

政府・日銀は円安と物価高にどう対応すべきか

熊倉正修（明治学院大学国際学部）

今年初めから急速に円安が進行し、9月末に政府が為替介入に踏み切るなど、為替レートを巡る話題がマスメディアを賑わせている。議論になっているのは、「これは良い円安か、悪い円安か」、「為替介入は効果があるのか」、「このまま円安が止まらなくなるのではないか」、などである。以下は、これらの問題に関する筆者の考えである。

良い円安か悪い円安という話は止めた方がよい

英語では、自国通貨の価値が安すぎる状態を *undervaluation* と呼び、自国通貨が安くなることを *depreciation* と呼ぶので、両者の違いが明確である。しかし日本語の「円安」はこれらいずれの意味にもなり、議論の混乱を招きやすい。

原則的には、自国通貨がもともと高すぎる時に安くなることは望ましく、もともと安すぎる時にさらに安くなることは好ましくない。景気改善に役立つ円安なら何でも歓迎すべきだと言う人もいるが、それは近視眼的な意見である。

ある時点で円が水準として高すぎるか安すぎるかを判断することは必ずしも簡単でない。しかし世界中で貿易されている商品の国内価格が外国の価格に比べて極端に高くなったり安くなったりする為替レートは適正水準でない可能性が高い。同様に、日本企業が国内と海外で商品を販売しているとして、一方の市場の利益率が他方の利益率より著しく高くなる状態も長続きしないことが多い。

図表 1 上段のグラフは、円とドルの為替レートと日本の輸出企業の採算レート（これ以上円高になると採算割れするという損益分岐点に当たる為替レート）を辿ったものである。

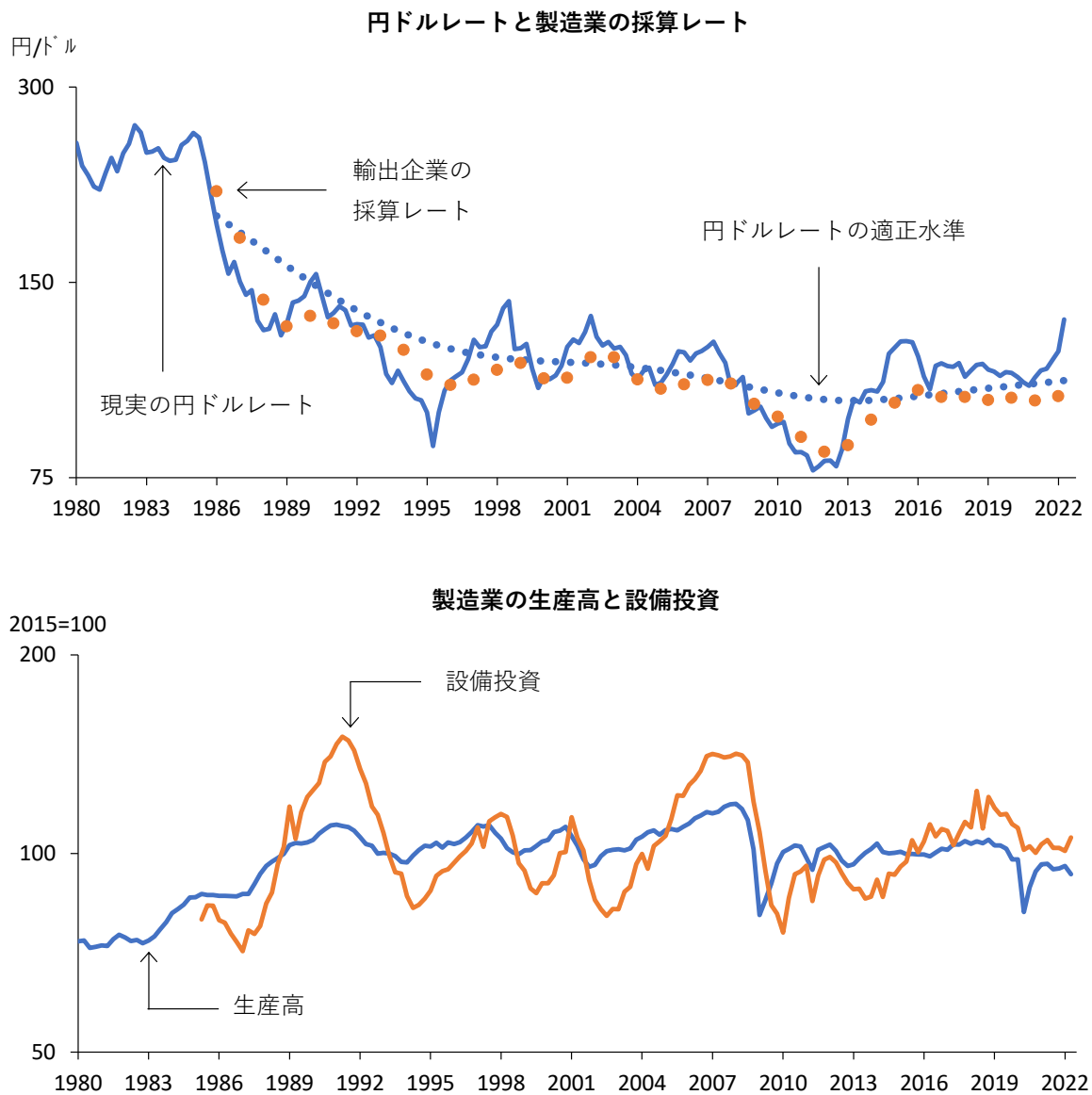
採算レートが実勢レートを後追いしているように見えるのは、先に実勢レートが動いてしまった場合、企業が生産する商品を入れ替えたり、日本と外国の生産拠点の間で生産活動の調整をしたりする必要に迫られるからだ。しかし長期的には内外の賃金や生産性の動向に応じて採算レートが決まり、その周辺に現実の為替レートが回帰することが多い。

