



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第92回

為替介入は難しい



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

円安が進行している。2月のロシアのウクライナ侵攻開始から2、3割下がった。

そう書くとも責任をロシアに押し付けることになりそうだしそれも正論なのだが、円安の第一の原因は日米の金利差である。米国はインフレを抑え込むことを目的として金利を段階的に上げている。日本は低金利を維持しているため、ドルに資金が集まる。

もちろんエネルギー価格の高騰の影響も大きい。日本は自給率が低いので、原油・天然ガスの価格上昇で輸入額が増え、そのぶんGDPが下がる。

念のために言えば、エネルギー価格の上昇がすべて末端価格に転嫁されれば、GDPは落ち込まない。ただしこの場合、消費者の収入が変わらない(増えない)という前提を置くと、消費者の主な選択肢は「消費額を抑制する」「消費額は増やし、結果として貯蓄が減る」である。仕事をしている世代なら年収

の高い仕事へと転職できるかもしれないが、年金生活者にはこの選択肢がないので、消費を抑えながら貯蓄の目減りに耐えることになる。困ったことに預金金利はほぼゼロである。つまり消費は伸びないのでGDPも伸びない。だから円が売られる。

日銀が金利を上げない理由

日銀が低金利政策を続けている理由は2つある。第一は景気が良くないこと。そして第二は、日本が欧米と比べて物価上昇がそれほど大きくないからであろう。8月の消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合指数)は30年11ヵ月ぶりの上げ幅とはいえ対前年比は2.8%であった。2013年の異次元緩和時に目標とされていた2%と比べれば少し高いし、今後についても予断を許さないが、驚くような数字ではない。欧米は8〜10%である。日本はここで矛盾に直面することになる。

③日米の金利差が拡大し、さらに円安になる。付随的な問題が2つある。第一は、米国の中央銀行(FRB)が、利率をコントロールすることによってインフレを抑制しようとしているという点である。日本が米国債を売ることは、FRBのコントロールにとってノイズである。

関連して第二に、金利上昇で株価は軟調になる。軟調程度ならよい。暴落に細心の注意が払われているはずで、この観点からも日銀の介入はノイズに映る。つまり、円安を是正しようとして日銀が介入しても、円安にならないかもしれないし、米国の金融政策の邪魔になる。それなら前に進もうとは思わないだろう。

これに比べると、かつての円高への介入はかなり楽、あるいはやりやすい政策だったということができるように思う。流れとしては①日銀がドルを買う⇨米国債を買う⇨米国の金利が下落し景気を押上げる②金利下落で米国が株高になる③ドルへの実需が増えて円高が是正される

ということである。実際にこうなるかどうかはともかくとして、この論理が市場関係者に共有されれば、日銀の介入が円高の是正につながることを期待できた。米国の金利が下がるとますます円が強くなりそうだが、歴史的には円高は日本の対米貿易黒字で進んできた。つまり、あまり金利が重視されていなかったのである。

低金利は、景気を支えるためである。でも右に述べたように、日本だけ金利が低いままだと円安でGDPが下がる。昔なら円安で輸出が伸びて景気が良くなったのだが、今の日本は海外生産が多いので円安でもあまり輸出が増えない。

日銀はとりあえず金利を上げる気がない。理由は、円安の一因がエネルギー価格だからである。金利に手をつけてもエネルギー価格は動かない。とすると、残るのは為替への介入である。9月に入って、日銀は市場関係者に為替の「レートチェック」を行った。軽い「口先介入」で様子を見たということなのだろう。

そして9月22日、黒田総裁の「2、3年金利は上げない」発言で円は一気に145円まで落ち、財務省は24年ぶりに円買いの介入を実施したと発表した(念のために。日銀は政府の代理人として政府のお金で為替に介入する)。もちろん、日銀やFRBは金利や為替を完全に支配・コントロールすることはできない。それでも円高に際しては、日銀は一定の役割を果たしていたということができるのである。しかし円安局面では、有効な対策が見つかりにくい。

いずれ米国は利上げを嫌う

気に留めておきたいことが2つある。第一は、中国が米国債を大量に保有していることである。米国債は国外で7兆ドル保有されているのだが、図のように、保有高1位が日本、2位が中国である。

日本の財務省は米国債の売買について、米政府、FRBの意向をある程度「忖度」するはずである。忖度ではなくて協調するのかもしれない。しかし中国には忖度も協調も期待できないとすると、中国のドル売り⇨米国債の利回り高⇨人民元安という構図があり得る。中国は日本と違い通貨安で輸出が増えるので、現在の国内景気を考えると、人民元安に動くのが自然である。ロシアのような「資産凍結リスク」も念頭にあるかもしれない。

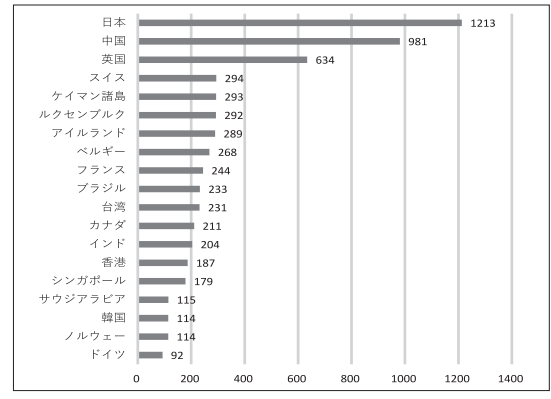
第二の問題は、米国の利上げもいずれ終わるといふところである。米国が利上げをしている間は、円安に介入してドル売り円買いをしやすくなる。しかしFRBが金利上昇を望まなくなった段階では、ドル売りは困る。もし中国がドルを売りに続けている場合はなおさらである。円とドルの問題なのに中国を気にかけねばならないのである。

景気動向

武藤泰明の
経営者目線で読む



図 国別米国債保有額 (10 億ドル)



資料：米国財務省(2022年5月末)
注1：中国は本土のみ(香港を除く)
注2：政府と民間部門の合計である