

財務省が円買い介入、日銀はすえ置き

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 財務省が伝家の宝刀を抜く

先週末の財務省の円買いドル売り介入は、筆者にとっては予想外だった。14日の日銀のレートチェックや、22日の介入当日の神田財務官の「スタンバイの状態」との発言に接してなお、口先介入の範疇と疑っていた。後から考えれば、22日という日はあらかじめ念頭にあったのだろう。当日の日銀金融政策決定会合では、大規模緩和の維持が確実視されていた。一段の円売りが進む可能性を見越したうえでの、順を踏んだ計画的行動だったと考えられる。

介入が難しいと考えたのは、やはり米国の了承を得るのが難しいと見ていたためである。米国は自国のインフレを抑制するためにドル高を必要としている。しかし、米国は思っていたより寛容だった。これも後知恵だが、日米金利差の拡大というファンダメンタルズ要因が不変である以上、介入で円高に戻るとしてもおのずから限度があること、すでに適正レートから大幅な円安が進んでおり、多少の戻りであれば容認できることが背景にあったとみられる。当然、日本の財務省からは、介入で大幅な円高への戻りを目指すわけではなく、ボラティリティの調整の範囲内との説明を受けていただろう。

2. 市場は当局の本気度を見極めへ

ひとたび介入に踏み切ったからには、過度な円売りが収まるまで、腰をすえて介入を続ける必要があるだろう。ボラティリティの調整の範囲とて容易ではない。市場はこれから当局の「本気度」を見極めにかかる。介入の持続性に多少なりとも疑念を抱かれるようなら、円売りは止まらない。足元を見透かされる分、介入前よりもさらに円売りドル買いが加速するかもしれない。逆に、市場に財務省の「本気度」を理解させることに成功すれば、介入を止めても円売りドル買いは鎮まる。こうした市場の反応は、過去にユーロ圏やスイスの中央銀行も経験している通りである。市場に余計な憶測を挟む余地をなくすためにも、ある程度明確な防衛ラインを定め、その水準で徹底的に介入を繰り返すのが望ましい。

円買い介入は円売り介入と異なり、外貨準備を消費するため、無限にできるわけではない。ただ、現時点で外貨準備の枯渇を気にする必要はない。日本は十分すぎるほどの外貨準備を保有している。足元の円売りが、いわゆる「日本売り」ではない分、外貨準備が枯渇するまで円売りが進む展開は考えられない。いずれ市場の注目が、膨張の一途をたどる日本の政府債務残高に向き、円安、株安、債券安という本格的な日本売りを招く可能性がないわけではないが、おそらく長期戦にはならない。米国の利上げサイクルのピークアウトが見えるまでの勝負である。そうなれば、円安ドル高トレンドは自然に転機を迎える。

9月20、21日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、パウエル議長が、景気失速と引き換えでもインフレ抑制を優先する意思を改めて示した。利上げの進展に伴い、金利に敏感な住宅投資や設備投資にはすでに減速の兆候が現れている。雇用市場がまだ強いこともあって、時期についての市場の見方はまだ割れているが、米国が早晚景気後退に陥るとの見通し自体はほぼコンセンサスである。市場とのせめぎ合いが長期化すればするほど、財務省は不利に立たされるが、米国の利上げ停止が視野に入るまで待つ必要はなく、75bpの利上げ幅が

50bpに縮小するだけでも、為替相場は利上げ終了を織り込むフェーズに移っていくだろう。それまでの時間稼ぎということであれば、介入の継続は十分可能と考えられる。

3. 日銀は予想通りすえ置き

財務省の介入発表に先立つこと5時間余り、日銀は金融政策決定会合において、大方の予想通り金融政策をすえ置いた。市場では、財務省と日銀との政策の方向性の違いを指摘する声が上がっているが、ここは矛盾を孕んだまま突き進むしかあるまい。個人的には、効果よりも副作用がより目立つ形になってきているYCC（イールドカーブ・コントロール）の枠組み維持にこだわる意義は薄いと考えているが、日銀の立場に立てば、変更が簡単ではないのはわかる。

