

2024. 4. 24



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ありうる財務省と日銀の協調行動

～財務省は「新機軸」の円安けん制効果を期待～

ポイント

- 4月25, 26日に開催される日銀金融政策決定会合は、3月に動いたばかりということもあってさすがに無風とみる
- 注目点は、足元の円安についての展望レポートにおける評価や、植田総裁が会見で示す認識のトーンに変化があるかといったところ
- 財務省が、相場けん制手段に米韓を巻き込むことに成功したのは大きな成果。実弾介入にはなお慎重とみられるものの、実施の場合は日銀と歩調を合わせる可能性も

1. 決定会合は無風か

今週末の25, 26日に開催される日銀金融政策決定会合は、3月に動いたばかりということもあって、さすがに無風とみる。3月会合前は相次いだリーク報道的な記事も今回は出てこない。国債買い入れ額も「これまでと概ね同程度の金額」と決めてから1ヵ月余りで早くも減額ということはないのではないかと。注目点は、足元の円安についての評価で、展望レポート内の為替相場の取り扱いや、植田総裁が会見で示す認識のトーンに変化があるかといったあたりとなる。

植田総裁は、4月18日のG20終了後の鈴木財務大臣との共同会見のなかで、円安の影響について、「第二の力とわれわれが呼ぶインフレーションの部分、あるいは基調的物価上昇率に影響を与えるという可能性は、それはあり得ると思います。そこについて無視できない大きさの影響が発生した場合は、場合によっては金融政策の変更もあり得るということだと思います」と述べている。そのうえで、現状の為替の評価については、「来週になりますか、決定会合があって展望レポート、新しいものを発表しますので、そのなかで取り上げて数値的にもお示しするということになるかと思いますが」と、展望レポートのなかで取り上げることを予告している。展望レポートでは、すでに物価のリスク要因の2点目として為替相場の変動を取り上げているが(図表1)、「数値的にもお示しする」と述べていることから、なんらかの試算を示すのかどうか注目される。

植田総裁のこれまでの説明に従えば、輸入物価上昇を通じた物価上昇圧力は「第一の力」である。「第二の力」は、景気の改善が続くもとで賃金と物価が相互に関連しつつ高まっていくメカニズムを指す。植田総裁は、「第一の力」、すなわちコストプッシュ的な段階では動かないことを示唆しているため、為替相場を利上げの理由にするハードルは高いが、別にこれまで通り為替は無関係との建前を取りつつ金融政策を動かすことはできる。日銀はすでに金融政策のかじ取りと物価目標を事実上切り離し、フリーハンドを握っている。今後の相場動向

次第では、円買い介入は避けたい政府から協力を求められる可能性もあり得る。財務省が新たなけん制手段を打ち出したことで、先週以降円安進行に歯止めがかかっていることからどのみち4月はなさそうだが、追加利上げの時期が、10月頃という市場コンセンサスよりも早まる可能性は十分ある。

(図表 1) 展望レポートにおける物価のリスク要因

	2023年7月	2023年10月	2024年1月
第1	企業の賃金・価格設定行動	企業の賃金・価格設定行動	企業の賃金・価格設定行動
第2	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

2. 財務省が新機軸を打ち出す

財務省にとっては、口先介入でなんとか時間を稼いでいる間に、米国の利下げが見えてくることで、実弾介入なしに相場反転が実現するというのが理想的な展開である。しかし、利下げ時期が逃げ水のようにどんどん先送りされるなかでは、これまでと同様のやり方で時間を稼ぐのは難しい状況になっていた。手をこまねいているように見えた財務省だが、決してそんなことはなく、国際的な根回しを続けていたことが明らかになった。

4月17日に、G7財務相・中央銀行総裁会議に先立ち、日米韓3カ国の財務相会合を開催したのがそれである。会合後に発表した共同声明では、為替市場の動向について「最近の急速な円安及びウォン安に関する日韓の深刻な懸念を認識しつつ、既存のG20のコミットメントに沿って、外国為替市場の動向に関して引き続き緊密に協議」するとした(下線部筆者)。神田財務官は、「為替について、初めてこういった文書を合意することができた」と胸を張ったが、米国を含む他国を相場けん制の仲間に巻き込むことに成功したのは確かに大きな成果である。

足元の為替相場は円安というよりドル高であり、ドルは対ユーロでも対ポンドでも強含んでいることから、日本だけでドルをトークダウン(発言による相場の押し下げ)するのはどのみち限界があった。今後、為替介入を実施する場合は日韓の協調介入という形式をとる可能性も考えられる。将来的には、通貨安に悩む他国を新たにメンバーに加える余地もあるだろう。財務相がしょっちゅう顔を合わせることはできないが、電話会合の形も取れる。ここからけん制手段のバリエーションをさらに広げることができそうである。欧州中央銀行(ECB)が加わってくれるのが一番いいが、さすがにこれは難しい。ただ、ECB高官も、米国の利下げが先送りされるなかで、自身は利下げを始めることがユーロ安の加速を招くことへの警戒感を隠していない。3カ国会合と歩調を合わせてけん制発言を繰り返してくれるだけでも効果はある。

インフレ圧力の残存を警戒する米国にとって、ドル高は忌むべきものではなく、これ以上の協力を仰ぐのは現状では難しい。ただ、トランプ前大統領が、ドル高円安は「大惨事」と述べているとのことである。まだ先の話だが、もし11月に当選した暁には、協力の余地が広がる可能性もあるだろう。

