

個人消費の逆風となる円安の行方

実質個人消費は4四半期連続の減少とかなり弱い。円安進行が個人の物価上昇懸念を強め、消費を停滞させている。このため政府は足元で2回の為替介入を実施したとみられる。為替介入だけでの効果は限られるが、円安阻止に向け政府と日本銀行が強い連携を見せれば、一定の為替安定効果は期待できるのではないか。

円安進行は個人消費に逆風

5月16日に発表された2024年1-3月期GDP統計（一次速報）で、実質GDPは前期比-0.5%と2四半期ぶりに減少した。前期の成長率は同0.0%であり、日本経済は3四半期連続で成長しなかったことになる。また、実質個人消費は前期比-0.7%と、4四半期連続での減少となった。これはかなり異例なことである。1980年まで統計を遡っても、2009年1-3月期と今回の2回しかない。

前回は、リーマン・ショック（グローバル金融危機）という歴史的な経済・金融危機が起こっていた。今回は、それに匹敵するような経済・金融危機が起きていないにもかかわらず、実質個人消費が4四半期連続で減少した背景は、歴史的な物価高騰の影響以外には考えられないだろう。

2022年以降、海外でのエネルギー・食料品価格の上昇、円安進行の影響を受けて、輸入物価は大幅に上昇した。日本は大きな「輸入インフレ・ショック」に見舞われたのである。物価上昇に賃金上昇が追い付かない時期が続く中、2021年平均と2023年平均との比較で、実質賃金は3.5%も低下してしまった。今年年末には実質賃金は前年同月比でようやく上昇に転じると予想されるが、「輸入インフレ・ショック」前の水準にまで戻るには、まだ何年も要するだろう。

さらに、足もとでの円安進行は、円安とともに物価の高騰がこの先も長く続くとの個人の懸念を強め、個人消費を大きく損ねてしまっているとみられる。個人消費及び日本経済が安定を取り戻すためには、急速な円安に歯

止めがかかることが必要となるのではないか。

実際のところ、円安は家計を強く圧迫する。年初の1ドル140円程度から一時160円台まで約14%円安が進んだが、それは、消費者物価を1年間で0.2%程度押し上げるとみられる（内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2022年版）」による）。そしてこの物価上昇は、家計には平均で年間6,590円の負担となる計算だ。

政府は再び「覆面介入」を実施か

今年3月19日に、日本銀行はほぼ8年間続いたマイナス金利政策を解除した。この政策転換は日米間の金利差を縮小させるため、円安修正のきっかけになる、と当初は広く予想されていた。しかし実際にはその後も円安傾向は続くこととなった。

日本が大型連休中だった4月29日の朝に、ドル円レートは一時1ドル160円台に乗せた。ところが同日の午後には為替は一転して円高に振れ、1ドル155円近くまで一気に円が買い戻された。1時間以内に4円以上も円高に振れることは、通常の取引では起こりにくい。政府は明らかにしなかったが、政府による為替介入があったことが強く疑われる状況だった。

さらに、日本時間の5月2日早朝には、1ドル157円台から一時153円台まで円が再び急騰した。今度も、政府の為替介入の実施が強く疑われる状況だった。実際、「覆面介入」が行われたと考えられる。政府が為替介入を行っても、その事実を公表しないこの「覆面介入」は、2022年にも採用された手法だ。市場を疑心暗鬼に陥れることで、円安の流れを強くけん制する効果が期待されている。

為替介入は時間稼ぎ

当面のドル円レートは、米国経済指標に大きく左右されるだろう。弱めの米国経済指標の発表が続けば、ドル円レートは4月29日の1ドル160円が今年の円安のピークとなり、年内に1ドル140円台半ば頃まで円安の修正が進む可能性もあるのではないかな。

他方、強めの米国経済指標の発表が続けば、1ドル160円を超えてさらに円安が進む可能性がある。その場合、政府は再び為替介入を実施すると予想される。これは、為替介入を嫌う米国政府との間に軋轢を生じさせる可能性がある。しかし、国内企業や家計の間から、物価高を助長する円安進行への不満が日に日に高まる中、円安対応を講じたことを国民にアピールするという政治的な狙いからも、政府は追加の為替介入を実施するだろう。

ただし、為替介入だけで円安の流れを変えることは難しい。日本銀行によると、日本の外国為替市場での1営業日あたりの平均取引高は4,325億ドルだ。これは1ドル155円で換算すると67.0兆円である。2022年に政府は合計3回のドル売り円買い介入を実施したが、その総額は9.2兆円だった。また、最近2回実施されたと考えられる為替介入の規模は9兆円程度、とも推計されている。これらの数字は、日本での1日の外国為替取引高と比べるとかなり小さく、為替介入だけで市場の需給に大きな影響を与えることは難しいと考えられる。

為替安定に向けた政府と日本銀行の連携

しかし、為替介入によって円安の流れを一時的に食い

止め、時間稼ぎをすることはできるだろう。為替介入は「時間を買う政策」とも言われている。為替政策を担うのは政府であり、日本銀行は為替レートを金融政策運営の直接の目標にはしないが、政策運営上は重視しているとみられる。日本銀行が経済の安定を損ねかねない円安のリスクに配慮した金融政策、金融調節を行い、また政府との連携を強化するとの姿勢を強く打ち出せば、円安阻止の効果を一定程度生じさせるだろう。

ただし、円安進行によって日本銀行の金融政策の正常化は早められる可能性が考えられるが、円安への対応だけで、政策変更を決めることはないのではないかな。中小・零細企業まで含めた賃金全体の動向と、それが物価に与える影響を統計で確認したうえで、日本銀行は追加利上げを行うだろう。それは最短で今年9月、と筆者は現時点で予想している。

他方、米連邦準備制度理事会（FRB）も同じく9月に利下げを行うことが、現在、市場で予想されている。日米が逆方向に金融政策を修正するとの観測がこの先強まっていけば、為替市場ではドル高円安の動きが収まる、あるいは反転することが期待される。

それまでの数か月間、為替介入と政府と日本銀行の連携姿勢によって、どの程度円安を食い止めることができるか。日本銀行が政府との強い連携を見せれば、最悪のケースでも1ドル165円前後で円安ドル高の流れを食い止めることができる、と考えておきたい。

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