

円高対策：金融政策の射程距離

発表日：2010年8月27日（金）

～円高是正に向けて日銀に有効策はあるのか～

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

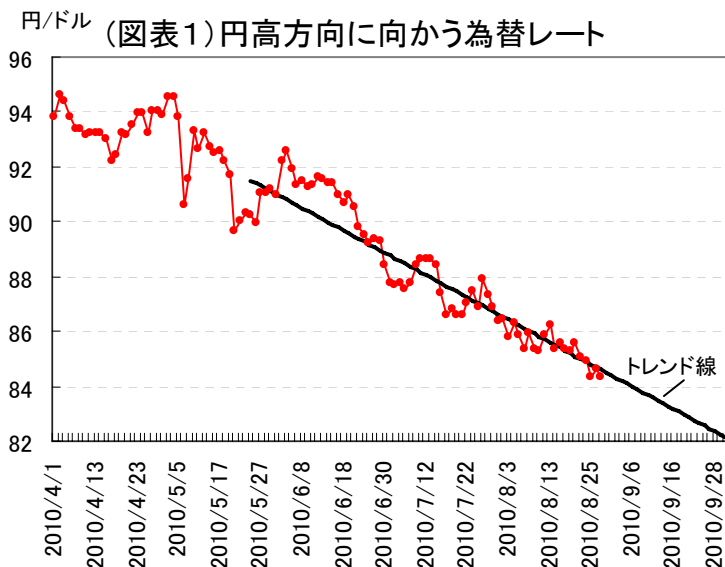
日銀の金融緩和への期待感が高まっている中、日銀の金融緩和は、固定金利オペの積み増し・拡充が軸になると考えられる。しかしながら、その効果は限定的であろう。白川総裁には、国際協調を含めた広範囲の取り組みが期待される。

金融面で円高修正を期待するには、国内金融機関が外貨建て投資を増やすか、海外金融機関が円のファンディングを増やすかという方法がある。そうした円高への拮抗力にある働きかけに、金融政策の作用は限界的なものでしかない。

1年前のジャクソンホール

中央銀行関係者が集まる米ワイオミング州のジャクソンホールのシンポジウムでは、1年前の2009年8月21日にバーナンキ議長が景気は底入れしたが、当初は比較的ゆっくりになるだろうと述べた。ようやく回復の兆しが見えてきたのが、ちょうど1年前だったことは、今から考えると僅か1年で米景気回復力は息切れ気味になってしまったことになる。

その場に参加していた白川総裁は、講演の中で、今後の国際協調のあり方について「外部からの圧力とは関係なく、効果的に対処していく取り組み」を指して、中央銀行間の国際協調という話っていた。皮肉なことに、今、1ドル85円を切る円高進行に対して、白川総裁は日本政府の意を汲んで、米欧中央銀行首脳との間で為替問題について水面下で意見を求めなくてはならない役回りを担わされているようにも見える（図表1）。日銀総裁が、わざわざ円高・株安に日本経済が見舞われているタイミングで日本を離れるのだから、それなりの意義をもってジャクソンホールのシンポジウムに臨んでいると予想される。



日銀に向けられる追加緩和期待

党代表選挙を9月14日に控えた民主党では、目下の円高・株安懸念への対応を意識して、追加経済対策に気炎を上げている。玄葉光一政調会長は、「足元の最大の課題は円高・デフレであり、第一は金融政策だ。日銀に迅速かつ一歩踏み込んだ対応を要請したい」と発言したと伝えられている。為替介入を担っているのは財務省であり、為替レートそのものへの影響力を行使できるのは日銀ではないはずである。それなのに、政策要望の矛先は日銀へ向かう構図だ。

では、日銀には為替円高に対して実効性のある対応を打ち出せるのか。結論を言えば、為替レートを人為的にコントロールすることは究極的に不可能である。為替は、他国の事情を所与として、自国の与件を動かせる範囲で為

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。

替レートに影響力を行使できない。米国の経済指標が次々に悪化を示し、FRBが追加緩和策を検討するほどに、日本側の円高是正の余地は狭まる。

確かに、以前、2009年12月1日に、日銀は臨時会合を開いて非常にうまくやった。新型オペを導入し、そのタイミングがうまく円高修正の流れにのった。政府・日銀が一体となるかたちで、日銀が円高是正に一役買ったことは、金融政策の評価を高めたことは間違いない。その記憶は、2010年3月17日の資金供給20兆円が、円高是正に有効でなかったことが忘れられても、まだ覚えられている。そうした経緯が、円高対策の「第一は金融政策」というイメージを生み出しているのかもしれない。

