

2024年2月1日

日本は円安を止めることができるか

高千穂大学商学部 准教授
IIMA 客員研究員 内田稔

能登半島地震を受け、日銀のマイナス金利政策が長引くとの見方から、円は年初より全面安となっている。円安は輸入インフレを助長し、実質賃金の目減りを招くなど、総じて内需関連企業には逆風とされる。他方、グローバル企業の収益やいわゆるインバウンドには追い風との側面も合わせ持ち、その評価は割れている。ただ、2022年の秋に実施された円買い為替介入¹、2023年の円安局面で繰り返された強い調子の円安けん制発言²などに照らせば、日本の当局がこれ以上の円安を容認しない姿勢であることに疑念を挟む余地はない。果たして日本は円安を止めることができるのだろうか。

というのも、2022年9月の介入時、当日こそドル円は145円台後半から約5円も急落したが、折からのドル高地合いに抗えず、翌月には152円目前まで反発した。その点、規模を拡大した翌10月の介入後、ドル高円安に歯止めがかかった。そこに、12月のイーールドカーブコントロール（YCC）の長期金利の上限引き上げも相まって、2023年1月には127円台まで下げ幅を拡大した。こうしてみると、円買いの為替介入と金融政策の正常化といった組み合わせにより、円安の封じ込めに成功したと映る。もっとも、これには2022年10月以降、ドルがピークアウトを迎え、下落に転じた影響が強い。実際、介入が実施された10月21日から1ヶ月間の対ドルでみた円の上昇率は+3.88%と円を除く主要通貨の上昇率の平均、+3.82%と差はないに等しい³。金融政策の正常化にしても、円高をもたらす効果は長続きしていない。日銀はこれまでに2022年12月を含め、計3回の長期金利の上限引き上げを行い、長期金利は最高で1%に迫る場面もみられた。それでも、現在の円相場は対ドル、名目実効為替レート of のいずれでも2022年12月より円安水準にある。結局、これまでの円買いの為替介入、金融政策の正常化のどちらも円安を止める決定打とはなっていないようだ。

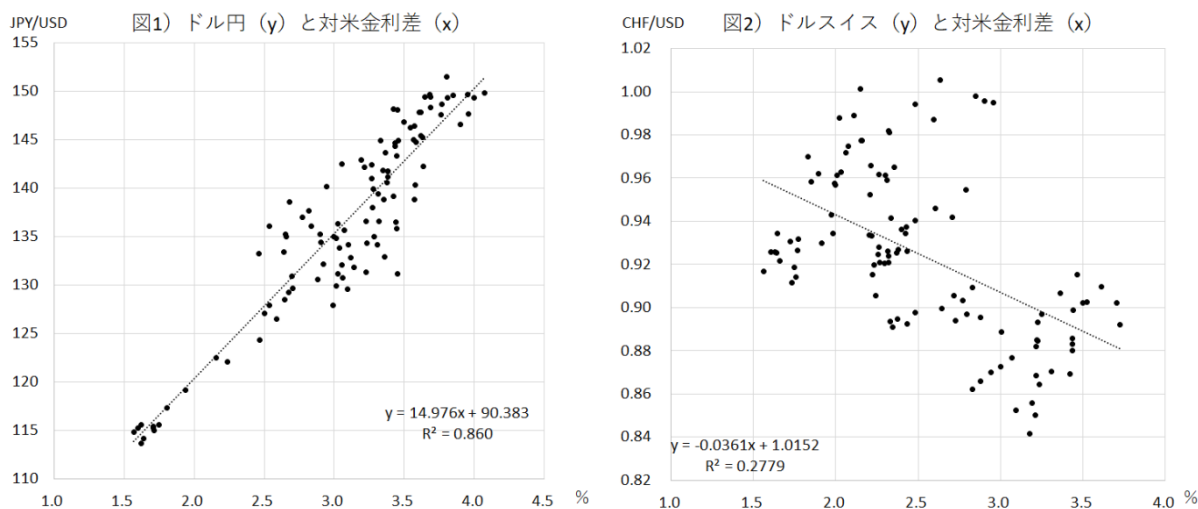
その点、スイスフラン（CHF）の動きが目を引く。ロシアの軍事侵攻後、総じてドル高が進んだが、主要通貨の中で唯一、対ドルで上昇しているからだ。しかも、他の主要

