

## 円高対策は時間軸効果では威力不足

発表日：2012年2月2日（木）

～日米欧の金融緩和競争への懸念～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

ドル円レートが1ドル75円台に接近している。為替介入とそれに伴う追加的金融緩和の可能性は高まっている。しかし、この円高は投機的なものではなく、FRBとECBが時間軸効果を拡張してきた影響である。日銀が時間軸を延長しても、日本の財政・金融政策がともに景気刺激効果を発揮する実績をみせないと、予想インフレ率は高まらない。むしろ、目下の第三次補正予算の効果が大きくなるのが、日銀が追加的財政政策にどう支援を送るかという展望を開く意味では重要だ。

## 介入警戒ラインに接近中

ドル円レートが、前回為替介入が実施された2011年10月31日の1ドル75円台に接近している（図表1）。このときは、1ドル75円32銭まで円高が進んだことを受けて為替介入が行われた。今回も、1ドル75円台に突入し、円高がさらに加速感をみせれば通貨当局は介入に踏み切るのだろうか。

景気情勢は、前回を含めて過去4回のときよりも先行きの見方が厳しくなっている。景気悪化を未然に防ぐという意図を持っていれば、通貨当局は75円台突入を容認しないという見方ができる。

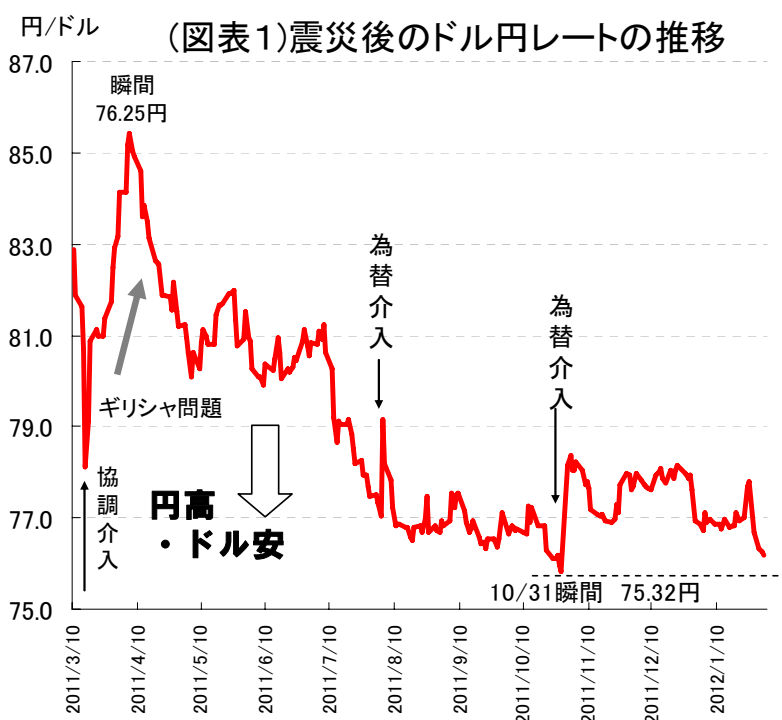
ただし、円高阻止のコストは大きい。前回2011年10月31日から1か月間の介入金額は9兆916億円にも達する。この介入金額は、1年半の4度分を累計すると、16.4兆円の資金まで

膨らみ、回数を重ねるほどに1度の介入額が膨張する傾向がある。それでも通貨当局は、円高進行によって日本経済が被るのコストの方が大きいと判断して、為替介入を実行するのだろうか。

## 日米金融政策の差が通貨変動に表れる

足元の円高は、決して投機的な要因だけで円高に振れている訳ではない。FRBの金融政策が、1月25日のFOMCで「少なくとも2014年遅く」までゼロ金利政策を据え置く構えをみせたことが大きく関係している。米金利のイールドカーブはフラットニングがさらに進んで、日米金利差が極端なまでに縮小している。それを受けるようなかたちで、米2年金利の低下に伴って、円高傾向が続いている（図表2）。

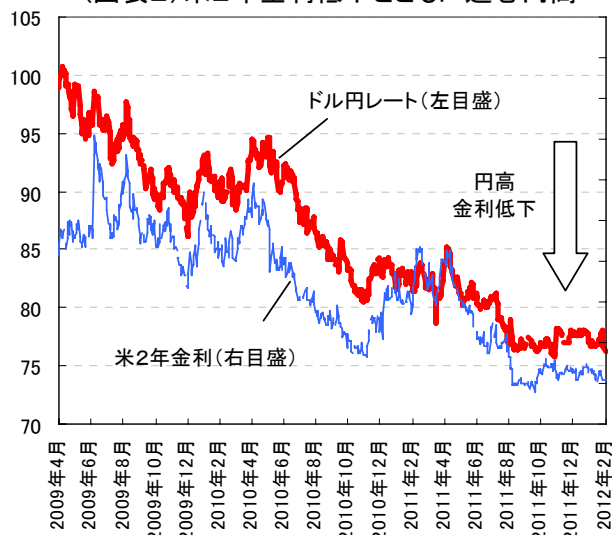
一方、日銀の時間軸は、「2012年末を目途」に資産買入基金での買取増額を行うことになっていて、一応、2012年末がゼロ金利を据え置く最低限の期限になっている。



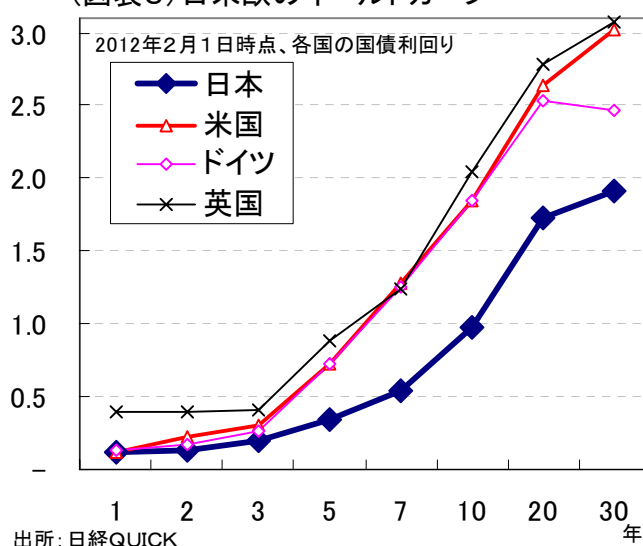
現在は、FRBだけでなく、ECBも超低金利の時間軸を延長してきているために、その期待形成がドルとユーロの通貨安を引き起こし、すでに低金利の予想が定着している日本に対して、通貨切り上げ圧力を及ぼしている。

日米欧の債券利回りのイールドカーブを見比べると、実は日本の低金利継続の予想は、米欧よりも長期化する予想になっている（図表3）。3年までの期間では日米欧とも超低金利の予想に変わりがないとしても、それ以降については米欧の金利水準の方が高い。FOMCで示された長期の金利予想でも、メンバーが念頭に置く金利水準はおおむね4%台になっていて、それは、日本の短期金利についてイメージされる金利予想よりも高い。

円/ドル（図表2）米2年金利低下とともに進む円高



（図表3）日米欧のイールドカーブ

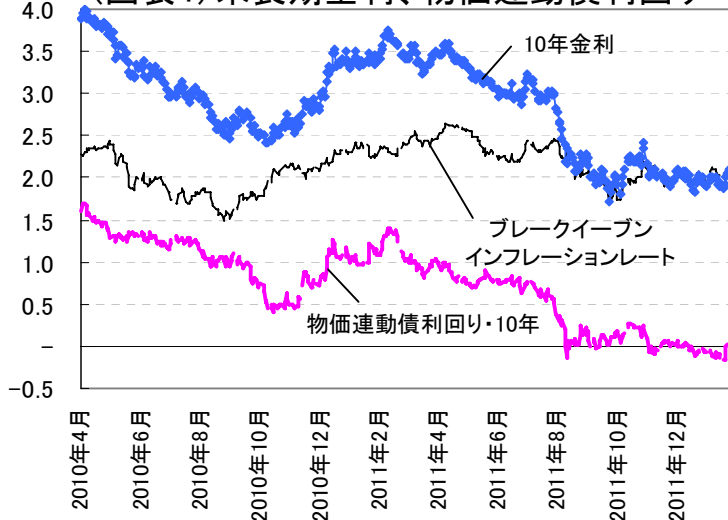


それでも、日本に円高圧力が及んでくるのは、追加的な低金利予想の変化幅が米欧の方が大きいことによる。つまり、円高進行は、金融緩和度合いが尺度になっているのではなく、限界的な金融緩和効果の変化幅に反応しているということだ。もしも、日銀が円高圧力を相殺できるまで時間軸を延長しようとすれば、2014年末をさらに越えて、さらに1～3年時間軸を延長し、そこで資産買入を増額する予想を強めなくてはならなくなる。

問題なのは、日銀が時間軸を延長すれば、必ず円安への修正ができるかどうかの不確実である点である。通貨が安くなる背景には、低金利の持続が予想インフレ率を高めて通貨価値を減価させるという見方が込められている。日本の通貨が減価しにくいのは、日本についてはインフレ予想が強まらず、政策への感応度が乏しいことがある。

