

2023. 10. 20

下がる為替介入のハードルと強まる政治色 ～生活実感の低迷と高齢者の期待インフレ～



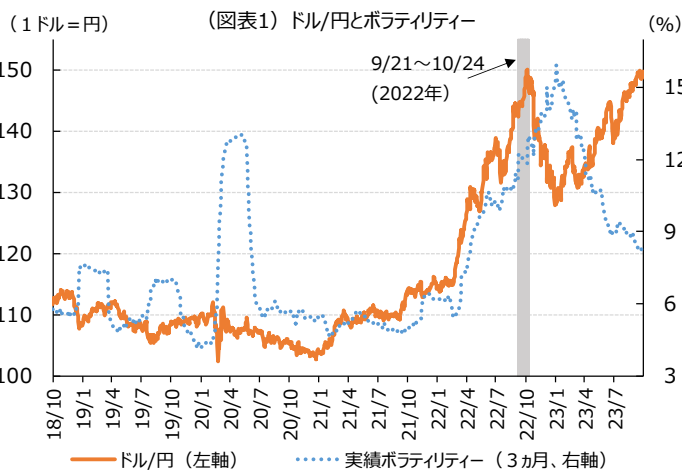
経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 本邦当局は、為替相場の「ボラティリティー」が落ち着きつつあるなか、「値幅」を介入条件に追加し、円買い介入のハードルを下げた。背景にあるのは、生活実感や内閣支持率の低下など、円安の負の側面の悪化と考えられる
- 物価高により、収入DIが上向くなかでも暮らし向きDIは悪化の一途をたどっている。家計の期待インフレ率は高止まりしている。欧米のデータからは、高齢者ほどインフレを嫌気している可能性がうかがえる
- 物価高の要因となる円安を抑えることは、解散時期を探る政権にとって喫緊の課題。円の先安観が持続するなかで、大規模介入や日銀への政策修正圧力増大が見込まれる

1. 下がる為替介入のハードル、為替政策に転機

10月3日、堅調な米経済指標を受けて上値を試す展開にあったドル/円は、1ドル150円台にのせたところで突如円高に振れて、一時147円台半ばを付けた(図表1)。本邦当局の円買い介入観測が取り沙汰されるなかで、その後も神経質な相場展開が続いている。10月12日発表の米消費者物価指数(CPI)の高止まりを受けて、足もとドル円は再び150円台を窺う展開である。途切れない円安ドル高基調を受けて、当局が今後どう対応していくかを展望する。



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成

(図表2) 為替介入の判断に影響しそうな要因

| | 相場基準 | | 実需・金利基準 | | 投機基準 | | 生活実感・政治基準 | | | |
|-------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------|--|--|--------------------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
| | ①実績ボラティリティー (9～10月平均、3ヵ月) | ②ドル/円の年初末値幅 | ③貿易・サービス収支の赤字幅 (1～8月) | ④日米金利差 (9～10月平均、10年物国債、米国-日本) | ⑤投機筋の米10年債売り越し幅 (週間ベース、9月～10月第2週平均、ニューヨーク先物) | ⑥投機筋の円売り越し幅 (週間ベース、9月～10月第2週平均、ドル/円先物) | ⑦輸入物価指数円安要因 (円ベース) - (契約通貨ベース) | ⑧暮らし向きDI (10月日銀調査) | ⑨岸田内閣支持率 (1～10月平均) | ⑩米為替操作国「監視リスト」日本の掲載状況 |
| 2022年 | 11.8% | 30.9円(～9/21、円買い介入の前日) | 13.1兆円(累計) 1.6兆円(月平均) | 3.47% | 33.8万枚 | 7.6万枚(1枚:1250万円) | 38.0(9月) | -46.7%pt | 51% | 掲載 |
| 2023年 | 8.5% | 21.9円(～10/13) | 7.9兆円(累計) 1兆円(月平均) | 3.73% | 73.6万枚 | 10.3万枚 | 35.1(9月) | -54.3%pt | 38% | 6月に除外 |

