

日本の為替介入と各国で強まるドル高への不満

米国の大幅利上げによるドル高円安進行を受けて、日本政府は24年ぶりに円買いの為替介入を実施した。ただしその効果は限られ、時間稼ぎに終わるだろう。他方、他国も自国の物価高を助長するドル高への不満を募らせている。それは、米国の金融政策をいずれ修正させる一因となるのではないか。

円買い単独介入の効果は限定的

2022年の世界の金融市場を大きく特徴づけたのは、3月の米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げから始まった急速なドル高進行である。日本銀行が金融緩和政策を修正しない中、円は主要通貨の中でも対ドルでの下落率が目立って大きくなり、それによる物価上昇圧力の高まりが、日本経済の逆風となっている。

そうしたなか、政府は9月22日にドル売り円買いの為替介入に踏み切った。円買い為替介入の実施は1998年6月以来、24年ぶりのことである。今回は日本の単独介入であり、欧米の中央銀行は加わっていない。9月22日の介入規模は2.8兆円と、その時点では、ドル売り円買いの為替介入として過去最大となった。

為替介入の直後こそ、対ドルで5円程度の大幅な円高が生じたが、10月12日には早くも介入時の水準を超えて円安が進んだ。各国との協調策ではなく日本の単独為替介入、さらに円売りではなく円買いの為替介入は、過去の経験に照らしても効果は限られると言える。円売り為替介入では、政府はほぼ制限なく介入資金の円を調達できるが、外貨を売る円買い為替介入の場合には、政府が保有する外貨準備の額が介入資金の上限となってしまう。今年8月末で外貨準備の残高は1兆2,920億ドルだった。介入資金に限界がある分、介入の効果について市場で足元を見られやすい面がある。

また上限があることから、円売り為替介入と比べて円買い為替介入の1回あたりの規模も小さめになりやすい、と考えられる。1997年から98年にかけて、国内の銀行不安を背景に円売りが進み、政府がドル売り円買いの

為替介入を実施した際には、1日の最大規模を記録したのは98年4月10日の2.6兆円だった。しかしそれ以外の日の介入額は、いずれも1日1兆円に満たなかった。

国際決済銀行（BIS）の調査によると、2019年4月時点で日本の外国為替市場の1営業日あたりの平均取引高は3,755億ドルだ。仮に1日の為替介入額が1兆円の場合、それは日本の為替市場での1日の平均取引額の2%未満に過ぎない。また、外貨準備の残高は、日本の為替市場の1日の取引額の3.4日分に過ぎない。こうした点を踏まえると、単独の円買い為替介入で円安の流れを食い止めることはかなり難しい。円安の流れが止まるきっかけとなるのは、FRBの利上げ姿勢に変化が生じることだろう。政府の為替介入は、それまでのいわば時間稼ぎと位置付けられる。

多くの国は金融政策の独立（自由）を犠牲に

国際金融のトリレンマというよく知られた理論がある。「資本移動の自由」、「為替の安定」、「金融政策の独立（自由）」の3つを同時に実現することはできない、というものだ。現在は、各国は物価高に苦しんでおり、物価高を助長しかねない自国通貨安を回避する「為替の安定」を強く望んでいる。その際、「資本移動の自由」か「金融政策の独立（自由）」のどちらかを諦めなくてはならない。

FRBは11月まで4会合連続で0.75%という大幅な利上げを実施した。それに後れを取って自国通貨安が進まないように、欧州中央銀行（ECB）も10月に0.75%の大幅利上げを2会合連続で実施した。これは、国際金融のトリレンマで言えば、「金融政策の独立（自由）」を犠

牲にして、「為替の安定」を選択している行動と言える。

現在、各国間で経済情勢は異なっている。例えば米国よりもユーロ圏経済の方が明確に弱い状況だが、ECBは経済を犠牲にしても、為替の安定確保を優先している。このようにして各国が、「為替の安定」を最優先するために大幅利上げを競う状況となっていることは、世界経済に大きな打撃となる可能性が考えられる。

各国は米国の金融・為替政策への不満を募らせる

10月12日に開かれたG7（主要7か国）財務相・中央銀行総裁会議が公表した声明文は、ドル高の弊害に先進各国が苦しんでおり、ドル高進行とその背後にあるFRBの大幅利上げに対して、各国が強い不満を抱いていることを示唆する、異例の内容となった。

声明文には、「中央銀行は（中略）、経済活動への影響や各国間の波及効果の抑制に配慮しつつ（中略）引き続き、金融政策の引き締めペースを適切に調整する」との文言が盛り込まれた。これは、米国の利上げによって生じる自国通貨安が物価高を助長し、通貨安定のために大幅利上げを強いられ、経済に大きな打撃となっていることに対する各国の強い不満を表現している。

ただしこうした他国からの批判を受けても、米国がすぐに金融政策を修正し、ドル高抑制に動く可能性は低い。実際、その後バイデン大統領は、「ドル高に懸念は持っていない」とドル高を容認するコメントを出している。

今までも、米国が金融引き締めを進め、ドル高を生じさせる局面では、新興国は常に米国の金融引き締め策を批判してきた。ドル高・自国通貨安が自国からの資金流出を招き、金融市場を混乱させ、ドル建ての対外債務の

返済をより難しくさせるためだ。ただし今回は、新興国だけでなく先進国も米国の政策に不満を抱き、政策調整を求めていることは、極めて異例と言えるだろう。

米国の大幅利上げ姿勢を変えさせる要因

FRBの大幅利上げ継続の姿勢は、しばらくは変わらないだろう。しかし、景気減速と物価上昇圧力緩和の兆候、英国市場の混乱のような金融情勢の不安定化に、海外からの批判の高まりが重なれば、いずれFRBの大幅利上げ姿勢に変化を生じさせることが考えられる。

今年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）まではFRBは大幅な利上げを続ける可能性は高く、その場合、フェデラルファンド（FF）金利は4%台半ばから後半の水準に達する。ただしその場合、FRBが注目している短期金利と18か月の国債利回り（現時点で4.4%程度）が逆転し、逆イールドが生じる可能性がある。FRBがこれを景気悪化と先行きの物価上昇率の低下を示唆する兆候と考えれば、それも、利上げ幅を明確に縮小させることを検討し始めるきっかけとなるだろう。

FRBの利上げ幅が0.25%にまで縮小するとの観測が強まる時点で、米国の長期金利の上昇は一巡し、ドル高円安の流れが一巡することが予想される。それが生じる時期は、早ければ年末から来年1-3月期にかけて、と現時点では見ておきたい。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp