

円高と闘う¹

慶應義塾大学 竹森研究会

財政金融政策合同分科会

佐藤龍一 尾比賀祥平 濱田絢子 小口哲輝 小野祐紀

2011年12月

¹ 本稿は、2011年12月17日、18日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2011」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、竹森教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

ISFJ 2011

政策フォーラム発表論文

円高と闘う

2011年12月

要約

世界の主要国において金融危機が続発し、景気の減速が避けられない流れのなかで、現在世界の資金は相対的に安全性が高いとされる日本円に集まり、歴史的な超円高を招いている。円高をよしとする考えもあるが、輸出企業が日本経済の牽引役であることを考えれば、輸出企業に大幅な損失をもたらす円高と、政府は闘い歯止めをかける必要がある。そこで我々はどのようにしたら円高を抑制できるか考え、以下の提案を検討した。まず日銀の国債直接引き受けやインフレターゲットが有効であるか検討した。ついで為替介入について、2003年に小泉内閣のもとで行われたもの、スイス、中国の為替介入が参考になるか検討し、どのように活かすことが可能か考えた。さらにそれに加えて包括介入政策を提案した。まず日銀の国債直接引き受けについてである。日銀の国債引き受けを積極的に実施すべきか、それとも経済崩壊を引き起こしかねない高リスクな政策として避けるべきかを判断するのは難しい。日銀の発表では国債引き入れを安易に行わない理由として、「中央銀行がいったん国債の引き受けによって政府への資金供与を始めると、その国の政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛らなくなり、悪性のインフレーションを引き起こすおそれがあるため」であるとしている。それによってその国の通貨や経済運営そのものに対する国内外からの信頼も失われてしまうことは、長い歴史から得られた貴重な経験であり、わが国だけでなく先進各国で中央銀行による国債引受けが制度的に禁止されているのもこのためである。しかし、現在の円高基調を完璧に打開する可能性のある政策であることも否定できない。日銀の国債引き受けをめぐるのは、実施の是非について慎重に議論し、また仮に実施が決定した場合、国債引き受けのスパイラル防ぐための対策も議論されるべきである。次にインフレターゲットについてである。インフレーション・ターゲット政策はあくまで国民にインフレーションが起こるという「期待」を持たせるものであり、また金融政策を実施する上での枠組みとして明確な目標にもなる。しかしながらデフレーション下での採用例がないことを考慮すると、日本で使用した場合の期待効果について、より詳細な検証をふまえた上での判断が必要であると考えられる。また、デフレーションの是正は為替レートの是正に結びつくわけではなく、円高抑制を念頭に置いた安易な物価上昇率目標の設置は避けるべきであると思われる。為替介入はもっとも直接的な手段であるが、結論から言うと為替介入のみに頼って円安に導くのは難しい。政治的な要素も考慮に入れると、これに加えて包括介入も必要である。為替レートはあくまで相手国通貨との交換比率であり、最近のテーマである「中央銀行の緩和への意欲」を比較した場合に、相手国が日本以上に緩和姿勢を見せていれば、円高基調が続くことも十分ありうる。白川総裁は日本が世界で最も先進的な金融緩和策を実践していると自負したが、10年以上にもわたってデフレから脱却できずにいる国が金融緩和措置を採るのは当然のことであり、デフレからの完全脱却という目標を達成すべく、そして円安に導くためにも、今後とも緩和策の効果が十分発揮できるような環境づくりにも邁進すべきであろう。このような環境づくりをどのように進め、包括政策がどう役立つか提言する。

目次

はじめに

第1章 可能性のある円高是正策

- 第1節 (1. 1) インフレターゲット
- 第2節 (1. 2) 国債引き受け
- 第3節 (1. 3) 海外への投資
- 第4節 (1. 4) 為替介入策

第2章 2003～2004年の為替介入策について

- 第1節 (1. 1) 量的緩和と為替介入
- 第2節 (1. 2) 不胎化介入と非不胎化介入
- 第3節 (1. 3) 不胎化介入と非不胎化介入の有効性

第3章 他国の為替介入からまなぶ

- 第1節 (1. 1) スイスの事例
- 第2節 (1. 2) 中国の事例
- 第3節 (1. 3) 考察

第4章 解決策の提案

- 第1節 (1. 1) 為替介入と金融政策
- 第2節 (1. 2) 包括緩和策

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

2000 年代後半以降、世界を取り巻く経済状況は一変した。これまで世界経済の中核を担ってきた欧米で相次ぐ金融危機が発生し、国家の信用を大きく揺るがすことになった。危機は日本経済にも波及しており、今後更に拡大するおそれもある。

・世界的金融危機

アメリカでは、2005 年から住宅バブルが起これ、それに応じてサブプライム層向けの住宅ローン市場が急拡大した。しかしながらバブルが崩壊して住宅価格が下落すると、債務不履行を宣言して住宅を差し押さえられる債務者が続出するようになった。サブプライムローンを保有する金融機関は資産を失って経営が悪化し、リーマン・ブラザーズをはじめとする一部の主要機関が財政破綻に陥る事態となった。現在もサブプライム住宅ローンの焦げ付きによる巨額な損失の影響は色濃く残っている。

欧州連合(EU)では、2009 年 10 月にギリシャの国家財政が粉飾決算されていたことが分かり、実際は巨額の債務を抱えていることが判明した。債務不履行の不安からギリシャ国債の信用は著しく下がり、市場価格は暴落した。ギリシャ国債を多く保有する欧州中央銀行(ECB)や他のヨーロッパ諸国は財政悪化の危機にさらされているほか、同じく債権を持つ民間の金融機関への悪影響も懸念される。また、ギリシャ以外にも“PIIGS”と呼ばれる財政不安を抱える国が EU 内には複数存在しており、一国の財政破綻がユーロ全体の崩壊につながる危険性も指摘されている。

・日本への波及、歴史的円高

欧米での金融危機が発生するに従って、日本はその影響を大きく受けてきた。2000 年代初頭から外需中心のいわゆる“いざなぎ景気”によって日本経済は回復傾向をみせていたものの、サブプライム問題の発生によって GDP はマイナス成長へと転じた。また、リーマン・ショック、ギリシャ危機といった相次ぐ問題によってドル、ユーロの価値が急減し、相対的に円が買われる傾向が強まった。この結果、対ドル円相場は 2007 年の 124 円台から 2010 年には 80 円台へと大きく値を上げることになった。そのため国内企業の世界的競争力が低下し、生産拠点を海外に移すなど産業の空洞化が進行してきた。有効な対策を打ち出すことができない中、2011 年には東日本大震災、また福島第一原子力発電所事故が発生した。為替市場では円資金需要の高まりを見込んで円高が急速に進み、3 月 17 日の円相場では一時 76 円 25 銭をつけて戦後最高値を更新した。その後、協調介入によって一時的に円安状態となったが、アメリカの量的緩和政策に対する懸念や欧州危機の深刻化によって再び円高が進み、現在は 70 円台後半を推移する状況が続いている。

本稿の目的は、景気減速の主因となっている歴史的円高から脱却するため、単独の為替介入だけに留まらない包括的な金融政策を提案することである。世界的な金融不安によって必然的に日本円に資金が集中するような状況下においては、従来の方法のみに縛られない金融政策を実施することの必要性を示していく。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章では、まず円高是正に効果があると思われる政策を列挙し、そのそれぞれについて政策運営の方法や期待される効果を考察していく。第2章では、2003年に日本が実施した継続的な為替介入を振り返り、介入の特徴及び反省点をみていく。第3章では、近年為替介入によって効果をあげたと考えられるスイス・中国の事例を取り上げ、介入方法を分析していく。第4章では、これまでの章をふまえて、包括的な金融緩和政策を政策提言として提案する。

第1章 可能性のある円高是正策

第1節 インフレターゲット

まず、円高対策におけるインフレーション・ターゲット政策の可能性について考察していく。円高の要因の一つとして考えられるのは、長期にわたって日本に充満しているデフレ基調である。政府の金融緩和によって一時的には回復したものの、1998年夏に消費者物価がデフレーションに転じたのを境に、経済状況は停滞したままである。長期的なデフレーションは物価の下落を促進し、また同時に日本円の貨幣価値も上昇する傾向が強まるため、デフレーションからの脱却が円高抑制のための有効な対策になりうると考えられる。

インフレーション・ターゲット政策は、1988年にニュージーランドで初めて導入されたのを皮切りに、イギリス、オーストラリア、スウェーデンなどの先進国で採用されている。当時は各国とも高インフレに悩まされており、物価上昇率の安定を目指した新しい金融政策の枠組みとして成立した。それをデフレーション下の日本にも応用し、物価上昇率を安定的に増加させようというのである。