データが存在する 1986～2022 年に関して現実の為替レートの採算レートに対する比率の平均値を計算すると、約 1.053 になる。つまり輸出の利益率は 5% ぐらいである状態が標準的で、それを大幅に超えるような状態は長続きしないことが多い。

最新の 2022 年 1 月調査における採算レートは 1 ドル＝100.2 円であり、それに 1.053 を乗じると 1 ドル＝約 105.5 円になる。その後、資源価格の高騰などにより生産コストが増加したが、それは外国でも同じである。

現時点の採算レートはもう少し円安になっている可能性が高いが、輸出産業の平均的な

図1 為替レートと製造業の生産・設備投資動向



(注) 上段グラフの採算レートは輸出を行っている製造業企業に関する平均値。下段の設備投資は財務省の法人企業統計の投資額を日銀の企業物価指数(投資財指数)で除して実質化したもの。上下どちらのグラフも変数間の比率を明瞭にする目的で縦軸に対数目盛を用いている。

(出所) 日本銀行、内閣府経済社会総合研究所、財務省の統計をもとに作成。

の採算レートが 120 円を超えているようなことは考えにくい。事実、ここしばらく大手メーカーが続々と業績予想を切り上げている。

過剰な円安が続くことの一つの問題は、企業の長期的な計画が攪乱されやすくなることだ。足元では工業製品メーカーの設備投資が増えて景気を牽引している。しかし日本の工

業製品メーカーは海外投資を増やしており、国内の生産高は減少傾向にあるので、一時的な要因によって国内投資が増えすぎることが望ましくない。図表 1 下段のグラフに示されているように、バブル期やリーマン・ショック前の時期には製造業の設備投資が生産高を大幅に超えて増加し、後に大きな揺り戻しを惹き起こす原因となった。

為替介入より外貨準備の整理・圧縮が課題

日本では為替レートが大きく変動する度に「政府・日銀が為替市場に介入すべきだ」という声が出る。しかし先進国の中でそのような国は少ない。外国では為替介入がそう簡単に効果を発揮しないこと、無茶な介入を行うと却って面倒なことになることが理解されているからだ。

図表 2 上段のグラフには、円ドルレートの推移と過去の為替介入の金額を示している。ここには示していないが、民間部門の内外資本移動の規模は最近になるほど大きくなっている。当局がそれに立ち向かって相場を動かそうとするなら、無制限の介入を行う決意が必要である。

しかし 2011 年後半の 1 週間に 10 兆円近い円を売った大規模介入ですら、大した効果を持たなかった。グラフでは介入後に為替レートが反転したように見えるかもしれないが、実際にトレンドが変化したのは最後の介入から数か月から半年以上経った後だったケースが多い。これらは介入の効果ではなく、あるべき水準への自然な回帰だったと思われる。

ところで、円高恐怖症が根強い日本では、過去 30 年間の為替介入のほとんどが円売り介入だった。その結果、政府が保有する外貨資産が 200 兆円に迫る水準に達している。