¹ 2022年9月22日（約2.8兆円）、10月21日（約5.6兆円）、24日（約0.7兆円）の3日（カッコ内は介入額）

² 例えば、神田真人財務官は2023年11月1日、報道陣から為替介入の可能性を問われ、「スタンバイです」と発言

³ NZD (+6.12%)、GBP (+4.60%)、SEK (+4.30%)、CHF (+4.10%)、EUR (+3.85%)、AUD (+3.54%)、NOK (+2.62%)、CAD (+1.43%) の平均。カッコは対ドル上昇率。

通貨とおなじく、スイスの対米金利差もドル高スイスフラン安を示唆しているにもかかわらず、である（第1図、第2図）。



対米金利差はそれぞれ「米国－日本」、「米国－スイス」（2022年以降の名目長期金利の週次データ、Bloomberg）

そこで、2022年以降のスイス中銀（SNB）の政策を振り返ると、政策金利を▲0.75%から+1.75%まで計250bps引き上げている。その結果、インフレ率を差し引いた実質政策金利はマイナス圏をほぼ脱している⁴。また、CHF買いの為替介入も併用してきた。SNBは為替介入をインフレ抑制の補助的手段と位置付けて、これまでに累計約1,010億スイスフランの為替介入を実施した。これは、2022年の名目GDP比、約12.9%に相当し、日本の介入が同約1.6%だったことに比べ、その差は歴然としている。こうしたSNBの政策を日本に当てはめるなら、まずYCCの短期金利を少なくともインフレ率と同程度に引き上げ、実質政策金利をマイナス圏から引き上げる必要がある。金利に関しては、長期金利の場合、海外金利の動向や需給など日銀の手の及ばない要因にも影響を受ける為、日銀が主体的に円安を止める手段は長期金利ではなく、短期金利の引き上げだろう。次に、政府も円買い為替介入の規模拡大を検討しなければならない。SNBに倣えば、約75兆円を投じる計算となるが、金利、為替介入の両面でこうした対策を講じれば、確かに円安の風向きも大きく変わりそうなものだ。

とは言え、いずれも現実的ではない。日本経済の需給ギャップは、途中コロナ禍を挟んだにせよ、10年以上に及ぶ大規模緩和によって漸くマイナス圏からの脱却が視野に入ってきたばかりだ。そこに、インフレ率と同程度の短期金利の引き上げとあつては、日本経済も対応できないだろう。為替介入も複雑だ。大規模な外貨売り円買い介入は、その原資の確保に外貨準備で保有する多額の外国債券の売却を要する。これは、海外金利の上昇を通じて海外経済に影響を与える上、金利差の拡大が円安圧力となって、介入効果を減殺するおそれもある。そもそもスイスと違い、経済大国である日本の大規模介入が国際的に受け入れられるかどうかも疑わしい。

⁴ 2023年12月の消費者物価指数（総合）は前年比+1.7%

改めて円を取り巻く需給環境をみると、貿易赤字が構造的に定着しつつあり、企業による対外直接投資も活発だ。新 NISA の開始に伴い、個人マネーによる対外証券投資も勢いづく可能性がある。しかも高額な為替ヘッジコスト⁵に照らせば、対外証券投資は、円安に直結しやすい「為替ヘッジなし」が選好されよう。このようにしてみると、今年も一定程度の円安圧力が残る上、日本が円安を止めることができるのか、疑念も残る。各経済主体においては、今年も円安の継続を前提とする必要があるだろう。対ドルの名目為替レートで言えば、135 円を超える円高の定着は見込みにくく、150 円を超える円安進行の可能性も否定できないのではないかな。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

⁵ 為替ヘッジコストは日米金利差とベークスワップスプレッドの合計。円投ドル調達が必要が強く、殆どの場合、ヘッジコストは日米金利差よりも高い。