

## 政府が円高対応に併せてできること

発表日：2008年10月27日（月）

～公的輸入拡大は物価抑制にも寄与～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

政府が、円高対策として為替介入に動くための合理的根拠が揃ってきている。為替介入は、既存のドル中心の買い支えではなく、ユーロなどを買って円を売ることで、不安定化を均すことが有益である。政府は、経済対策の意図として物価抑制も打ち出しているのので、この円高のタイミングで公的輸入を拡大することで、物価抑制に円高を活かすこともできる。さらに、アジア諸国の金融システムが不安定化する中では、円の購買力上昇を使って、民間ベースの資金協力を後押しすることで、グローバル化を進めることも国際貢献として有益である。

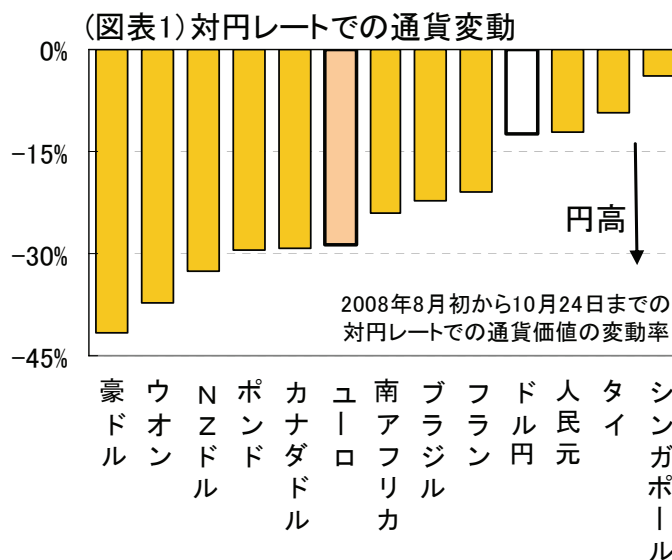
### 為替介入は円売り・ユーロ買い

為替レート混乱の実体は、ドル円だけでなく、広範囲の通貨に亘って起こっている超円高である。日本は場合によっては、為替介入を実施することも検討に値しよう。この円高が持続すれば、アジアなど日本企業の輸出がダメージを受け、国内経済にも悪影響が及ぶことが警戒される。現在は、為替平衡操作が合理性を持つ、数少ない局面だと認識できる。

もしも、為替介入を実施するならば、円売り・ドル買い介入ではなく、ドル以外の通貨、例えばユーロ買いに徹すべきだろう。各国通貨と円との関係を見ると、ドル円レートよりも、ユーロ等高金利通貨の下落が大きい（図表1）。ドルだけを買って支えても、円高には歯止めがかからない。円の反対側で暴落している通貨の価値が安定しなければ、同様に円高も止まらない構図である。

すでに、日本の介入政策は外為特別会計が膨張し過ぎていて、動員の余力が乏しいようにもみえる。しかし、現在の外為特別会計の構造的リスクは、その規模の大きさではなく、ドル偏重でドル円の円高に弱いことである。こうした構造に対処することをも念頭に置くと、現下で円売り・ユーロ買いの介入を実施することは有益である。外為特別会計の保有外貨が、ユーロなどに分散されれば、全体の為替リスクへの対応力は強まり、ポートフォリオの頑健さも高まる。今後、ドル円レートの円高が進んでも、ユーロなどを保有しておくことで、外為特会が対ドルで抱えた含み損をユーロ高などで相殺する予防効果がある。また、韓国、オーストラリア、ニュージーランドなど通貨下落が激しい国の通貨当局とも協議をしながら、ユーロ以外の通貨でも外為特別会計の通貨分散を図れるようにしておくことがよい。

なお、将来、外為特別会計の規模を縮小することをどう考えるかという出口戦略も重要である。この点については、近い将来にははっきりとしたルールを定めておくことが必要かもしれない。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 公的輸入促進のメリット