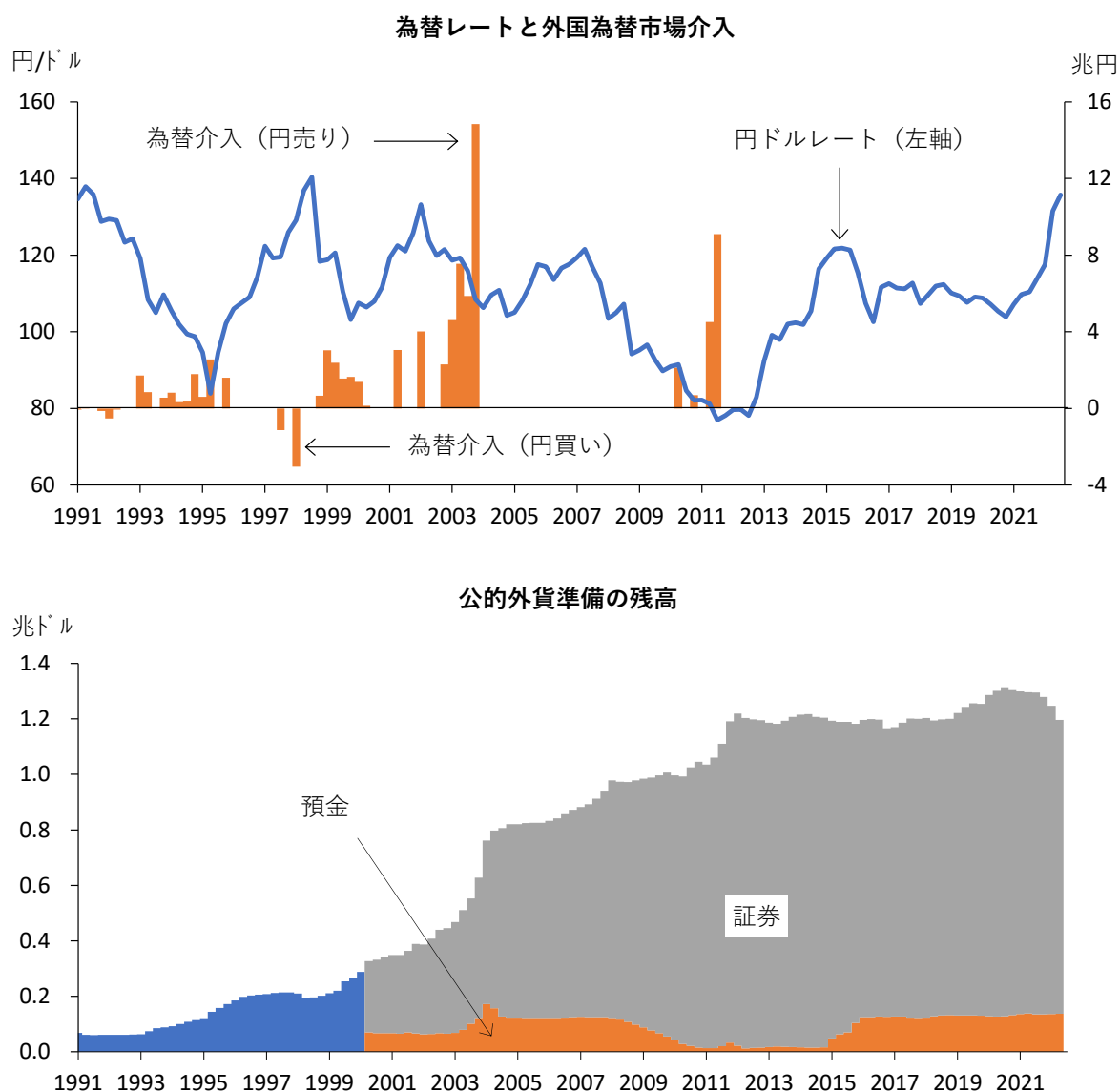
この際だから、それを使って円買い介入を行えばよいではないかと言う人がいるかもしれない。しかしそう上手くいくだろうか。

図表 2 下段のグラフは、日本の公的外貨準備の残高の推移である。外貨準備の中で直ちに取崩して為替介入に利用できる預金は僅かであり、それ以外は米国債などの外貨証券に投資されている。

外債を売却することは可能だが、それを大々的に行えば金融市場を混乱させる可能性が高い。一方、預金の大半は外国の中央銀行口座に保有されている。それを引き出して円買い介入を行えば、何をやっているのかが外国当局に丸見えである。

日本政府の外貨資産は財務省が発行する短期証券によって支えられている。すなわち、政府は巨額の為替リスクと金利リスクを負いつつ、資産と負債を両建てで膨らませている。欧米の先進国の中で政府や中央銀行がこのようなことをして平然としている国は存在しない。

