

## 時論

### 「複合円安」への向き合い方

円安が止まらない。日本政府が1ドル=160円を超えた辺りで介入しているので、今のところその水準が日本政府の許容範囲という認識が為替市場で共有されており、それ故に160円を大きく超えるには至っていないものの、介入で円高に戻しても再びじりじりと円安に戻るといった流れは変わっていない。

この先のドル円レートの見通しを問われると、日本は利上げ、米国は利下げという前提で日米金利差の縮小が円高要因になるというのが基本的な考え方になるが、これ以外に複数の要因が重なった結果、金利差縮小に匹敵する、あるいはそれを上回る円安圧力が生じつつあるという可能性も徐々に意識されてきたように見える。

最初に挙げられる要因は、日本経済のファンダメンタルズの変化である。成長期待格差の定着が、NISAなど日本人が資産運用を検討する際に海外資産に流れる割合を高めている他、世界貿易における競争力低下で貿易収支が赤字に陥りやすくなったことも大きい。かつては「有事の円高」と言われ、いわゆるギリシャ危機の期間には何か採め事があると円高に振れていたし、東日本大震災直後の時期は日本にとって全く好ましくない、原発事故を含む震災被害の拡大さえもレバトリエーションという理由で円高要因とされていたが、今では逆で、とりわけ2月末以降の中東情勢の緊迫化による原油価格上昇は貿易赤字拡大を想起させることで円安要因になっている。

加えて現政権の経済政策に関するスタンスが、為替市場では円安要因と受け止められている、言い換えると必ずしも肯定的に受け止められていないことも大きい。先進国の中で政府債務比率が最も高くなってきたこれまでの財政政策を「行き過ぎた緊縮財政」として今後の拡張姿勢を示したことで、総じて財政規律への配慮が小さいと見られているのがその最たるものである。財政に対する責任を測る指標を政府債務GDP比率の引き下げにしたことに関しても、確かにこの比率はここ数年下がってきているが、比率低下をもたらした名目GDP拡大は、日本政府の政策の成果というよりも、コロナ禍での供給制約やロシアのウクライナ侵攻をきっかけにした世界的なインフレの影響によるところが大きい。このため、政府債務GDP比率の低下を目標に据えることは単なる現状の延長を企図しているように見えかねない。加えて、度々日銀の利上げを牽制しようとしているとされていることも、金融政策が財政従属(Fiscal Dominance)に陥る、あるいはそのように解釈されるという決定的な事態をさほど懸念していないように見えやすく、それが円安要因になっている可能性もある。

この他に個人的に重要だと思っているのが、今の政府がマクロ経済や金融市場を、期待も含めてかなりの程度コントロールできるという前提に立つ一方、市場ではその前提に対する懐疑や副作用への懸念が根強く、この点の認識ギャップが拡大している可能性である。例えば、積極財政のスタンスに立った政府の投資主導で民間含めた投資を拡大させようとする一方、クラウディングアウトという経済学の初歩で教わる事象が生じる虞は、今のような金利上昇下にもかかわらず考慮されていないように見える。この前提に立つと、原油先物に介入して価格を抑えようとしたという情報も、あくまで報道ベースのものなので真偽は不明ではあるものの、期待を含め市場をコントロールしようという考えに立って検討したというも納

得がいく。こうした考え方は、2013年の導入時から期待に訴えることを前面に出した異次元緩和や、教科書的には市場が価格を決めるべき長期金利を直接操作するイールドカーブコントロール(YCC)を採用したかつての日銀と共通しており、今もあの路線を継承していると考えるとわかりやすい。しかし YCC も結局は海外金利上昇という環境変化を受けて上限の緩和を余儀なくされたし、似た施策で豪州準備銀行が一時採用した国債利回りをコントロールする Yield Target も金利上昇圧力が高まる中で撤回せざるを得なくなり、その後同行からは「景気回復に伴い起こりうる事象が変化中、イールドターゲットは適していなかった。」「2021年後半の出口は無秩序で、債券市場のボラティリティ拡大と市場の混乱をもたらした。この経験は、RBA の信認を傷つける結果になった」と率直に省みる声明が出されている。「責任ある財政政策」の柱である政府債務 GDP 比率の継続的な低下も、その裏では金利を名目成長率よりも低い水準に長期間抑制できると考えているのではないか。こうした疑念が、金融市場に懸念を抱かせる理由の一つになっていても不思議ではない。

更には、政権が重用する「識者」が高圧経済を目指す方針を打ち出す中、政府としても、国内製造業や観光セクターの稼働率を少しでも上げることを企図して、更なる円安を許容しているのではないかという見方もある。だとすると、160円を超える水準で「投機的な動きは看過できない」として円高に戻すのは一貫性を欠く。為替市場がこうした「ちぐはぐ感」を抱いていることが、円安圧力が収まらない主な理由なのではないか。

急激な円高と急激な円安のどちらが日本にとって厳しいかという問いは、程度や状況によるので一概に答えを出せるわけではなく、筆者自身もリーマン・ショックやギリシャ危機の時のような極端な円高を歓迎するものでは勿論ないが、過去数十年に亘って望ましくない円高への対応は経験してきたのに対して、逆の円安進行に対しては我々の経験も知見も乏しいことを踏まえると、円安の方が対処は難しく悪影響が拡大しやすいとの見方も成り立つ。そして介入してもその効果がごく一時的なものに留まるといふ事例が積み重なると、円買い介入は円売りと異なって介入原資が有限ということもあって、介入で歯止めをかけるのは徐々に難しくなっていく。今のように財政信認に対する懸念が出てきている状況では尚更である。この先トリプル安で財政破綻に一気に近づくといった想定は現時点ではまだ極端なものに近く、逆に結果として現在の政府のスタンスが奏功して「うまく行く」ことも有り得る。しかし、自らの考えと金融市場の受け止め方にギャップがあってそれが拡大し始めた可能性があることと、マクロ経済や金融市場をコントロール出来る余地は自らの想定よりも小さい、あるいは環境の変化で今までは問題ないと思っていた状況でも支障が出るかもしれないといったことは謙虚に受け止めた上で、政策スタンスやその発信の仕方を検討していく必要がある。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。