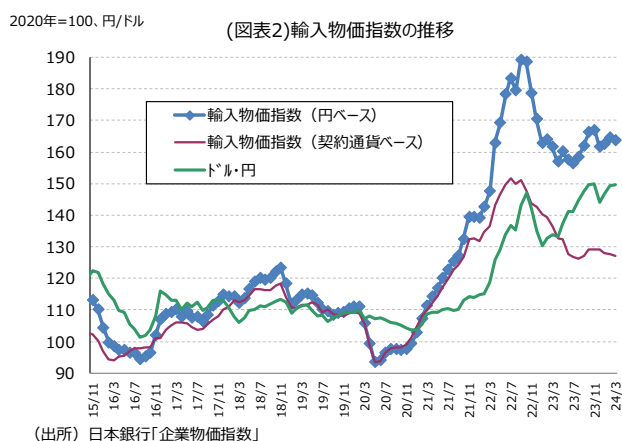
3. 実弾介入は差し迫っているのか

鈴木財務相は23日の参院財政金融委員会で、日米韓の財務相会談を受け、為替に関する「適切な対応」について「そうしたことにつながる環境が整ったのかということについては、そう捉えられてもよいのではないかと、けん制のトーンを徐々に上げつつある。それでも円安が止まらなかつたらいよいよ実弾介入ということになるが、今のところ、財務省には2022年に介入に踏み切った当時ほどの切迫感はないかもしれない。円安が日本経済にとって大きな下押し圧力になっているようには見えないためである。

2022年との違いは原油価格である。2022年は円安と原油高が同時に進行し、WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエイト）原油価格は一時120ドル/バレルを超えた。ボラティリティの差を考えると、輸入物価に与えるインパクトは為替相場より原油価格の方が大きくなりやすい。原油価格の上昇はほとんどの産業に悪影響を与える。帝国データバンクが毎月実施している「食品主要195社価格改定動向調査」でも、当時は99%の企業が自社製品の値上げの理由に「原燃料費の上昇」をあげていた。このところ中東情勢の緊迫を背景に再び上昇圧力がかかっているとはいえ、まだ80ドル台である。LNG（液化天然ガス）や石炭価格もこの1年は低下傾向が続いてきた。

円安の影響を単独で見れば、現状の水準でも日本経済に対してはおそらく差し引きプラスである。事実、円安を背景にグローバル企業の業績が好調だったことが株価上昇の一因だった。家計にとって円安は、輸入物価の上昇を通じ直接的にはマイナスに働くが、円安で業績が改善した企業が賃上げで家計に還元することで相殺される。実際そうした流れができつつあり、今年賃金の上昇率が物価上昇率を上回る可能性が濃厚である。そもそも、足元で輸入物価が大きく上昇しているわけでもない（図表2）。食品価格の高騰局面の一巡に伴い、消費者物価の上昇率は逆にピークアウトしつつある。

したがって、財務省は今のところもつばら為替の変動スピードを警戒している状況であり、このままじりじりと円安が進む限りにおいては、160ドル/円程度までなら許容する可能性が高い（財務省が動くロジックについての研究は4月18日発行のレポート「為替介入の検討は160円付近が目安か」参照 <https://www.myri.co.jp/>）。実弾介入に慎重な背景には、それで円安が止まる保証がないこともあるだろう。いざ実施する際は再び大規模に実施するだろうが、2022年は9.2兆円もドルを費消した。日本の外貨準備高は1月時点で約200兆円あり、すぐに枯渇する心配はないが、同じ規模の介入を2度3度と繰り返せば、市場が足元を見始め、メディアもうるさくなる。したがって、タイミングも重要になる。たとえば、過去の例を見ると、市場の力で自然に円高に向けた局面で追い打ちをかけるように介入するのが効果を上げやすい。しかし、待っていてもいつそうした局面が来るかはわからない。そこで、すでに金融引き締めサイクルに転じた日銀と示し合わせる余地が生まれる。6月以降、決定会合で日銀が利上げや国債買い入れ額の減少等の行動を取ると時期を合わせて介入に踏み切るパターンもあり得るだろう。



4. 物価見直しにも注目

4月決定会合では、展望レポートの物価見直しにも要注目である。物価目標に関する日銀の現在のスタンスは、達成は見通せる状況になってきたがまだ達成はしていないという微妙なものである。見通せる状況と述べている以上、今回初めて示される2026年の見通しでは2%超の数字を提示するのが整合的である。一方、2024年度から2026年度まですべて2%台で揃えると「すでに達成しているということではないか」との指摘を受ける。達成を認めると、デフレ脱却宣言すらできない政府とのスタンスとの齟齬の説明が難しくなるのに加え、再び2%を割り込んだ場合は見通しの誤りを追及されかねないので、日銀としては今のスタンスが居心地がいい。政府のエネルギー補助策の終了もあり、2024年度は2%超の着地が確実だが、2025年度はいったん2%を割り込み、2026年度は再び2%台に乗せるというのが、日銀の微妙な立場を説明するためにはぴったりの見通しとなる。当然ながら、物価見直しは植田総裁が独断で決めるわけではなく、政策委員の大勢見通しである。こうし

た微妙な着地点が実現するよう根回しするのもなかなか容易ではないとみられるが、結果次第では定例会見で記者に質問の余地を与えることになるだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411