図2 外国為替市場介入と公的外貨準備



(注) 外貨準備は金や SDR 等を除く。内訳のデータは 2000 年第 2 四半期から。

(出所) IMF、財務省、日本銀行の統計をもとに作成。

日本政府が今やるべきは、マスコミやマーケットに煽られる形でアドホックな介入を行うことではなく、外貨資産と円債務を計画的に整理することである。他の先進諸国を標準とするなら、政府の公的外貨準備のうち 90% くらいを売却してもおかしくない。保有外債が償還されたら再投資せずに資金を円転し、その資金を用いて円の債務を圧縮すべきである。計画的に外貨を売って円を買うオペレーションを行い、最近のように相場が崩れた時にだけ一時的にそれを停止すれば、為替介入と同じ意味を持たせることもできる。

円安・インフレのスパイラルは起こりうるか

今回の円安は資源価格の高騰と同時に進行したため、円安とインフレのスパイラルが生じる懸念する人もいるようである。しかし以下で説明するように、そうした事態が発生するのはもともと国内の政策に問題があった場合に限られる。

例として、いま、国際市場で原油や原料品の価格が急上昇したとしよう。投入財の価格上昇は企業の生産コスト増を通じてインフレ要因になるが、それはどの国でも同じである。エネルギーの輸入依存度の高い日本の通貨が一時的に安くなることはあっても、それ自体が原因で円安が止まらなくなることはない。

別の例として、特段の理由なく円が外国通貨に対して大幅に切り下がったとしよう。円安は輸入品の価格上昇をもたらすが、円の減価率を超えて輸入品の価格が必然性はない。輸入価格の上昇の一部は国内価格に転嫁されるが、そうした効果は当初の円の減価に比べてずっと小さいはずである。

物価高に押されて賃金が上昇した場合、為替レートの適正水準が切り下がる可能性があるが、当初の円安と同じだけ安くなることは考えにくい。仮にそれが生じたとしても、話はそこで終わりである。つまり、一回限りの資源高や円安だけが原因でインフレと通貨安が止まらなくなる理由はない。

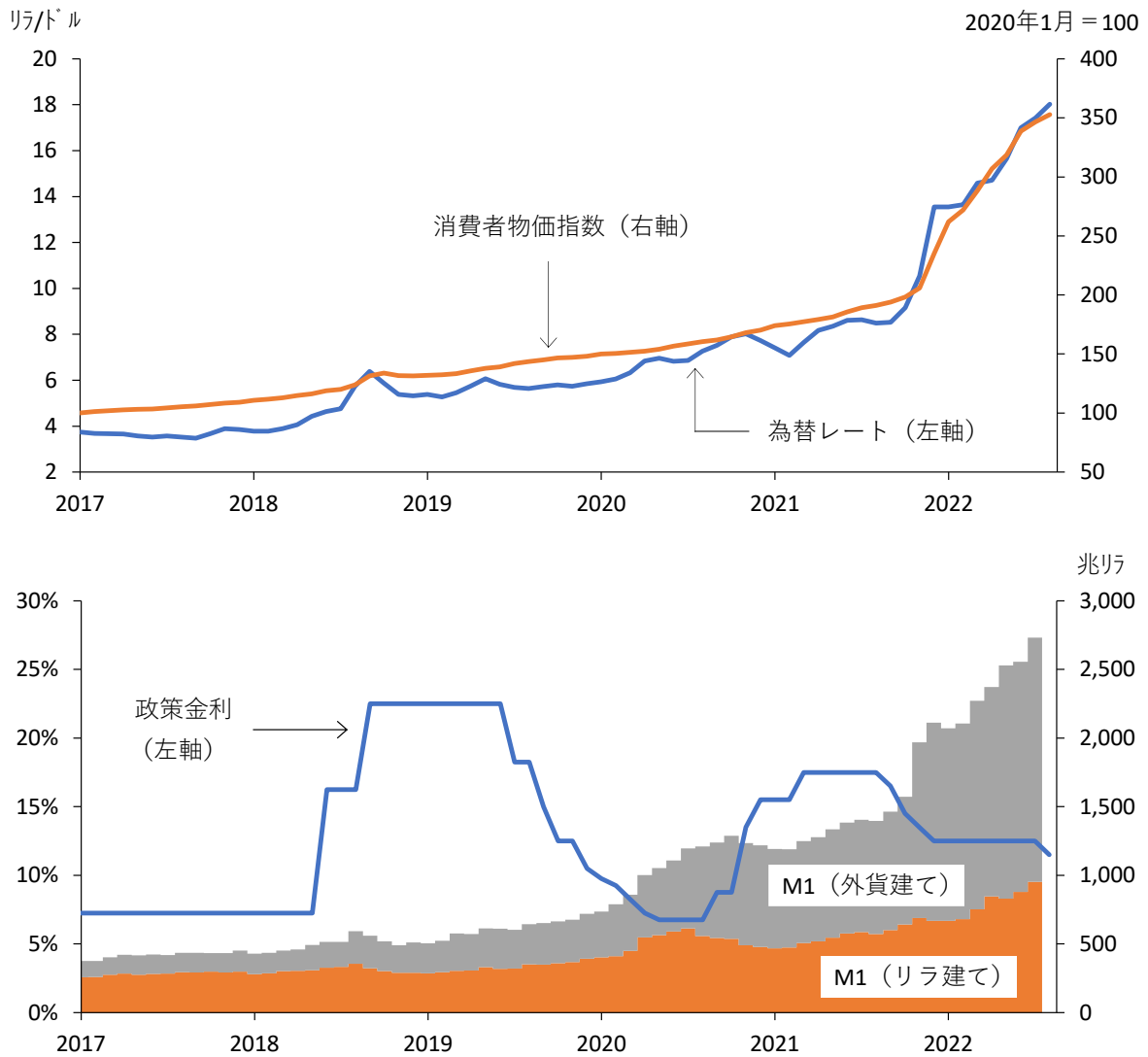
開発途上国では急激な自国通貨安とインフレが同時に進行する事態がしばしば発生するが、その多くは政治によって金融政策が歪められているためである。最近の好例はトルコだろう。トルコはOECDにも加盟している比較的豊かな国だが、ここ数年、明らかにまずい政策が行われてきた。