その点、FRBの金融政策は、まだインフレ予想に対して影響力を働かせることができてい。米国の物価連動債利回りは、2011年秋からマイナス金利になって、現在の徐々にマイナス幅を拡大させている（図表4）。日本の場合、物価連動債利回りがマイナスまで下がっていないのは、インフレ予想が高まることへのリアリティを持ってないからだろう。

（図表4）米長期金利、物価連動債利回り



## やはり政策の機能不全の問題

こうした日本の金融政策の限界を指摘すると、これまでの金融政策批判の論争の蒸し返しになる。「日銀は実質金利をもう少し引き下げるべきだ」とか、「デフレ払拭のために積極的な金融緩和をせよ」といった批判の焼き直しである。この問題には、日銀がインフレ目標を設定しないからインフレが起こらない、などという処方箋では解消はしない。もっと根深いところで、デフレ体質が定着してしまっていて、経済政策がその体質改善に寄与しにくいと考えられている状況がある。

インフレ目標が役に立たない理由を、政府の物価見通しに置き換えて考えてみよう。例えば、政府は「平成 24 年度における財政運営戦略の進捗状況の検証」（1 月 24 日発表）で、中長期試算として 2020 年度の消費者物価上昇率を 1.2%（慎重シナリオ、10 年間平均で 1.4%）と置いている。成長戦略シナリオでは 2020 年度 1.8%（10 年間平均で 2.0%）である。この数字を人為的により高い物価見通しに置き換えて、経済政策を総動員すると言ったから、金融市場の参加者はその見通しを信じるだろうか。おそらく、政府であろうが、日銀であろうが、どんな数字を目標設定しても、容易にインフレ予想を喚起することはできず、金融市場の期待形成に及ぼす影響力は乏しいもので終わる。だから、政府の見通しを人為的に書き換えても、何も変わらない。日銀は、政府の経済政策に口を挟むことを慎んでいるが、実際は両者は一蓮托生の関係である。

なぜ、インフレ目標の効果が乏しいものになるのかと言えば、日銀がいくら金融緩和をして、大量流動性供給を行っても、民間部門の投資行動に大きな影響力を及ぼせないという政策の機能障害の問題は横たわるからだ。この政策の機能障害は、日銀だけでなく、政府の財政政策を使ったとしてもあまり大きな差はない。現状では、金融政策と財政政策の効果を別個のものだと考え、財政政策が出動したから、金融政策の何かやらなければいけないという発想が支配的である。

もしも、将来の景気情勢に関する期待形成の威力を高めようとするのならば、それは足元の経済対策効果を実のあるものにすることが重要だ。例えば、東日本大震災の経済対策がより大きな景気刺激効果を発揮し、内需拡大に大きなインパクトを及ぼせば、多くの人が景気刺激策はデフレ解消に持続的な効果を及ぼしうると認識を改める。帰納法的に考えると、現在の見方が変わるから、将来に働きかける経済対策効果までもが変わることになる。今日がうまく行くのならば、明日もうまく行くという予想の連鎖が、期待形成の効果を呼び起こすのである。

しばしば、日銀が国債引き受けを行えばインフレが起こるという意見を耳にするが、この手法も政府が日銀引き受けで得た資金を財政拡張に使って、自律的な経済成長をもたらすほどの刺激効果が起こらなければ絵に描いた餅に過ぎない。一方、もしも新しい財政拡張が景気刺激効果を発揮するのならば、財政は市場で資金調達をすればよいので、日銀が国債を引き受ける必要性はないという論理構造になる。また、政府が国債管理政策に細心の注意を払っているときに、日銀の国債引き受けという波乱材料を投げつけることは賢明だとは考えられない。

今後、為替レートが円高方向に弾みがつきそうになると、通貨当局は為替介入に踏み切る可能性は少なくない。仮にそうした状況になったときには、日銀が包括緩和の時間軸をさらに延長してくることが予想される。しかし、単に時間軸を長く取れば、持続的な円高は正になるということにはならないだろう。日銀が、緩和の努力をきちんとしたという実績づくりだけを行って、何も変わらないのならば、それは緩和の責任を果たしたことにはならない。

むしろ、政府が景気刺激の成果をコツコツと積み上げていることを検証した方が好ましい。第三次補正予算が本当に被災地の経済復興に役立つように最大限の効果をあげているのかを検証し、ミクロの面で機能障害を是正していく。それが効果を発揮しているならば、日銀の政策対応がそこに貢献している協調関係をもっと強調する。目新しい経済政策を探し回るよりも、今は足元の第三次補正予算の景気刺激効果を高めることが、重要な問題である。経済政策自体が、機能不全に追い込まれていないことを証明し、現在の実績を拡大させることが、期待形成の効果を高めることになる。

---

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。