一方、金融市場の人々は、やや違った見解を持っている。日銀が固定金利オペ（新型オペ）を積み増すような追加緩和をしてもその効果は限定的だと承知しつつ、日銀が弾を撃ち尽くした次の一手として、「もう為替介入に踏み切るしかない」という最後の手札が前面に出るという読み筋だ。すなわち、次の次に位置する為替介入が控えていることが、次にある追加金融緩和の観測とともにクローズアップされる図式である。

追加緩和のいくつかのメニュー

日銀が追加緩和を実施するならば、どんな選択肢がありうるのか。それを列挙すると、

- (1) 固定金利オペレーションを30兆円規模で実施する。
- (2) 資金供給を拡大し、札割れにならないように、オペ期間を3か月から6か月に延長。
- (3) 長期国債の買い入れ額を毎月1.4兆円からさらに上積み。
- (4) 短期金利の誘導目標を0%とし、当座預金金利も0.1%から0%に下げる。

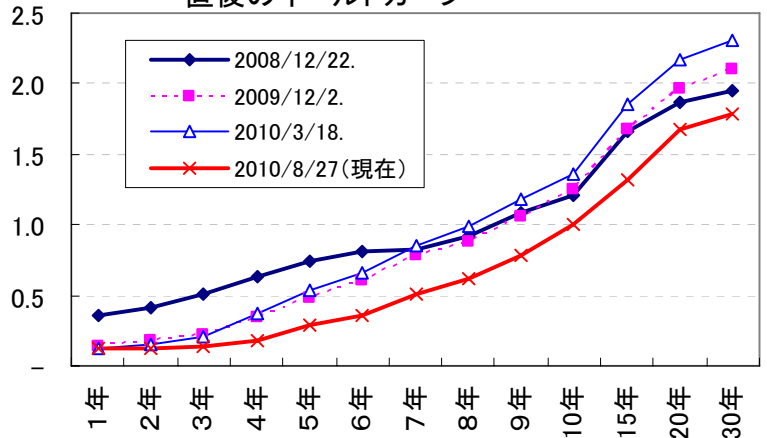
という選択肢が語られている。筆者は、日銀が(3)と(4)について副作用を案じて採りにくいとみる。(3)については、すでに極端に下がった長期金利をぎりぎりまで低下するように導くことになるので、かえって金利上昇の反動を貯め込むと警戒感を覚えるのではないか。(4)にしても、過去のゼロ金利の経験から短期金融市場におけるゼロ金利下で、金融仲介が停滞する弊害に配慮する。日銀は、短期金利を0.1%から0%に引き下げても、微々たる効果しかないと考えるだろう。従って、現実味があるのは(1)と(2)となる。だが、(1)の選択肢が如何ほどの効果を持つかについては、こちらも多くを期待できない。

乏しい金融緩和の選択肢

仮に、日銀が固定金利オペレーションの拡充で、片道30兆円の資金供給に踏み切ったとすれば、どのような緩和効果が予想されるのか。

まずは、中長期金利への押し下げ効果が予想される。ただし、ターム物金利から5年以下の国債利回りには先々の低金利予想が織り込まれて、すでにイールドカーブが極端に押し下げられている(図表2)。補完当座預金制度によってベースラインが0.1%となっている現状の方が、量的緩和時代よりも中長期の国債利回りが下がっているのだから、金利先安感は今の方が強いとみられる。そこから限界的な金利低下を効かせるということになるから、金利低下効果は薄くならざるを得ない。

