

## 円安誘導批判の見方

発表日：2017年2月3日（金）

～トランプ的手法への対処～

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

トランプ大統領が就任から2週間も経たないうちに、円安批判が出てきた。日銀に矛先が向かい、2月10日の日米首脳会談でも議論が及ぶかもしれない。おそらく、正論をぶつけても批判は収まらないと考えられる。TPPを含めて他国と合従連衡して圧力を封じ込め、同時にトランプ大統領には、中央銀行の独立性の前提を理解してもらうことが重要だ。

### 遂に日銀にも矛先

早くも日本の金融緩和が矢面に立たされる局面がやってきた。トランプ大統領は、「中国や日本は何年も市場で通貨安誘導を繰り返している」と言及した。2月10日に予定される日米首脳会談では、この円安誘導については再度議論が及ぶ可能性がある。

仮に、日本側からいくら事情説明をしたとしても、トランプ政権からは同じ認識が何度も語られるだろう。日銀の政策運営が間接的に問題視されるとすれば、今後の追加緩和は手足をさらに縛られることになる。11月のトランプ・ラリーから日銀に吹いた神風は、今まさに乱気流に変わろうとしている。

筆者は、円安批判の矛先が日銀に向いていることについて冷静に考える必要があると認識している。円安の土台にはドル高がある。ミクロではドル高は、日銀の緩和のように思えても、マクロでみれば米経済の好調とFRBの利上げによって起こっている。ドル高だから円安になっている屈辱自体は、トランプ大統領がいくら日銀のせいにしたところで変えられない。むしろ、筆者は、トランプ大統領がFRBを直接批判できないから、故意に批判の矛先をユーロ安や円安の問題へとすり替えているように思える。

今のところ、為替市場はまだ様子見をしているとみられるが、基本はFRBの政策次第のように考えられる。米経済の好調さが続き、インフレ圧力が高まると、6月、9月、12月のいずれか（すべてか）で追加利上げを継続してドル高傾向が続くとみられる。

### トランプ的手法への警戒

私たちはトランプ大統領との独特なつき合い方をしばらくの間学んでいく必要があるだろう。まずは、正論が通じない。円安だから日本が対米貿易黒字になっている訳でないことは、少し分別をもって考えれば、わかるはずだ。米経済が好調になって米貿易赤字が膨らむことを問題視して、保護貿易に走ることも原理的に矛盾している。おそらく、トランプ大統領からみれば、正当か否かは問題ではなく、日本や中国との交渉材料が欲しいのだろう。個別交渉で、米国が国内からみて少しでも有利な条件が引き出せたならば、「米国第一」の原則に照らして勝ち星が増える。正論が欲しいのではなく、口実をつかって妥協を導くことが狙いである。Win-Winではなく、ゼロサム関係であっても構わない。自分が有利とみれば満足できるのかもしれない。

このように問題を捉え直すと、妥協を簡単に行なえば次なる妥協を欲しがってくるので、始めから原則NOを貫いて長期戦に臨む方がよい。大国が1国で圧力をかけてくれれば日本が他国と合従連衡する方法もある。TPP交渉についても、日本がトランプ大統領の誘いに乗って安易に日米二国間のFTAに切り替えてしまうと、他のTPP参加国との連携は乱れる。後から日本は連携を望んでいる他国から恨まれる。安々とトランプ氏の切り崩しに応じるのは得策ではない。こうしたケースでは、正論が通じ

ないから、妥協して落とし所を探るのではなく、正論を曲げずに他国と同盟して圧力の封じ込め戦略を採るのが良策とみる。

### 為替はどうなるか

基本は、今後のFRBの政策運営が軸になって、トランプ政権のアナウンスは一時的な攪乱に終わるとみる。大統領の権限は大きくとも、相場動向への直截的な関与はできないと考えられる。リスク・シナリオは、FRBの政策に介入していくことだろう。今後の米経済が少しでも利上げによって不安定になれば、トランプ政権が介入してくる口実を与えることになるので、イエレン議長の判断はより厳しくなっているとみることにはできる。焦点は、完全雇用に近い情勢でインフレ圧力が高まっていくことをイエレン議長が我慢して静観できるかである。トランプ大統領が2月の予算教書で自分の財政運営について色を出してきて、財政拡張による景気刺激がインフレ圧力を高める可能性もある。景気拡大と整合的な利上げが続くときはドル高であり、いくつかの条件が不利になるとドル高からドル安への転換となる。筆者は、目先はドル高だが、2017年内のどこかで累積的な利上げがドル安方向への動きをもたらす可能性があるとみる。

### 日本はどう振舞うか

今のところ、安倍首相は、トランプ大統領に対して正論で迎え撃つつもりである。円安は金融政策の結果として起こっているものであり、日銀は当初から円安誘導を狙って政策運営をしている訳ではない。これは建前であるが、やや確信犯的に日銀が円安を意識している点で、どこまで米国側理解を得られるのかは疑問が残る。トランプ大統領の側も、1ドルが何円くらいならば円安誘導の領域なのかを説明できずに決め手を欠く。仮に、日銀が年間80兆円のベースマネー増加を今後ペースダウンさせていくとなれば、「資金供給」を通じた円安誘導批判は攻撃の足場を失う。

おそらく、米国側への模範解答は、「日銀は独立性があり、デフレ脱却に向けて緩和を行なっていると理解している」というものだろう。独立しているから、政府の意図で円安誘導はできない仕組みである。同時にトランプ政権がFRBに介入すべきでないことも伝えられる。日米ともに金融政策が独立しているから、貿易収支を人為的に操作することは不可能という理解を共有することが肝要である。