

海外発「円安封じ」は現状で見込み薄

各国でインフレ警戒や金融引き締め＋財政拡張

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/4/1 (金)

為替相場では全般円安の持続余地が焦点になっているが、現状段階で「海外発」の円安牽制や円安封じは見込み薄となっている。各国でインフレ上昇への警戒が高まっており、通貨高の是認や志向の流れとなっているほか、ポリシーミックスはインフレ抑制の金融引き締めと、物価高・コロナ打撃・安保強化などに対応した財政拡張となっており、金利上昇と通貨高に作用する。かたや日本では金融緩和と財政拡張の堅持が通貨安要因となるうえ、物価上昇圧力に対しての金利上昇抑制策は実質金利を押し下げている。

海外発の円安不満や牽制、関心自体が見られず

「日銀による金利上昇抑制への強い覚悟は、政策信認の断固維持のほか、コロナ打撃配慮を含めた企業金融の年度末サポート目的があるのだろう。同時に金利抑制と実質的な円安後押しで企業の収益を側面支援し、物価高対応として、企業や岸田政権に賃上げ対応の努力を迫るメッセージも意識される」――。

ある内閣官房の経済担当者は、このような解説を行う。

タイミング的に日銀としては、ちょうど約1年後の来年4月に黒田東彦総裁の任期が迫ってきた。その中で日銀による大胆な政策行動については、金融政策が専門の雨宮正佳現副総裁による総裁昇格への官邸・与党アピールや、日銀全体としての物価2%目標達成に向けた黒田氏「花道」支援、花道支援を含めた雨宮氏の「黒田氏からの後継指名固め」といった勘繰りも囁かれている。

日銀人事との関係憶測は別にして、日銀による円安進展下での金利上昇抑制策は、改めて日銀の円安黙認姿勢を示すものとなった。政府サイドも3月30日の岸田文雄首相と黒田総裁の会談後、黒田氏は「首相から特に要請はなかった」と説明しており、円安に対する当座の様子見が示唆されている。

しかも政府サイドでは岸田首相の経済ブレーンであり、財務省出身である木原誠二官房副長官が3月27日、フジテレビの討論番組で、「(原材料や資源価格の上昇に伴う)コストプッシュ型のインフレの下で、金融政策を引き締めるのはなかなか難しい。引き続き緩和だ」と発言した。実質的に円一段安の可能性を秘めた日銀の緩和維持に支持を表明している。

すでに為替相場のドル/円はドル高・円安の加速により、3月29日時点で月間ドル高値の前年同月比・変化幅が+14円前後のドル上昇幅となってきた。同変化幅のトレンドを示す6カ月移動平均は、+10円

幅に切り上がっている。

1980年代以降、「6カ月平均で前年比+10円超え」というドル高モメンタムの高まりは8回の実績がある。その前後での前年比ドル上昇幅のピークは、全ケースで最低でも+15円幅から+20円幅超という高確率のパターンが繰り返されてきた。今回の場合、今後のドル高値の参考になる昨年の月間高値は、昨年4月から12月が110円から115円となっている。最低+15円の前年比プラス幅としても、年後半にかけて125円から130円方向を目指す可能性は非現実的ではない。

一方で過去の円安加速の場合、米国や欧州のほか、中国・韓国などアジアからの円安不満や円安牽制が、円安歯止めのきっかけとなるケースがあった。今回も29日には財務省の神田真人財務官が、米国のアンディ・ボーコル財務次官代行と為替に関して協議したことが明らかになっている。

しかし、現状の29-30日時点では、米国からの円安・ドル高懸念のほか、海外各国からは円安牽制どころか、円安への関心すら見られていない。米国では現在、供給制約などにウクライナ戦争が加わる中で物価高騰が政治問題化しており、輸入物価などインフレの抑制につながるドル高は受忍できる環境にある。

日本は金融緩和＋財政拡張を堅持、通貨安要因

他国も同様にインフレ上昇に苦慮している状況だ。その中で過去の世界景気の逆風時に繰り返されてきた「輸出テコ入れなどのための通貨安競争」は大きく後退。現在は世界各国で、通貨高を是認・志向する流れとなっている。海外の金融政策では米FRBのみならず、欧州など各国中銀から緩和の見直しや引き締め姿勢が見られており、政策の整合性として自国通貨高や円安を牽制する状況にはない。