(出所) 各種資料より明治安田総研作成。要因ごとにより介入の誘因が強いとみられる年に緑の着色

実際に為替介入が行なわれた2022年秋と現在の状況を比較する(図表2)。まず、昨年の介入の大義名分となったボラティリティーは、昨年の高騰時と比べ落ち着きつつある(前掲図表1、図表2の①)。ボラティリティーを理由に介入に踏み切ることが難しい状況だが、10/4に神田財務官が持ち出してきた指標が「値幅」であった(図表2の②)。同氏は、「一方に一方的な動きが積み重なって一定期間に非常に大きな動きがあった場合はそれも過度な変動に当たり得る」、「年初来で20円以上の値幅も一つのファクター」と発言し、緩やかでも断続的な円安は容認しない姿勢を示した。これは、為替政策の転換と考えられ、当局は意図的に介入のハードルを下げているようにみえる。

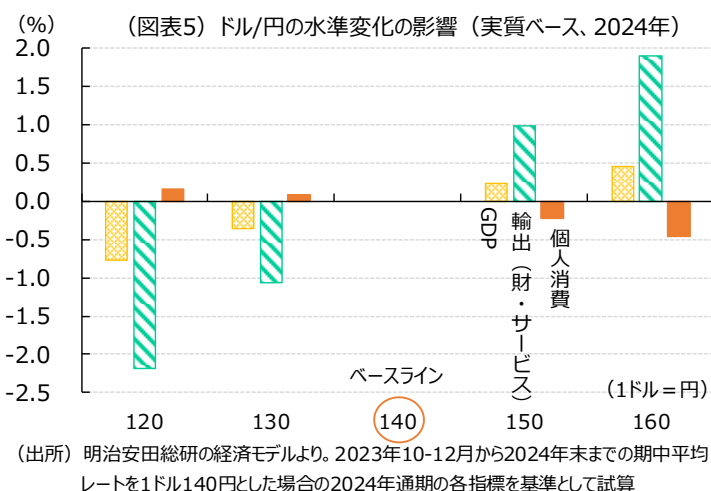
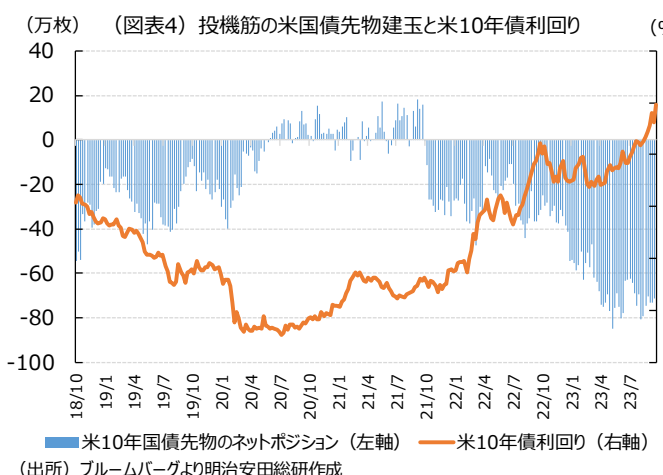
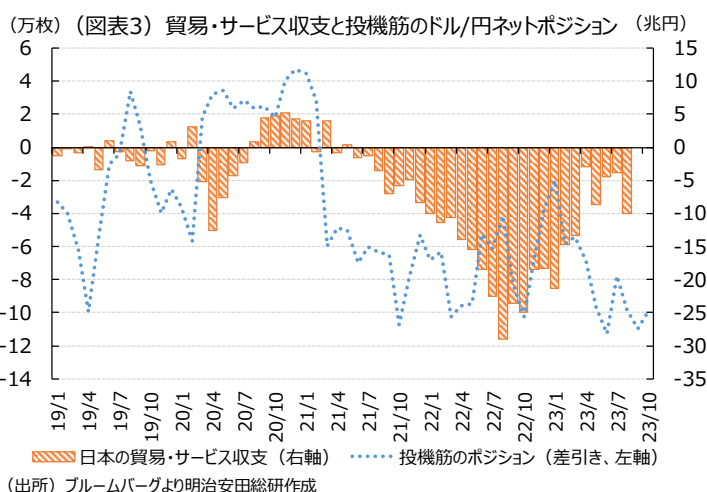
次に実需・金利基準をみる(図表2の③と④)。日本の貿易・サービス収支の赤字幅は、2023年に入ってから、インバウンド消費の復活や資源価格下落などで改善傾向にある(図表3)。一方で、日米金利差はやや拡大(図表2の④)、先行きについても、米10年物国債の投機筋ポジションが大きく売りに傾くなど(図表4、図表2の⑤)、米金利の先高観は強い。