インフレーション・ターゲット政策を導入する利点としては、単に国内のインフレ期待を高めてデフレーションの改善を誘導させるだけでなく、具体的な目標を明示することで金融政策の独立性を高め、同時に金融政策に対する説明責任も明確になる点である。先程も述べたが、日本銀行はこれまでにゼロ金利政策をはじめ、様々な金融緩和政策を実施してきたものの、依然としてデフレーションを改善するには至っていない。最近では米ドルの買いオペに伴う非不胎化介入によってマネタリー・ベースの増加を図る動きもみられるが、伊藤(2002)は当面のデフレーション脱却のためにこのような非伝統的金融政策を積極的におこなう必要性があると述べている。斬新な金融政策には政府や世論からの反発を招くおそれがあり、その動機づけとしてインフレーション・ターゲットの達成を挙げることによって、日本銀行の責任のもとで円滑に政策が施行できるというのである。確かに、昨今の政治不信によって多方面から批判を浴びるような状況下では、信頼を再び取り戻すためにも効果的な政策であるかもしれない。

しかしながら、円高防止策としてのインフレーション・ターゲット政策を実施するにあたって様々な難点が浮上する。

まず、デフレーション下におけるインフレーション・ターゲット政策の導入には多くのリスクが伴うことである。過去の採用例を見ても分かるように、当政策はインフレ抑制・物価の安定を目的として使用されており、デフレ脱却のために使用されたことはない。そのため、国内のインフレ期待を喚起したところで実際にインフレーションが発生するかどうかは不明であるし、仮にインフレーションが発生しても、物価やインフレ期待をコントロールできるかどうか未知数である。また、インフレ期待が増大すると名目金利も上昇するため、国債発行に影響が出るほか、国債の格付けが下がって金利が高騰し、財政リスクが生じるおそれもある。

加えて、為替レートと物価上昇率の関係性からインフレーション・ターゲット政策が円高是正に効果を挙げることは期待できないと推定される。Osawa(2006)によると、当政策導入後の韓国・タイ・フィリピン 3 国について対ドル為替レートを被説明変数、消費者物価指数(CPI)を説明変数とにおいて回帰分析を行った結果、有意性はなく、2 要素の間には相関関係がないことが解明された。とりわけ韓国においては、1999 年以降 $3 \pm 1\%$ のインフレ率目標幅を掲げ、以後 2000 年 1 月から 2006 年の分析時まではその目標値を達成してきたのにもかかわらず、物価上昇率が為替レートに影響を与えたことが立証されなかった。このことから、日本がインフレーション・ターゲット政策を導入し、仮にその目標値が達成されたとしても、為替レートを円安に誘導することはできないと考えられる。

インフレーション・ターゲット政策はあくまで国民にインフレーションが起こるという「期待」を持たせるものであり、また金融政策を実施する上での枠組みとして明確な目標にもなる。しかしながらデフレーション下での採用例がないことを考慮すると、日本で使用した場合の期待効果について、より詳細な検証をふまえた上での判断が必要であると考えられる。また、デフレーションの是正は為替レートの是正に結びつくわけではなく、円高抑制を念頭に置いた安易な物価上昇率目標の設置は避けるべきであると思われる。