おりしも米ウォールストリート・ジャーナル紙は29日、「円安進行でも問題なし、日米が黙認する理由」、「ドル高は物価高騰に苦しむ米国民の痛みを軽減、米は日本に介入求めず」、「(ドル高・円安は)インフレ率が8%近くまで跳ね上がっている米国にとっては追い風」と伝えている。

しかも米国などの海外各国では、経済政策のポリシーミックスとして、インフレ抑制に向けた金融政策の引き締め方向と、物価高・コロナ打撃・安保強化などに対応した財政政策の拡張方向が明確化されつつある。経済学の伝統的な「マンデル＝フレミング・モデル」などとの関連でいえば、金利上昇と通貨高の方向に作用するものだ。

反対に日本では現在も日銀が金利上昇の抑制策を再強化させる一方、政府・与党は物価高やコロナ対策として、補正予算や予備費活用による追加の財政支出を検討している。金融緩和と財政拡張というポリシーミックスは、通貨安の要因となり得る。木原官房副長官も27日に「金融政策は引き続き緩和だ」としながら、「財政の役割が大きい。きちっとした投資を財政でやっていくことが重要」と明言している。

しかも日本では物価上昇の圧力が高まりながら、日銀は10年債金利を政策的な許容上限である0.25%で抑え込む姿勢を再アピールしている。当座は「名目金利－物価変動率」で算出される実質金利の低下余地が意識されやすい。すでに東京都区部のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）前年比との比較では、昨年11月から今年3月にかけて実質10年債金利はマイナス化が定着している。

同時進行で日本では資源輸入金額の急増などにより、貿易収支の赤字が定着し始めた。「実質金利のマイナス低下と貿易赤字の拡大」という同時継続は、円安余地の拡大要因となる。

過去にこうした同時現象は、2014－2015年にかけて観測された。ドル/円は125円超えまでドル高・円安が進行している。その前では1997年に実質金利のマイナス化と貿易黒字の抑制局面があったが、ドル/円は翌1998年に147円超えまでドル高・円安がオーバーシュートしている。

現在のドル/円については、ロシアと中国の脅威増大や新冷戦、反グローバル化、世界経済の分断化とブロック化などもドル高・円安要因として注目されている。具体的には世界的な低インフレの終焉と自由な貿易往来の制限、米国など海外での物価上昇と金利上昇、資源・食糧などの輸入依存国である日本の苦境と貿易収支の悪化、貿易立国である日本の輸出制約、日本でのデフレ・円高圧力の減退といった

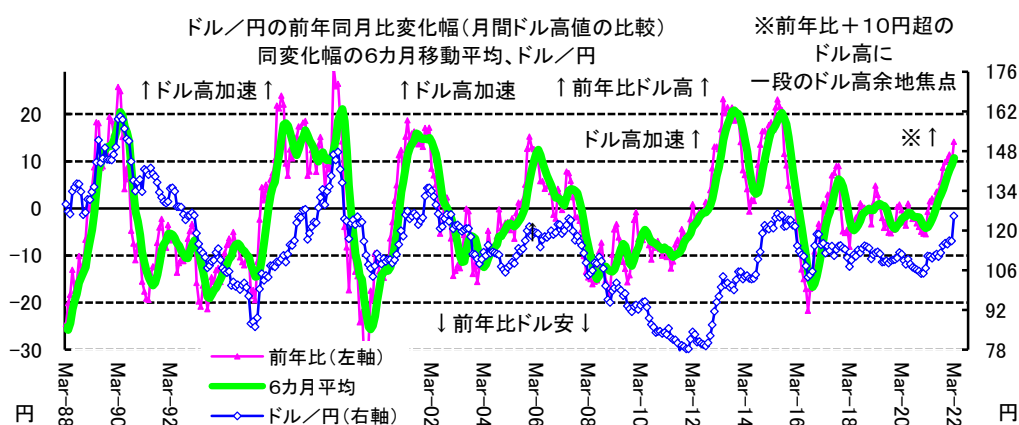
要因だ。

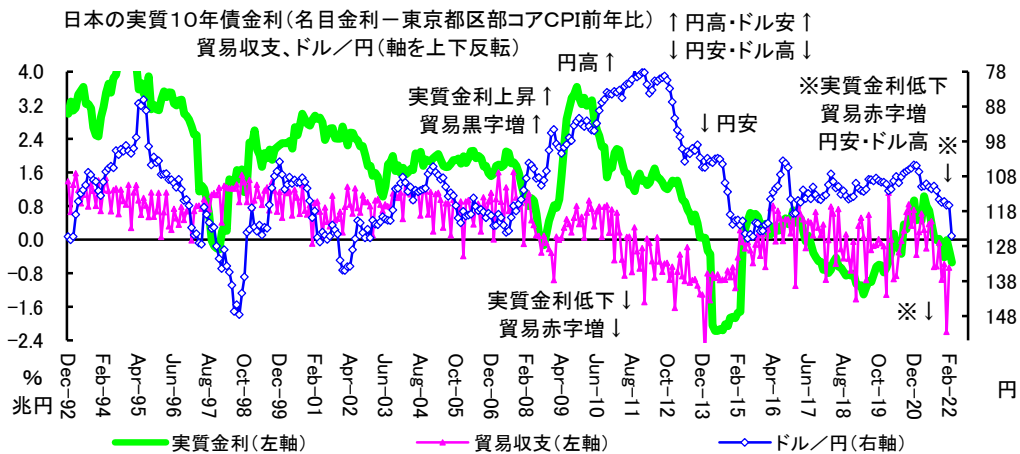
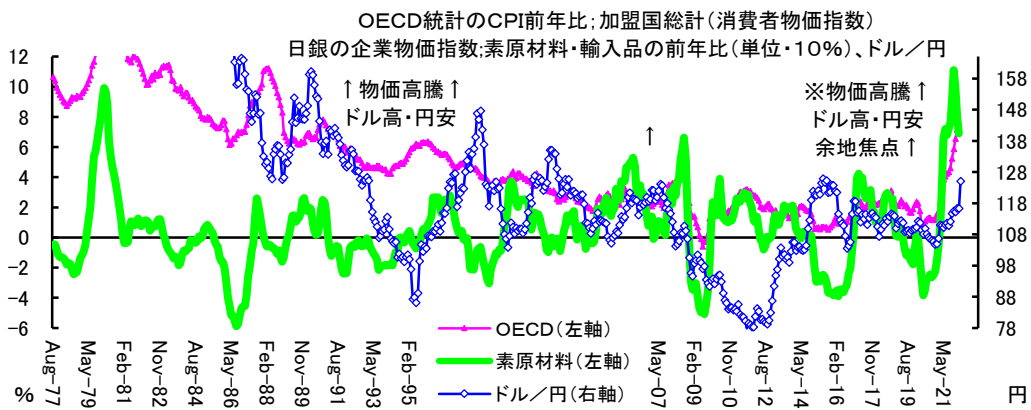
こうした時代変化について、旧大蔵省（現財務省）の内海孚元財務官（退官後は慶応大学教授など）は、2013年3月の段階から「1971年のニクソン・ショックから、2012年まで続いてきた円相場の長期的な右肩上がりにはもう終わった。長期円高の背景は、20年以上前に起きた共産主義圏の崩壊が構造変化の主因であった」と先読みの分析を行っている（ブルームバーグ・インタビュー）。

1980年代の後半に旧ソビエト連邦（現ロシア）が崩壊し、東西冷戦が終結。その直後から旧西側の市場経済には旧共産圏諸国が雪崩れ込み、市場経済の人口規模は10億人規模から約5倍へと急膨張した。その結果、「一次産品価格が需要増で上昇する一方、製品価格は安価な労働力の流入で下落する」（同氏）という猛烈なデフレ圧力が掛かった。日本は一次産品を輸入し、付加価値を付けた製品を輸出する加工貿易国なので、「交易条件が長期的に悪化する」（同氏）という長期逆風に見舞われてきた経緯がある。

しかも東西冷戦の終結は、米国にとって「共産圏脅威の防波堤」としての日本の重要性を一気に低下させた。それが1990年代から日本叩きによる円高圧力を後押しさせたほか、日米関係が冷却化する局面もあった。同時進行で1990年代からは、米国が中国の経済成長取り込みのために対中融和を強化。米国による経済面での「日本軽視（通商面では日本敵視）」と「中国重視」という潮流もまた、日本に対して東西冷戦終結に伴うデフレ圧力を倍加させる不運をもたらしている。

今後は米欧と中国・ロシアの対立再開を含めた新冷戦へのパラダイム・シフトを受けて、「東西冷戦前後からの円高」の反動巻き戻し余地が注視されそうだ。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。