議会の混乱や国債増発懸念なども踏まえると、日米金利差のさらなる拡大の可能性にはまだ警戒を要する。神田財務官は10月19日に、「金利自体も投機の対象になっている」と述べており、米国債先物市場の動向は見逃せない。為替先物市場における投機筋の円売り越し幅も高水準であり(前掲図表3、図表2の⑥)、円の先安観は根強い。

①～⑥をまとめると、実需面の円安要因は和らいでいるが、金利面での円安圧力は警戒水準にとどまり、投機筋は円のさらなる下落余地をみている。よって、ドル/円の相場変動は昨年ほどではないとしても、当局は警戒態勢をとり続けざるをえない。もっとも、これら従来からの指標だけでは、当局の介入への姿勢が前のめりである理由としてはやや弱い。

2. 依然円安は日本経済にプラスも、家計の生活実感低下は著しい

当研究所の経済モデル(OEGM)によると、円安は依然として日本経済にとってプラスである(図表5)。本邦当局が円安効果について語らなくなって久しいが、円安進行による輸出増(インバウンド需要によるサービス輸出を含む)とグローバル企業の海外収益拡大効果は輸入物価上昇などによる消費下押し効果を上回ると考えられる。よって、全体としての効果ではなく、不利益を被る主体、すなわち有権者の声を本



邦当局は憂慮しているとみられる。

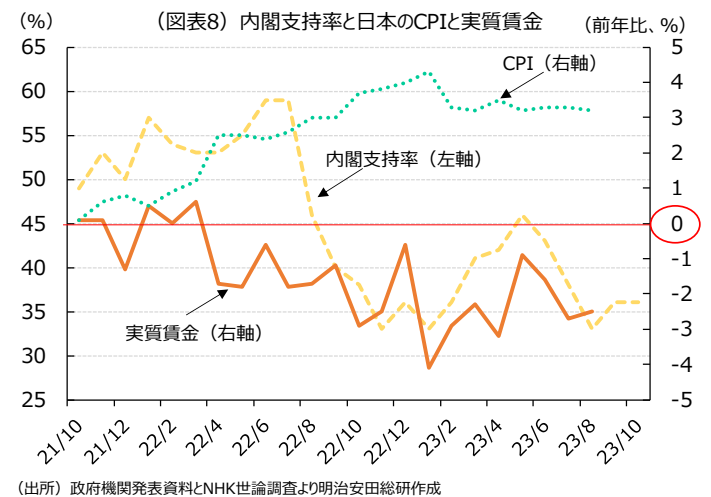
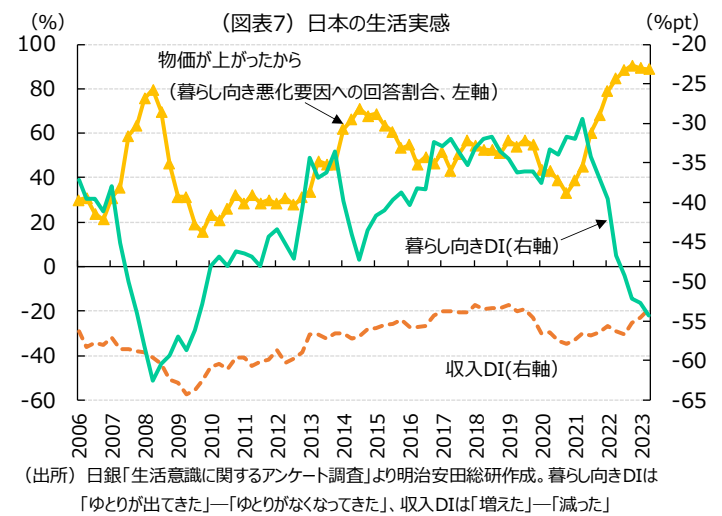
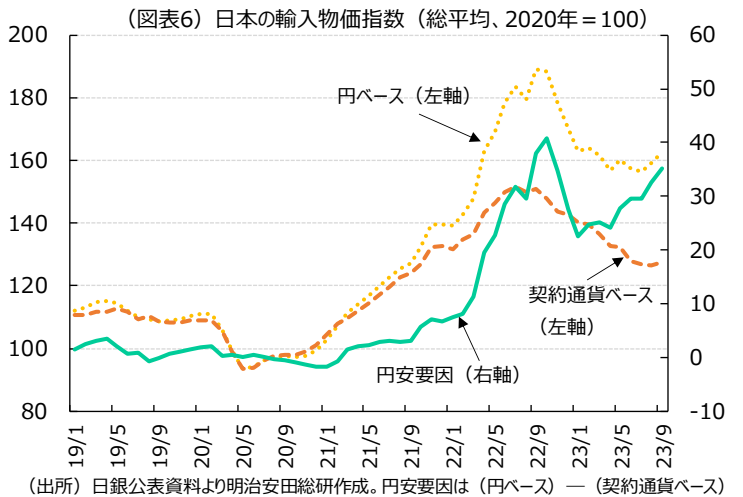
そこで、生活実感・政治基準（図表2の⑦～⑩）をみ
てみる。⑦の輸入物価上昇は産業界にとっては費用増
加要因に、家計にとっては購買力低下要因となるため、
重要なファクターとなろう。契約通貨ベースの輸入物
価が低下傾向にあるのに対し、円ベースの輸入物価は
高止まりしている。円ベースと契約通貨ベースの差が
円安による輸入物価高騰分だが、2023年になって再び
拡大、昨年秋口の水準に近づきつつある（図表6）。⑧
は家計の状況を直接的にとらえる指標である。日銀の
「生活意識に関するアンケート調査」は内閣府の「消費
動向調査」と比べ、暮らし向きの変化の要因や期待イン
フレ率などに具体的に踏み込んでいる点が優れている。
また、「消費動向調査」は半年後の見通しを聞くもの
であるから、現況判断については「生活意識に関する
アンケート調査」を参照する。

