

## 為替介入の限界と代替策

経済調査部 鳶峰 義清

### 6年半ぶりの為替介入

日本の政府・日銀は、9月15日に6年半ぶりとなる円売り介入を行った。ドル/円相場が1ドル=83円を割り込み、円高に拍車がかかることによって日本経済への悪影響が一段と強まることを避ける目的であった。介入は時間をかけて断続的に行われたとみられ、介入規模も2兆円程度と大規模なものになったと推察される。これにより、ドル/円相場は1ドル=85円台まで押し上げられ、円高の勢いは殺がれた。

しかし、為替市場関係者の多くは、これによって円高の流れが変わったとはみていないようだ。理由として、米国の方が金利水準が高く、引き下げ余地があるうえに、中央銀行（FRB）の金融緩和期待が大きいことや、為替介入が複数の国で行われる“協調介入”ではなく、日本だけが行った“単独介入”であるため、介入効果が小さいことなどが挙げられている。

### 実質短期金利は日本が圧倒的に高い

為替相場の変動要因として最も基本的なものは当該国間の金利差だ。特に、物価上昇の影響を除いた実質金利差は重要な変動要素だ。

ここで日米間の実質金利差を確認すると、短期金利で見た場合、日米とも名目短期金利はほぼゼロと同水準であるのに対し、インフレ率は日本が前年対比マイナスとなっているために、実質金利水準では日本の方が高くなっている。（例：名目金利（0%）－インフレ率（▲1%）＝実質金利（+1%））

過去のドル/円相場と日米実質金利差の動きを確認すると、日本の方が実質金利が高い状況では、ドル/円相場は一時的にドル高に振れることがあっても、基調としての円高は崩れたことが一度もない。したがって、足元の円高ド

ル安の動きは、こうしたファンダメンタルズに適ったもので、極めて正常な推移であることが分かる。

ちなみに、円安基調に転換するためには実質金利の逆転が必要条件となるが、日本のデフレが長期化すると仮定した場合、日本の実質短期金利は概ねプラス1%程度で安定する。一方、米国のインフレ率が今後も足元と同水準（+1%程度）で推移すると、米国の実質金利が日本の実質金利を上回るためには、名目短期金利が2%以上になることが必要である。このことは、2%程度まで米国の利上げが進むこととほぼ同義であるが、そのような利上げが行われる経済環境になるには、まだかなりの時間がかかると言える。したがって、足元の円高圧力は長期化する恐れが強い。

### 政策の方向性は円高阻止よりも悪影響阻止へ

日銀は10月5日、追加の金融緩和策を発表し、事実上のゼロ金利政策を復活した。併せて、広く資産を買い取るための基金を創設するなど、今まで以上に積極的な緩和姿勢を見せている。しかし、為替相場に与えた影響は限定的で、円安へと流れを変えることはできなかった。

そもそも、金利水準がゼロに近く、低下余地が限られているなかで、且つ米国も同様の政策をとっている現状では、金融緩和で為替相場の流れを根本的に変えることは困難だ。

むしろ、円高の急伸を抑えながら、円高によって生じる国内経済への様々な悪影響を封じる政策を検討した方がより前向きだ。そのために、政府・日銀は一体感をより強めていくことが望まれる。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）