

門間 一夫の
経済深読み



円安対策を日銀に頼めるか

～問われる経済政策の整合性～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2024年5月20日

円安批判の分類学

このところの円安批判には複数の要素が混在する。第一に、円相場が長期的に安くなってきたことへの批判である。確かに、円の実質実効レートは90年代をピークに長期低下トレンドにある(図表の(a))。ただし、これは産業競争力の低下を「正しく」反映したもので、このトレンドを変えるには、日本企業が国内で生む財やサービスの競争力を再強化する必要がある。経済政策の課題は、そういう民間の力を引き出すことに尽きる。

第二に、「円安方向への為替変動は日本経済にマイナス」という批判である。かつては円安方向への変動は輸出の増加などを通じて日本経済にプラスだったが、海外生産が増え最終製品を幅広く輸入する近年は、個人消費などへのマイナスの影響の方が大きい、という議論である。この議論の確かさはいくつかよくわからない。円安が実質GDPに与えるネット・プラスの効果が以前より小さくなったことは確かだろうが、ネットでマイナス、つまり円安は「円安不況」を引き起こすと言えようかどうかは不明である。

ただし、そのこととは別に確実に起きる問題として、円安は海外展開のウエイトが高い企業にプラス、内需型中小企業や家計にマイナス、という分配効果をもたらす。この分配効果は国民の「厚生(Welfare)」にマイナスだと考えられる。国民厚生をどう測るかという難しい論点はあるが、円安の所得効果(=実質GDPへの影響)が仮にプラスだとしても、分配効果によるマイナス面の方が大きく、円安の国民厚生への影響は全体としてマイナス、という可能性はある。

第三に、「円安でも円高でも大きな為替変動は望ましくない」という批判である。この批判はおそらく



正しい。為替変動の所得効果は、プラスでもマイナスでも為替変動の大きさに概ね比例すると考えられるのに対し、分配効果による厚生損失は、為替変動に比例する以上に大きくなっていく可能性が高い（例えばある閾値以上の不公平は許容できない）。だとすれば、為替変動が大きくなるほど分配効果が所得効果を上回りやすくなり、国民厚生が損なわれる蓋然性は高まる。

さらに、大幅な為替変動は事業環境の不確実性を高める。円安で得をする企業の場合でも、円安があまりに急激であれば、その先の為替をどうみるべきか自信が持てなくなる。こうした不確実性は、設備投資や人への投資に対して、マイナスにはなってもプラスにはならないだろう。

問題は「大幅な為替変動」に集約できる

以上、最近の円安批判には、①長期円安傾向への批判、②為替が円安方向へ動くことへの批判、③為替変動が大幅であることへの批判、の三つの要素が入っている。そして、①の批判は筋違い（競争力低下の結果なので悲しいがしかたがない）、②の批判は真偽不明、③の批判は正当、と整理できる。

今実際に起きている批判のうち、②に聞こえるものも力点は③にありそうだ。過去2年半で「40円も」円安になったことが望ましくないのであって（図表の(d)、円安方向でも10円程度の動きだったらおそらく問題にならなかった。逆に、円高方向に40円動いてドル円相場が70円台になっていたら、それはそれで問題になっていただろう。

なお、「150円台はさすがに安すぎる」といった「水準」への批判は、上記の整理では①と③の組み合わせに該当する。150円台という水準は「長期円安トレンド」に「過去2年半での急速な円安」が加わった結果だからである。したがって、こうした「水準」批判には、長期成分に関する筋違いの要素と、過去2年半の変化に関する正当な要素が混ざっている。

もう一点留意しておきたいのは、厳密に言えば、「大幅な為替変動」と言うより「暗黙の参照点からの大幅乖離」が問題なのだという点である。ここで言う「暗黙の参照点」とは、何らかの均衡レート（例えば購買力平価）のように計算で求めるものと言うより、「国民が慣れている為替水準」というぐらいの緩い概念である。

例えば、2013年からの円安は歓迎された（図表の(c)）。この時も2年半程度で40円の円安だったのだから「大幅な変動」という意味では今と同じであった。しかし、この時はその前の大幅な円高が問題だった（図表の(b)）。2013年時点における人々の「暗黙の参照点」は、リーマンショック前の為替水準あたりに引き続きあった可能性が高い。そこから円高方向への大幅乖離が(c)によって解消されたので、それは「望ましい」とされたのである。実際、この局面は「円安」ではなく「円高是正」と言われることが多かった。

2015～2021年は為替が比較的安定しており、水準に対する不満もあまり聞かれなかった。つまり110円前後が「暗黙の参照点」だったのであり、2022年以降はそこから円安方向へ大幅に乖離したから大問題になったのである。

金融政策は為替に配慮すべきだが制約も

「暗黙の参照点からの大幅乖離」が国民の厚生を損なうのだとすると、図表の(b)や(d)のような動きを防ぐこと、起きてしまったら(c)のような動きを導くことが望ましい。今であれば40円すべてではないにせよ、例えば20円とか30円、円高にすることが望ましい。

問題は、そういう「為替安定政策」が実際に可能なのかである。大前提として、現在の変動為替相場制においては、主要先進国が単独の判断で為替を好きに決める自由はない。為替は市場の変動に任せることになっており、為替介入は市場の無秩序な動きに対する例外的な使用に限られる。

他国に気がねせずもっと自由に使えるのは金融政策である。そもそもこの2年半の円安は、米国の中央銀行が大幅に金利を上げた一方、日銀が金融緩和をほとんど変えなかった、という日米金融政策の違いによる面が大きい。したがって、日銀が金利を上げれば、円安をある程度是正できる確率が高い。

振り返ってみると、リーマンショック後の(b)局面でも日米金融政策の違いがテーマだった。米国の金融緩和に比べて日本のそれが足りないと市場で認識され、それが円高の一因となった。続く(c)の円高是正は、日本で異次元緩和が始まり、米国では緩和からの出口が意識される中で起きた。このように、近年の大きな為替変動にはことごとく金融政策が絡んでいる。日銀がもっと為替の安定を意識して金融政策を行えば、その限りにおいて国民厚生は改善する。ただ、簡単にそうできない理由もある。

まず、金融政策についても、主要先進国が為替を目的としてそれを行うことは、国際社会で事実上許されていない。日銀の責務は「物価の安定」だが、その責務に「為替の安定」を加えることはできないのである。したがって、現実的な問題設定は、あくまで「物価の安定」のためと説明しながら、結果的に為替にも望ましい影響を与える金融政策は可能か、である。

答えは「可能な局面もあるし難しい局面もある」である。そして今は難しい局面である。日銀によれば、基調的な物価上昇率は今も2%に達していない。「物価の安定」という責務を具体的に翻訳したものが、今は2%物価目標なのだから、日銀はその責務に照らし金融緩和を続けるしかない。経済情勢に目を向けても、個人消費が4四半期連続のマイナス成長となるなど、積極的な利上げには動きにくい局面だ。以上のことを市場は正しく理解しているから、円安なのである。

財政が使えるなら「為替対策」の余地は広がる

要するに、日銀の政策が円安の原因なのだとすると、その日銀の政策も理由があつてこうなっているのだから、そこまでさかのぼって状況を変え、日銀の責務と矛盾なく利上げできる状況を作る以外に、日本の金融政策で円安是正を図れる論理的な解はない。いくつか選択肢を述べる。

第一に、財政拡張による景気・物価の押し上げである。内需を刺激し基調的な物価上昇率が2%を超えるようにすれば、日銀は「物価の安定」という責務に照らし、むしろ本格的な利上げに動かざるをえなくなる。そもそも米国では拡張的な財政政策が、インフレについては高金利の一因になっていると言われている。日米の金融政策ばかり注目されるが、その背後には日米の財政政策の違いもある。

ただし、この財政拡張アプローチには留意点がある。政府債務残高が大きい日本でさらに財政を拡張

すれば、政府債務の持続性への懸念からかえって円安を招くリスクがある。政府債務の持続性への信認確保が絶対条件である。

第二に、2%物価目標の柔軟な運用である。そもそも国民の感覚では「基調的な物価上昇率を今よりもっと上げたい」という日銀の説明はほぼ理解不能である。「今は為替の安定こそ物価の安定に役立つ」と説明された方がよほどしっくりくるし、そういう説明なら国際的にも問題ない。

ところが、2%物価目標は、デフレ脱却へ向けた政府・日銀の一体的な取り組みとして導入された経緯がある。日銀は政府から独立した存在とは言え、国の経済政策との整合性も法律で求められているのだから、政府が「デフレ脱却を目指す」と言い続けている以上、日銀も2%物価目標の実現努力を緩めるわけにはいかない。この期に及んで政府がデフレ脱却宣言をためらう理由は不明だが、景気が盤石でないというのがその理由なら、「景気を財政で支える代わりに金融政策は為替の安定に配慮する」という選択肢が使えるのかどうか、ここでも論点になる。

第三に、円安容認と分配政策の組み合わせである。そもそも日米金利差が開いているのは、物価上昇率を下げたい米国と、物価上昇率を上げたい日本が、それぞれ自国の目的に沿って金融政策を行った結果である。それにより生じたドル高・円安は、米国の物価上昇率を下げ、日本の物価上昇率を上げる方向で働いているのだから、ドル高・円安は両国にとって政策の「効果」である。

問題は、物価面への「効果」がプラスでも、前述した円安の「副作用」を考慮すれば、差し引き国民厚生にはマイナスかもしれないという点にある。したがって、円安の「効果」を国民にとっても「良いこと」にするためには、「副作用」を和らげる何らかの分配政策が必要になる。実務的な困難を承知で言えば、円安で潤う企業からウインドフォール税を徴収し、それを財源に中小企業や家計に金銭支援を供与することなどである。

第四に、以上の選択肢のハードルが高いなら、「やらないよりはまし」という程度の小手先の対応もある。例えば、レパトリ減税、NISAの国内投資枠新設、日銀の国債買い入れ縮小などである¹。とくに日銀の国債買い入れ縮小は、次回6月会合でも可能だろう。

いずれにせよ、今の国際通貨制度では、日本のような主要先進国が純粋な「為替政策」を持つことはできない。他の政策を変えずに為替だけを好きなようにはできないということだ。円高を望むなら中長期的には産業競争力の再強化が必要であるし、短期的には利上げだが、それが可能な環境をどう作るか、多少の利上げではどのみち是正しきれない円安の副作用をどうするか、という論点が残る。少なくとも「金融政策の適切な運営を望む」とひとこと日銀に言って済む話ではない。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。

¹ 唐鎌大輔氏（みずほ銀行チーフマーケット・エコノミスト）は、レパトリ減税やNISAの国内投資枠新設（とくに後者）には、為替変動の平準化を図る程度の意義はあると述べている（例えば2024年5月12日のロイター外国為替フォーラム同氏記事）。