日銀が10月13日に発表した「生活意識に関するア
ンケート調査」によると、暮らし向きDIは前回調査か
ら1.6pt低下の▲54.3%ptとなり、悪化に歯止めが掛
からない状況にある（図表7）。暮らし向き悪化要因へ
の回答割合では「物価が上がったから」が88.7%であ
り（複数回答可）、物価高への怨嗟の声は大きい。賃上
げで収入DIが改善傾向にあるなかでも、賃金上昇率は
物価上昇率に追い付かず、実質賃金低迷により暮らし
向きが一向に上向かないところは政権にとって悩ま
しい。

そして、内閣支持率（図表8、図表2の⑨）は低迷
し、岸田内閣は物価高対策として「税込増分の還元」
を表明するなど、支持率底上げを図る動きをとっている。
物価高を助長する円安を抑えたいという誘因を内
閣支持率で測ることができると考えられる。⑩の米為
替操作国「監視リスト」から2023年6月に日本が除外
されたことも介入の誘因を高めよう。家計の生活実感
や政治的要因は昨年から明確に悪化していることか
ら、当局が昨年並みかそれ以上に為替市場に対し警戒
感を持っている主因は、政治的配慮に求められよう。

3. 高齢者ほどインフレに敏感な可能性も

政権が気にしているのは身近な生活実感に根ざした家計の物価予想であろう。日銀の「生活意識に関するア



ケート調査」によると、家計の期待インフレ率（1年先）は10%付近で高止まりしている。その推移は実際のCPI（食品）と近い（図表9）。食料品の値上がりに家計は敏感であり、値上がりを助長する円安を歓迎しないだろう。

また、政権が投票行動を探る上で気になるのは年齢別のデータであろう。日本では属性別の家計インフレ率は公表されていないので、欧米の統計をみると、ニューヨーク連銀と欧州中央銀行（ECB）の調査からは、高齢者ほど期待インフレ率が高くなる傾向がみてとれる（図表10、11）。一般的に、高齢者は所得が少なく貯蓄に頼って生活する傾向があることから、貯蓄の目減りをもたらすインフレに敏感にならざるをえない。現役世代にとってインフレは、所得がある程度物価に連動することや、住宅ローンなどの負債が目減りすることから、高齢者ほど痛みを感じないと考えられる。

