

## 9月緩和と通貨戦争

～縛られた日銀に何ができるか～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel:03-5221-5223)

中国が為替操作国に指定されて、為替レートに影響を与える金融政策にも強い牽制が働く。制裁関税の第4弾と円高ショックに対抗して、9月の政策決定会合で日銀は動きづらい。それでも日銀は、10月1日からの消費税率10%への引き上げに備えて、限られた選択肢の中から工夫して緩和するだろう。

### 人民元ショック

制裁関税の第4弾は、遂に通貨戦争の引き金になったのではないかと心配する。1ドル7元台の人民元安となり、米国は対抗措置として為替操作国への指定を決めた。為替操作国になると制裁が発動されることになるから、貿易交渉によって制裁が解除されても、不当にみえる為替誘導は残る。ならば、貿易交渉によって完全に制裁のすべては撤廃されない理屈になる。制裁が長期化するだろうという暗い気持ちにさせる。

中国側は、第4弾の発動で対米輸出のほぼ全額に10～25%の追加関税がかかるので、人民元をいよいよ使った。追加関税に対して、数%ほど人民元を切り下げることで、値上がり吸収する。一方、対米輸入額は数%ほど割高になるので、輸出と輸入の双方で価格調整される。それだけに通貨調整を使うことは、劇薬を投じた意味を持つ。

中国にとって、人民元安は別に大きな副作用がある。ここで生じた人民元安の予想が、資金流出を生んで、平衡介入によって外貨準備を予想外に減らす作用である。2015年8月の人民元レートの切り下げのときの教訓が、嫌な記憶として思い出される。だから、中国人民銀行は、人民元を切り下げるとしても、一気には行わずに漸進的に行うことだろう。

### 日本にも縛り

これで日銀は円安を誘導したとみられる追加緩和は採りにくくなった。9月18日夜にFOMCがあり、翌9月19日には決定会合が控えている。とはいえ、米利下げが9月に追加されると、日銀は無策では乗り切れないだろう。10月1日からは消費税率の引き上げもある。

微妙なのは、日米TAG交渉が9月合意で決まりそうだという点である。9月17日には、ニューヨークで国連総会があり、安倍首相はトランプ大統領に会うだろう。そこで最終合意が行われるのとはほぼ同時期に決定会合がある。まさか日銀がそのタイミングでトランプ大統領を怒らせて、TAG交渉を宙に浮かせることはないだろう。日銀が追加緩和のカードを使うとしても、この9月のタイミングで行うのは躊躇してしまう。

### オプションの再検討

7月末の会合で日銀は、「躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」と明確に述べた。これを素

直に読めば9月は必ず追加緩和はある。筆者は、9月は何か緩和策を打つとみる。問題はその中身である。

中国が人民元安を容認してきたことは、日本を含めて通貨戦争を引き起こすリスクを高めている。貿易促進の手段として為替を用いてはならないという原則は、今や守られなくなる一步手前にある。例えば、日銀の外債購入などという政策が採られれば、日米関係にひびが入り、通貨戦争に突入する。さすがに今はそうした人は、日銀のボードメンバーにはいない。

7月30日の総裁会見では、「4つの可能なオプション」が示された。(1) マイナス金利の深堀り、(2) 長期金利ターゲットの引き下げ、(3) 資産買い入れ、(4) マネタリーベースの拡大加速、そして、「これらの組み合わせや応用といったことも考えられる」と黒田総裁は述べている。

これらのうち、どれが最も円安誘導を実際に行っている訳ではないと申し開きがしやすいだろうか。まず、摩擦が最も少ないのは(2)だけを実施することである。すでに10年金利は $\Delta 0.20\%$ を下回って低下したから、そうした変化に応じて長期金利のレンジを $\Delta 0.3\sim 0.3\%$ へと広げる。受動的な調整ということで円安誘導と指弾されにくい。

次に、(1)+(2)の組み合わせ。素直に、イールドカーブを下方シフトさせる。短期を $\Delta 0.2\%$ にして、長期は $\Delta 0.4\sim 0.4\%$ に広げる。それでも、米国の $\Delta 0.25\%$ (あるいは $\Delta 0.50\%$ )よりは小幅の変化であり、為替には影響は限定されると説明する。このケースは、(2)だけよりは円安批判を受けやすいだろう。

さらに、(3)の選択肢をとり、ETFの買入れを年間6兆円から8~10兆円へと増額する。これならば、円安批判は起こらない。代わりに、為替レートへの影響はなく、実体経済へのインパクトも小さい。

### サプライズを演出するか

筆者は3つの選択肢を検討したが、(2)だけ、もしくは(3)だけの緩和は効果が乏しすぎる気がする。一方で、(1)+(2)の組み合わせは、トランプ大統領の「虎の尾」を踏む可能性があるから、本当に選択できそうかどうかには自信が持てない。だから、(2)+(3)によって効果を増やす方がよりありそうだ。

加えて、2020年春までとしたフォワードガイダンスを、2020年秋までに変更することはあるだろう。ただ、その実質的緩和効果はほぼない。

そのほか、金融機関向けの資金供給に、マイナス金利を適用する策を講じる可能性はある。ECBもすでにそれを実行している。リバーサルレートの批判に対しても、マイナス金利貸出は応えることができる。もちろん、円安批判には当たらない

もうひとつの論点として黒田総裁がサプライズを狙うかという点もある。(1)のマイナス金利の深堀りを行って、緩和効果を強調すると逆効果になる。だから、(2)+(3)で円安効果は限定的と強調して、サプライズを狙っていないという雰囲気では会合後の会見に臨むだろう。そこにマイナス金利貸出を追加して、金融機関への効果浸透を努めていると説明を加える。

9月の緩和があるとするれば、黒田総裁にとってはかなり苦しい立場で、「円安誘導にあらず」という弁明を要求されることになるだろう。

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、第一生命保険ない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。