日本がたとえ円高進行に決定打を与えられないとしても、日本政府が円高対応策としてやれることはいくつかあるはずだ。筆者は、超円高局面における輸入拡大の促進を重視する。政府は安心実現のための緊急経済対策の中で「原油・食料価格高騰の影響に対する緩和策を講じる」とあったが、今の円高を利用して物価安定に役立たない手はない。例えば、政府が商社等に委託して購入している外国産小麦を今のタイミングで集中的に購入すれば、2009年4月以降の政府売渡価格を低く抑えることができるだろう。政府が裁量を持っている輸入品を、前倒しで購入することは、円高のタイミングで輸入コストを削減すると同時に、そのコスト減を活かして物価上昇の国民負担を軽減することにも寄与するだろう。

電力料金などについても、現時点の輸入エネルギーコストを反映させれば、大きなコストダウンが見込めるはずだ。ここ数年のWTIの円建て価格の推移をみると、現在の水準は原油反落と円高の相乗効果で2005年6月以来まで低位に下がっている（図表2）。現時点で、エネルギー関連産業が、低コストで原料調達ができるように為替予約を入れて置くことは有益だと考えられる。来年4月に予定されている電力料金の値上げの抑制にもこうした作用は好影響を及ぼすと考えられる。

これに関連して、政府の石油備蓄の活用も検討できる。現在（2008年7月末）、日本政府の石油備蓄は、国家備蓄98日分、民間備蓄81日分を有する。これらの備蓄分は、過去の原油価格が安い時期に手当てしたものだと考えられる。これらの一部を市場に放出しながら、現在の価格で新たに備蓄分の購入を行えば、エネルギー価格の引き下げに寄与すると同時に、相対的に安値で資材調達を行うこともできるだろう。これらの公的輸入増加は、円売り要因になるので、為替市場では円高防止にも寄与するし、物価抑制効果も少なくないはずである。

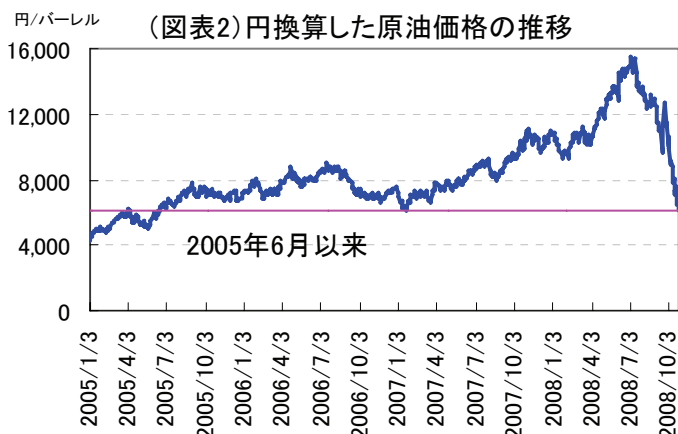
## 民間ベースのアジア支援

円高が日本経済にマイナスのインパクトを及ぼすことは間違いないが、視点を変えると円の購買力が上昇する好機でもある。日本企業は円の購買力が上昇している強みを活かして、グローバル展開を進めるチャンスでもある。例えば、日本企業が、韓国などアジアの金融機関に対して、増資などの資金協力を進めるとき、今の円高は相対的に有利に働く。日本の増資のファンディング・コストが割安な一方で、苦境に陥っている国には相対的に大きな資金を融通できる。この資金協力は先々有利に戻ってくるだろう。もちろん、同時にIMFへの資金協力のチャンネルで国家的にアジア通貨危機の防止に努めることも日本にとっての国際貢献になる。今のようなタイミングにこそ、通貨が割高な国が、通貨下落で悩んでいる国を援助する合理性がある。

おそらく、日本の金融業界は、十数年間に亘った金融不況の中で、アジア展開が先進各国に比べて遅れてしまった感がある。10年前のアジア通貨危機のときも、邦銀は自国の不良債権処理に苦しんで海外展開を広げる余力がなかった。それが現在は、欧米金融機関の力が落ち、日本の金融業が再拡大を目指すにはチャンスが到来しているとも解釈できる。

目下、政府が今期国会で延長を目指している金融機能強化法は、国内金融システムを事前に補強しておくという意図において有意義だと考えられる。こうしたバックアップをも含めて、政府は国内金融機関が今一度海外展開を進めるために、後押しをすることが極めて重要だと認識できる。

（図表2）円換算した原油価格の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。