会合後の定例会見では記者から、海外の中央銀行の金融政策との方向性の違いを問う質問も出されたが、すでに消費者物価上昇率が9%を超えている欧州とは異なり、日本の場合、伸びてきたとはいえ3%程度で、しかも8割方エネルギー、食品価格要因である。両者の価格が落ち着けば、簡単に元に戻る性質のもので、物価目標の達成どころか、デフレ脱却すら断言できないのが現実である。賃金の上昇幅が下回っている分、国民の生活困窮度は増しており、経済への前向きな循環は働いていない。こうした状態では、引き締め方向への政策転換は難しい。

欧米のようにどんどん利上げできないのは当然として、現状では極端にみえる金融緩和策を、多少緩める程度であれば問題ないのではないかという見方は多いだろう。従来から筆者も、物価目標は中長期的な目標として神棚に祭り上げ、目先の金融政策のかじ取りとは切り離すべきと主張してきた。現状、日銀の金融政策はそうした建付けにはなっていない。物価目標未達下で、マイナス金利の解除やその先の利上げを行なうためには、2012年に政府と日銀が結んだアコードを修正し、物価目標を取り下げるか、少なくとも2%という目標水準を引き下げる手続きが必要になると考えるのが自然である。岸田首相がリフレ政策から距離を置いているのは明らかとはいえ、現時点では株価を危険にさらしてまで踏みこむ必要はないと考えているだろう。

したがって、物価目標を維持するなかでの政策転換はアカウンタビリティの点で問題が生じる。足元の物価上昇率が2%を大きく上回っているため、物価目標を達成したと強弁するのも不可能ではないが、日銀の目標とする経済とはこれだったのかと、各方面から批判を浴びるだろう。たとえ利上げができたとして、それで過度な円安に歯止めがかかったとしても、それに伴うプラス効果が、住宅ローン金利の上昇や企業の借入金利の上昇のマイナス効果を上回る保証はない。もともと厚みを欠く日本の内需である。小幅の金利上昇でも簡単に腰折れする可能性は低くない。

物価目標を取り下げるのではない限り、日銀にできることは限られる。10年債利回りの変動許容幅の拡大や、10年債から5年債への操作目標の移動程度であれば、現行のYCCの枠組み内で可能との見方は多いが、多少YCCの枠組みを柔軟化したところで、為替相場に与える影響は限定的であろう。市場がYCCの維持は不可能になったと受け止め、投机筋が再び債券売りに殺到するようなことになれば、最終的にYCCの撤廃に追い込まれるリスクが再燃する。

悩ましいのは、これまでは、物価目標の達成と景気回復、円安の進行というのはすべてが同じ方向を向いていたが、今回初めて、そうではないかもしれないという局面が到来したことである。少なくとも政府は、足元の円安を好ましくないと考えていることを行動で示した。ただ、黒田総裁にとっては、表向きの説明はともかく、足元の円安は忌むべきものではないはずである。円安に伴う輸入インフレの上昇は、これまでほとんど動かなかった消費者のインフレ期待を2%にアンカーさせるための絶好のチャンスである。それで賃金が上昇に向かえば、悪いインフレがいつしか良いインフレに転換する芽も出てくる。可能性は決して高くないと考えられるものの、黒田総裁としては、最後のチャンスにかけたいところだろう。

結局、黒田体制の間は、金融政策はすえ置かれるというのが引き続きメインシナリオである。政治は世論次第

であり、物価高に関する世論の批判の矛先が日銀に向かうようなことになれば、政策変更を余儀なくされる可能性もあるが、その影響は前述の通りで、小幅の修正では効果がなく、大きめの修正にはアコードの修正が必要になる。米国景気が予想通り失速に向かえば、後任の総裁も就任直後に出口に舵を切るのは難しくなる。

4. フォワードガイダンスは維持

新型コロナ対応特別オペ（以下、コロナオペ）は段階的な終了が発表された。中小企業向けのプロパー融資は、期限を半年間延長し、2023年3月末で終了する。制度融資分は期限を3ヵ月延長し、12月末で終了する。