(図表2) 日銀の緩和措置が行われた直後のイールドカーブ

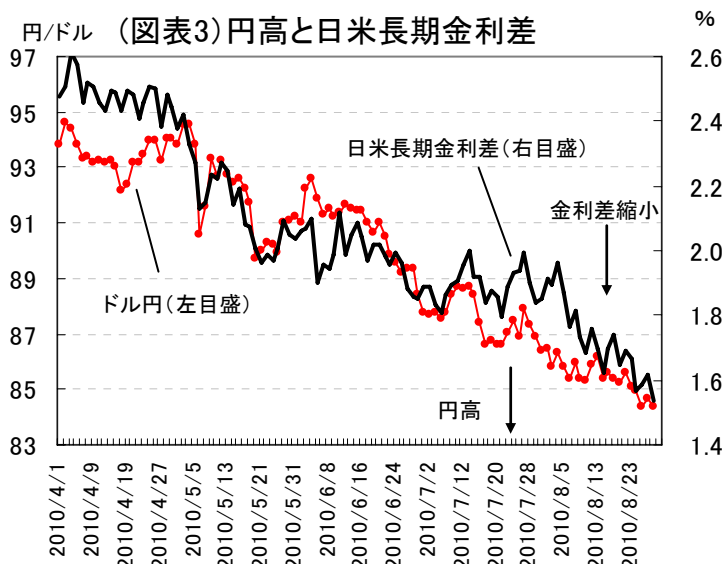


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日銀の緩和措置が為替に与える影響は、日米金利差をより縮小させていくらかは効くとしても、その効果は米国の情勢如何ですぐに解消される。ドル円レートの推移をみると、日米長期金利差の縮小とほぼ平行に円高が進行している（図表3）。金利差要因は多くの場合、米国の要因で縮小しているのが実情である。

また、こうした金利低下効果は、オペ期間を6か月に延長した方がより作用は強まると考えられるが、それでも多くは期待できないだろう。

日米金利差については、2001～2006年の量的緩和の時期と現在を比べると、欧米がリーマンショックの影響をひきずっている現在の方が、海外発で通貨安に向かう圧力が強い。だから、日本側の金融環境を緩和的に動かしても、内外金利差を拡大させにくいと考えられる。日銀の金融政策では手の届きにくいところで、円高が進んでいると言わざるを得ない。



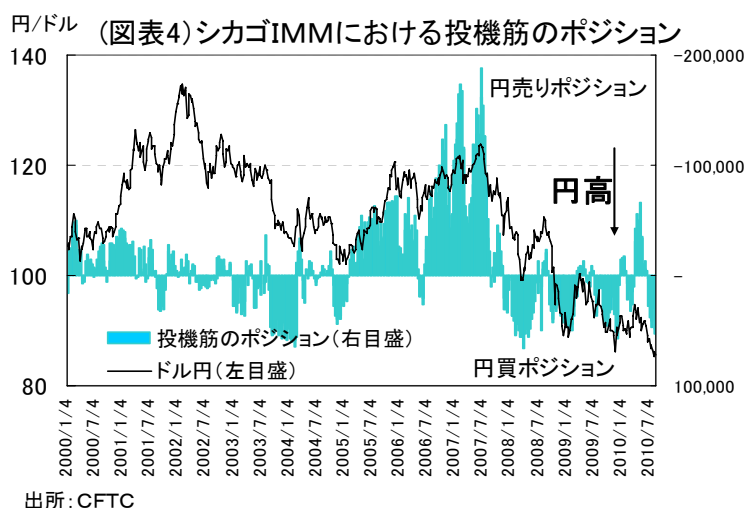
円高が修正される金融的条件

ドル円レートが日本の要因で円安方向に動いていくためには、2つの可能性がある。ひとつは、①国内金融機関が海外投資を増やして、円売り圧力を強めること。もうひとつは、②海外金融機関が、円でファンディングを活発化させて、円売りポジションを膨らませることである。日銀の金融政策は、国内金融機関の国内債券投資の意欲をそぐかたちで、外貨建て投資の増加を促すことはできると考えられる。一方、海外金利もまた低く、先行きも円高傾向が続くという観測が強めれば、そうした流れにはなりにくい。

もうひとつ、②の円売り圧力である円のファンディングの動きは、過去に起こったことがある。それは、円キャリー・トレードが活発化したときの事例である（図表4）。当時を振り返ると、2005～2007年にかけてドル円相場が円安傾向に動き、その背後には円でファンディングが行われていて、外貨や商品などに投資をする投機的ポジションが積み上がっていた。