トルコは2000年代初頭に経済危機を経験した後、時間をかけてマクロ経済と財政の立て直しに取り組んできた。しかし2017年に憲法改正が行われ、翌年の大統領・議会選挙が視野に入りだした頃から財政管理が緩み始めた。米国との関係悪化がきっかけとなり、2018年にはトルコ・リラの対ドル相場が急落する「トルコ・ショック」が発生した。

こうした時に当局がやるべきは、財政と金融を迅速に引き締め、海外投資家の不安鎮静化に努めることだ。しかしエルドアン現大統領は「金利を下げると（企業の資金コストが減るので）インフレ率も低下する」と言って聞かず、中央銀行総裁を罷免するなどして不安を煽った。

その後、コロナ対策として金融緩和が行われた後、中央銀行はいったん引締め舵を切った。しかし2023年に次の大統領・議会選挙が予定されていることもあり、政府は財政管理より景気浮揚を優先したい状況にある。金利の上昇は政府の財政管理をいっそう難しく

図3 トルコのマクロ経済指標



(注) 消費者物価指数は季節性商品を除いたベース。M1は現金流通量と預金残高の和で中央銀行預金を含む。

(出所) トルコ統計局と中央銀行のデータをもとに作成。

という問題もある。

政府が利上げに抵抗しているうちに実質金利は大幅なマイナスとなり、国民の間ではリラ建ての預金からドル預金への乗り換えが進んだ。政府は預金のドル化を食い止める目的でリラ建て預金の利息を補填する政策を打ち出したが、それによって財政支出が拡大し、貨幣量がいっそう増加する悪循環に陥っている。

こうした政策は明らかに合理的でないが、日本はトルコを笑えるだろうか。原因が何で

あれ、中央銀行は状況の変化に応じて迅速に金融引締めへ舵を切れるよう準備しておくべきだし、政府はそのための環境づくりに協力すべきである。

トルコと異なり、日本では政府が日銀の金融政策に露骨に介入しているわけではない。しかし国債の大量購入を標榜する人物を選んで日銀の政策委員会に送り込み、日銀の国債買い支えが永続することを前提としているとしか思えない放漫財政を続けている。中央銀行の金利決定権を政府が実質的に制限しているという意味で、日本とトルコの状況は大差ないようにも見える。

日本のインフレは現時点では極めてマイルドであり、すぐにトルコのような事態が発生する状況にはない。しかし日本でも円預金を外貨預金に乗り換えることは容易だし、現在の状況がいつまでも続くことを当てにすべきでない。政府と日銀に求められているのは対処療法的な円安や物価高への対応ではなく、これまでの財政・金融政策の過ちを認めて出直すことである。