意外だったのは、コロナに紐付けしたフォワードガイダンスの表現がすえ置かれたことである。現状、文面は「当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」となっている。筆者は、コロナオペを終了するのであれば、フォワードガイダンスも物価目標等に紐付けした形に戻す可能性が高いと考えていた。文言の変更により、市場の織り込む時間軸にブレが生じることを嫌ったのかもしれないが、コロナオペの終了はコロナの脅威が薄れたことを意味しており、そのあともなおこの文言を維持し続けるのは不自然である。コロナオペの最終的な終了期限である3月に、改めて文言変更が検討されることになるのだろう。要はこれも、黒田総裁の任期中は金融政策を変えるつもりはないという意思表示と考えれば納得がいく。

会見では、「当面」とはどのくらいの長さかを問う質問も出されたが、黒田総裁は、数ヵ月という話ではなくて、2、3年の話というように考えてもらって大丈夫と述べた。金融政策の修正観測の再燃を警戒した発言とみられるが、口が滑った感は否めない。どのみち、次期総裁（自身が再任されない限り）の任期中となる政策の内容を約束しても説得力に欠ける。この発言で、市場の織り込む時間軸が大きく伸びることはないだろう。

筆者は、次期総裁の任期中の前半で、金融政策の枠組み変更に踏み込む可能性が高いとみている。ただ、来年4月時点では米国経済がまだ厳しい状況に置かれている可能性が高く、就任早々にガラリと枠組みを変えることは難しいだろう。引き締め方向への政策は、「黒田バズーカ」のようにサプライズを狙う必要はないことを考えれば、ある程度漸進的なアプローチが図られるものと考えられる。

5. 個別項目の判断が動く

景気の現状判断は、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとの持ち直している」から、「資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとの持ち直している」へと変更された（図表1）。「持ち直している」との基調判断は変わらないが、「Withコロナ」政策の進捗を考慮する文言になった。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合（11ヵ月）ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合（2ヵ月）連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	

20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正
20年12月18日	持ち直している	→	
21年1月21日	基調としては持ち直している	↓	5会合ぶりの下方修正
21年3月19日	基調としては持ち直している	→	
21年4月27日	基調としては持ち直している	→	
21年6月18日	基調としては持ち直している	→	
21年7月16日	基調としては持ち直している	→	
21年9月22日	基調としては持ち直している	→	
21年10月28日	基調としては持ち直している	→	
21年12月17日	基調としては持ち直している	→	
22年1月18日	持ち直しが明確化している	↑	10会合ぶりの上方修正(8会合ぶりの変更)
22年3月18日	基調としては持ち直している	↓	9会合ぶりの下方修正
22年4月28日	基調としては持ち直している	→	
22年6月17日	基調としては持ち直している	→	
22年7月21日	持ち直している	↑	4会合ぶりの上方修正
22年9月22日	持ち直している	→	

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

前回の会合からほぼ2ヵ月空いたこともあって、今回個別項目ごとの判断は動いた(図表2)。海外経済と住宅投資は下方修正、鉱工業生産と公共投資が上方修正である。海外経済の下方修正にもかかわらず、鉱工業生産が上方修正されているのは、上海ロックダウンに伴う供給制約からの反動増の局面にあることを反映しているためである。そうした動きが一巡すれば鉱工業生産も再び弱含むリスクが大きい。日本の景気の先行きにも黄信号が灯っている。

(図表2) 個別項目の判断

項目	7月決定会合	9月決定会合	方向性
海外経済	一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している	総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる	↘
輸出	基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けている	供給制約の影響が和らぐもとの、基調として増加している	→
鉱工業生産	下押し圧力が強い状態にある	供給制約の影響が和らぐもとの、基調として増加している	↑
企業収益	全体として高水準で推移している	全体として高水準で推移している	→
設備投資	一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している	一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している	→
雇用・所得環境	一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している	一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している	→
個人消費	感染症の影響が和らぐもとの、サービス消費を中心に緩やかに増加している	感染症の影響を受けつつも、緩やかに増加している	→
住宅投資	横ばい圏内の動きとなっている	弱めの動きとなっている	↓
公共投資	弱めの動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	↑
金融環境	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	上昇している	上昇している	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

※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