今後、日銀の資金供給を活発化すると、低金利が長引くという安心感が円キャリー・トレードを促す方向に作用する側面もある。

ただし、円安圧力として円キャリー・トレードを促すという頭の体操はできるだろうが、現在のように日米短期金利差が一頃よりも縮小して、ドルの資金調達コストが割安のときには、円資金で資金調達する有利さを見出しにくいということも言える。円キャリー・トレードには、円安局面で先安感が助長されるように働くので、円高の流れを逆転させるような力を期待できない。そもそも、投機的ポジションが積み上がって円安への修正を願うのは、毒を持って毒を制するという発想の危うさがある。円



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。

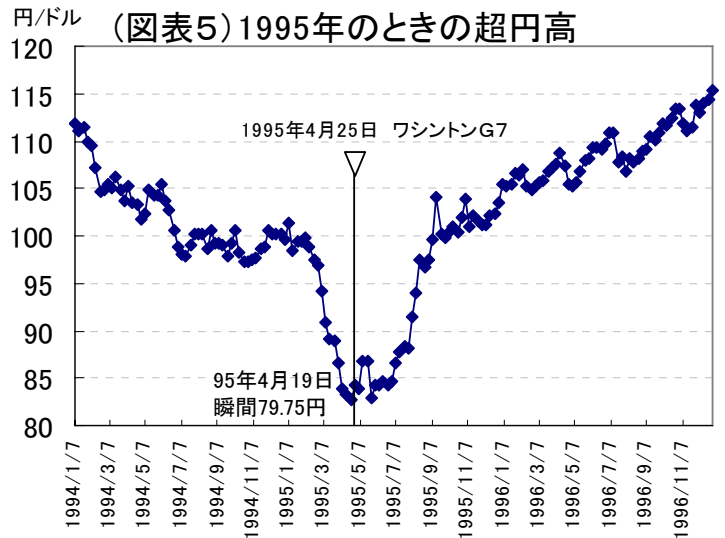
のファンディングを活発化させて円高拮抗力をつくろうとすれば、海外企業・政府のサムライ債発行を促すような地道な取り組みを平時から続ける方が健全と言える。

金融政策にできること

日銀の金融政策にできることは上記のように限定的だが、何も手段がないということではない。実は、1年前のジャクソンホールのシンポジウムで、白川総裁が語ったことでもあるが、今後、国際協調の力を使って、過度な円高を是正していくという方法がある。

かつて、1995年4月に円高が急進し、至上最高値の1ドル=79円75銭をつけたとき、円高の流れを止めるために有効だったのが、その直後に開催されたワシントンG7（蔵相・中央銀行総裁会議）であった（図表5）。そのときのG7の共同声明では、為替相場について「主要国の基礎的な経済状況により正当化される水準を超えている」と

初めて為替相場を秩序ある反転を望んでいるという意思表示が行われた。現在、日本だけが単独為替介入をすべきだという意見が金融市場には少なくない。しかし、孤高の介入には限界がみえており、それは出口なき介入の命運を辿るリスクもある。為替を巡る思惑には、米国も欧州も暗黙の自国通貨安容認をしているのではないか、あるいは通貨切り下げ競争に入っているという見方もある。そうした囚人のジレンマのような関係に陥ることを、G7諸国が好ましくないとするのであれば、白川総裁など日本の経済首脳が円高対応策を持ち出しても、一定の評価を得るはずである。おそらく、国際協調こそ、円高ドル安を止めるための究極の円高対策となるに違いない。



最後に、日本で2003・2004年の巨大介入を行った溝口善兵衛元財務官の手記には次のような言葉がある。これは、日本国内で米国の思惑について慮りすぎて、自縄自縛の発想に陥っている論調を念頭に置いて語ったものである。

「介入は米国次第という見方は、介入を直接、担当し、米当局との連絡・調整に当たってきた私の実感からはほど遠く、相当かけ離れたものです。そうした観念にとらわれている人たちに先方の真意はこうだとか、先方の発言の意味はこうだとか解説するわけにも行かず、もどかしく感ずることがありました」

溝口氏は、日本の事情を各国に理解してもらうことが重要だと強調している。これから白川総裁が様々な場で、日本の円高に対する姿勢を理解してもらうには、米欧の姿勢もさることながら、日本経済にとって円高対策の必要性について説得力をもって話すことが重要であろう。

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。