

マネー潮流

為替安定と金融政策の自主性の問題

一気に進行する円安に金融政策は自主性を貫き通すのか判断する正念場を迎える。

森田長太郎

オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウォールズ&プリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



一時1ドル=160円まで進行した円安に当局は為替介入。150円台での推移が続く

為替が国民の大きな関心事となり、その修正を求める圧力が日本銀行に加わる最近の構図は、1980年代のデジャビュを日銀にもたらしているかもしれない。80年代の懸念は円高だったが、日銀は80年代に円高対応を求められて過剰な金融緩和を行ったことがバブルを誘発したとの反省を長らく持っているといわれる。

為替の決定要因はさまざまだが、金融政策に起因する内外金利差が最大の要因の1つである。わずか3年間で4割近く的大幅な為替減価が内外金利差によって引き起こされたことは疑いのないところだろう。過去3年間で、日米金利差は短期が約500ベーシ以上、長期が約350ベーシも拡大した。円安の進行自体はある意味で致し方ないことだ。

過去3年間の日米金利差の拡大

は、コロナ後のインフレに対応したFRB（米連邦準備制度理事会）の急激な利上げが最大の要因だ。しかし、日本以外の多くの国では、米国とインフレや景気の状態などの違いはあっても、FRBの金利引き上げにつかず離れずこの数年間利上げを実施してきた。

ECB（欧州中央銀行）などの主要中央銀行は、建前としては米国の金融政策に従属しているかのような説明を避けつつも、実質的にはFRBの一挙手一投足を注視しつつ金融政策を遂行している。

一方でわが国は、今回、FRBが利上げを開始してから2年の間、少なくとも短期金利の引き上げに日銀が手をつけることはなかった。

その日銀が3月、ついに17年ぶりの短期金利引き上げに踏み切り、YCC（イールドカーブコントロール）も撤廃した。それにもかかわらず、その後の1カ月強で円は1ドル1150円から160円まで急落した。4月下旬の金融政策決定会合では、市場に国債買い入れ政策の修正への期待があったところ、まったくの無回答だったため、日銀は想定以上にハト派的との見方から円安が加速。この急激な円安の動きに対して、財務省は22年秋以来となる為替介入で対応した。しかし、G10通貨といわれる主

要先進10カ国（および地域）の中で、過去数年間に為替介入実績のある国は日本とスイスとオーストラリアの3カ国だけである。日米英とユーロ圏のG4の中では日本だけだ。その意味で日本の位置づけは特殊である。

G10の中で日本と同様に比較的頻繁に為替介入を行ってきたスイスは、低インフレ、低金利の構造も日本と類似している。金利低下余地の小ささから、米国で金融緩和が行われると金利差が縮小して通貨高が起きやすく、頻繁に自国通貨売りの介入を行ってきた。

そのスイスでは、今回、22年3月にFRBが利上げを開始した3カ月後には利上げを開始し、1年間で2%以上の利上げが行われている。米国の利上げ幅には到底及ばず金利差は拡大したものの、FRBと金融政策の方向を一致させたことで、スイスフランはむしろ昨年から上昇傾向にある。

各国固有のファンダメンタルズの状態があり、金融政策は各国中銀が独自の判断で行うのは当然のことだが、現実には米国経済の影響力は圧倒的であり、米国の金融政策が世界の金利、為替、株式の各市場に及ぼす影響も極めて大きい。その前提の下で、一国だけが米国とまったく別方向の金融政策

を行えば、当然、その違いが為替の動きに反映される。米国の金融政策が大きく動く局面では、為替を安定させることと金融政策の自主性を貫くこととは、トレードオフの関係だといわざるをえない。

為替に対応か判断の時

このトレードオフ関係において、多くの国ではマクロ経済政策の方針として明示はしないまでも、どちらかといえば為替の安定を重視しているように思われる。この3年間におけるドル円の突出した動きは、日本だけマクロ経済政策あるいは金融政策についての考え方が他国とは異なっていることを示している。

2%のインフレ目標がまだ達成

されていないので金融緩和を続けてきたというのが日銀の説明だが、スイスが22年に利上げを開始した時点で、スイスのコアインフレ率（食品・エネルギーを除く消費者物価指数）はまだ2%に達していなかった。同じ基準での日本のインフレ率は、23年初めにはすでに2%を超えている。

もちろん、円安それ自体が日本経済にとって全面的にマイナスかといえば、もちろんそうではない。この3年間における企業収益の拡大や株価上昇への円安の寄与は大きかった。しかし、円安が輸入価格の上昇を通じて企業や家計のコスト高を促すことは間違いなく、短期間での変動としてはさすがに行き過ぎであることは否めない。

為替は安定的に推移することが望ましいのか、それとも2%のインフレ目標を長期的に達成することのほうが重要なかがいよいよ問われつつあるといえよう。

現在も日銀は、80年代の反省も踏まえて、為替に対応した金融政策は行うべきでないとの見解を表明し続けている。行政上の問題としても、通貨政策は財務省の所管という立場を簡単には崩せないだろう。この問題は日銀単独で判断できる範囲を超えていることも確かだ。法律で明文化するような性質のものではないのかもしれないが、マクロ経済政策に関わる日本の政策当局全体で緩やかな認識の共有を行うことが必要な段階に来ているように思われる。

5月13～19日の経済日程

14日(火)

4月企業物価指数発表

15日(水)

石油製品価格調査発表

4月訪日外国人数発表

米4月CPI発表

シンガポール首相交代

16日(木)

1～3月期のGDP速報値発表

17日(金)

APEC貿易相会合

(18日まで、ペルー・アレキパ)

中国4月鉱工業生産、小売売上高発表

中国1～4月都市部固定資産投資発表

19日(日)

ドミニカ共和国大統領選挙

