意向を示しているため、長期金利の上昇も抑えられそうだ。その上、日銀の首尾一貫した情報伝達によって、今回の政策措置

² データ入手が困難な海外銀行や店頭派生商品がしばしば絡むため、円キャリートレードの規模を正確に推定することは難しいが、民間の推定では1,000億ドルにのぼる可能性を示唆するものもある。

³ 売り出し債は、外国の発行体が日本の個人投資家向けに外貨建てで発行する債券である。2005年の発行総額は3兆円を超えた。高利回りゆえに、オーストラリアドル及びニュージーランドドルが主要な発行通貨になっている。

はおおむね市場に織り込まれていた。実際、量的緩和政策の解除を発表した日以降、円相場はそれほど動いておらず、長短金利の上昇は限定されたものとなっている。



しかしながら、グローバルな金融状況が変化すれば、円キャリートレードが幾分無秩序に巻き戻される可能性は依然としてある。円キャリートレードが魅力的な取引なのは、現在の良好な国際金融環境と、対円を中心とする米ドル高によるところが大きい。しかしながら、米国の金融引き締めが早期に解除される場合、あるいは新興市場スプレッドの拡大により起こり得るドル/円為替レート予想の変化が円キャリートレードの魅力に影響を及ぼし、金融市場が幾分調整し不安定になる可能性がある。そのような状況が実際、1998年に発生した。当時はロシア危機後のドル安及び新興市場スプレッドの上昇をきっかけとして、円キャリートレードが突然巻き戻したため金融市場の変動が増して、円高ドル安をさらに推し進め、リスク回避の高まりをさらに助長したのである。最近、米国では長期金利が金融引き締め策を開始して以来の最高水準に上昇するしており、それによって新興市場が受ける影響と共に、注意を促す根拠となる可能性がある。

いずれにしても、円キャリートレードの巻き戻しによって新興市場が受ける影響はそれ程大きくないはずである。まず、1998年以来、G10の各当局が高度にレバレッジを利かせた取引に対する規制を強化したため、円キャリートレード調整時の金融市場の変動は限定的なはずである。さらに新興アジア諸国でも対外債務水準が減少し、外貨準備金が潤沢なうえ、為替レートの変動性が増して対外的な脆弱性が改善されたため、資本勘定に対するショックからの回復力を強めている。したがって、世界経済の急激な鈍化を伴わない限り、円キャリートレードの巻き戻しがアジア経済に及ぼす影響は大きくはないと考えられる。