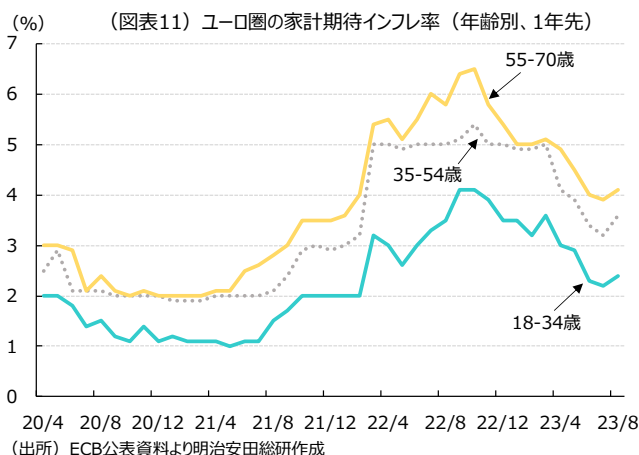
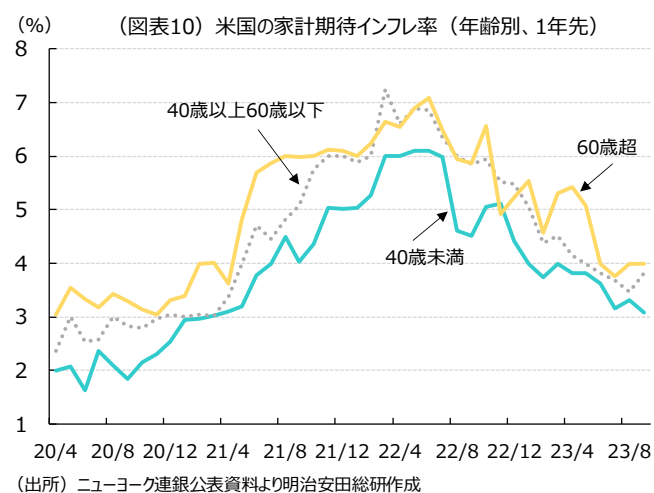
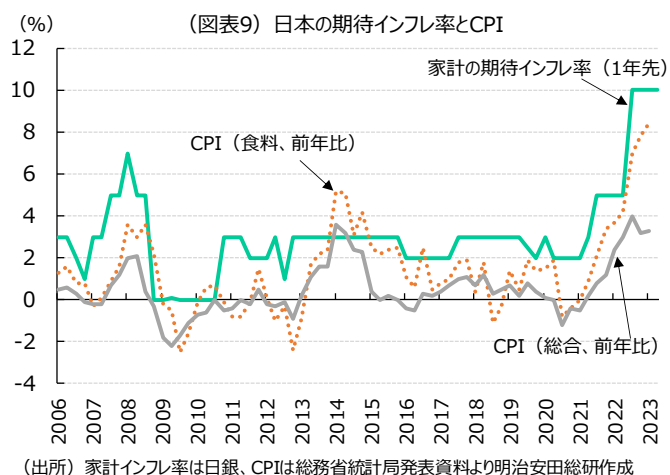
内閣府の消費動向調査では、高齢者の方が「今後物価が上がる」と答える傾向にあり、欧米での年齢別インフレ期待の傾向が日本でも当てはまる可能性は高そうである。この点、政権が物価高対策を急ぐのもうなずける。高齢者ほど投票率が高く、この層の不満は無視できないためである。

4. さらに円安が進めば、大規模介入の可能性が高い

2022年9-10月に、本邦当局は合計9.2兆円を円買い介入に投じた。足もとの状況を当時と比べると、生活実感の低迷や内閣支持率の低下など、円安の負の側面はより大きい状況にあり、政権の危機感を踏まえると、1ドル150円を超えて円安が進む場合は円買い介入が入る可能性が高い。また、日銀への政策修正圧力が増大する可能性もあろう。

ドル/円相場の先行きは予断を許さない状況にある。

日米金利差が拡大した状況が長く続けば、円キャリートレードが再び活発になる可能性がある。貿易・サービス収支についても、中東情勢緊迫化による地政学リスクの高まりが原油価格上昇を通じて貿易赤字の再拡大につながる可能性がある。当面の重要イベントをチェックすると、10月26日発表予定の7-9月期米実質GDP成長率は前期比年率+4.1%（市場予想）と、前期（同+2.1%）から大幅に加速する見通しである。アトランタ連銀算出のGDPNow（同+5.4%）などの見立て通り、コンセンサスから上振れて着地するようであればさらなるドル買い材料となろう。10月末に日銀は外国為替平衡操作の実施状況（10月分）を発表予定であり、円買い介入の実績が確認されなければ円売りが強まる可能性もある。また、10/30-31の日銀金融政策決定会合で政策修正が見送られ、10/31-11/1の米連邦公開市場委員会（FOMC）でタカ派姿勢が維持されるとすれば、ドル/円が上値を試す展開は



現実味を帯びる。本邦当局の緊張感は相当に高まっているとみておきたい。

※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