第2節 国債引き受け

円高対策案としての日銀の国債引き受け案について考える。日銀の国債引き受け案というのは、日銀が国債を買い、紙幣を造り出すことによって円高を抑制しようと言ったプランである。実際、日銀の国債引き受けは財政法第 5 条で禁止されているが、この財政法には但し書きがある。「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では」日銀の国債引き受けを可能にしているのである。今の日本の円高問題を含め、今回の震災などの問題は合わせて、第二次世界大戦の敗戦に匹敵する国家的な危機であり、「今がその特別な事由でなくして、何が特別な事由なのか」という主張が出てきている。確かに、この危機的状況の中、何故この案を即座に通さないのかといった考えも生まれるかもしれない。日本には 1400 兆円もの個人金融資産があるのだから、何も日銀に引き受けさせなくても、普通に市中で発行すればよいと反論する意見もある。実際のところ、日本国債の利回りは 1.2% 程度と極めて低く、今現在数十兆円の赤字国債を発行したところで問題なく消化できる。また、先ほども説明したように、法律上、日銀の国債直接引き受けは禁止されていることは事実であるが、市場で国債を買うことに法的な問題はなく、政府が発行した国債を日銀が市場ですぐに買い入れれば、バランスシート上は日銀が直接引き受けたのとはほぼ同じ効果になる。違うのは、政府から強制的に国債を買わされるか、それとも日銀の意思決定に基づいて国債を買い入れるかという点のみである。このように考えると、震災復興などに必要な資金の日銀の国債引き受けは必要性のないように思われる。震災の復興財源のみであれば、日銀が引き受けにしても市中で賄うにしても構わない話であるが、復興財源以外に円高抑制を考慮した場合、選択肢的には、日銀の国債引き受けが最適と考えられる。日本は現在デフレと円高に苦しんでいるため、日銀が国債を直接引き受けてインフレ・円安になるならむしろ好都合である。「直接引き受け」も「市中買い入れ」も経済に与える効果としては同じだとしても、マーケットの反応はまったく異なる。仮に日銀が国債を引き受けると発表した場合、日本はそれほどまでに危なく、財政の規律が失われるのではないかと判断されてしまうおそれがある。国債引き受けによって為替市場では大幅に円安が進み、日銀券増発で貨幣価値の希薄化が想起され、デフレに苦しんで

いる日本に対し、インフレ期待が生まれる可能性が非常に高くなる。一方国債相場は一時的に下落するだろうが、基本的にはカネ余りのマーケットのため、買い手が誰もつかなくなるほどの暴落は考えにくい。さらに、すでに 70 兆円あまりの国債を保有している日銀としては、更に数十兆円単位の国債引き受けをしても、戦後のようなハイパーインフレーションが起こる可能性は考えにくい。以上のように、日銀の国債引き受けは貨幣を発行することにより震災の復興財源にもなる上に、円高抑制、インフレにつながると考えられる。

しかしながら、一度政府が中央銀行による国債引き受けを実施し始めると節度が失われる危険性も否めない。近年の例でいえば、1990 年の中南米の平均インフレ率は 480%、93 年に年間インフレ率が 100%を超えていた国は世界で 24 カ国もあった。これはすべて、中央銀行による国債引き受けオプションを使い続けた結果である。政府が税収の裏づけのない歳出を行い、中央銀行が紙幣を何年も刷り続けた結果、このようなインフレーションをもたらしてしまったのである。日本は近い未来、高齢化によって貯蓄が減少し、海外投資家に日本国債を買ってもらわねばならない比率が緩やかに高まる。もしそれまでに、日銀国債引き受けによって日本国債の格付けが悲劇的に低下していたら、海外投資家は高いリスクプレミアムを要求するか、あるいは購入を拒むことが予想される。そうなった場合、もはや日銀は国債引き受けをやめられなくなる。一度始めると、破綻に行き着くまで止まらなくなるメカニズムがこの政策のデメリットであるといえる。この日銀引き受けを簡単に許可することによって、中南米と同じような道をたどりかねないのである。

以上の議論を踏まえると、日銀の国債引き受けを積極的に実施すべきか、それとも経済崩壊を引き起こしかねない高リスクな政策として避けるべきかを判断するのは難しい。実際、日本銀行の発表では国債引き入れを安易に行わない理由として、“中央銀行がいったん国債の引き受けによって政府への資金供与を始めると、その国の政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛らなくなり、悪性のインフレーションを引き起こすおそれがあるため”であるとしている。それによってその国の通貨や経済運営そのものに対する国内外からの信頼も失われてしまうことは、長い歴史から得られた貴重な経験であり、わが国だけでなく先進各国で中央銀行による国債引き受けが制度的に禁止されているのもこのためである。しかし、現在の円高基調を完璧に打開する可能性のある政策であることも否定できない。日銀の国債引き受けをめぐることは、実施の是非について慎重に議論し、また仮に実施が決定した場合、国債引き受けのスパイラル防ぐための対策も議論されるべきである。

第3節 海外への投資

円高により輸出企業の世界市場における競争力が低下する一方、同時に日本企業が海外の資産、企業を買収する能力が上昇している。多くの手元資金を抱える中、海外に投資し、資金の有効活用を図るべきである。海外へ投資する際に円を外貨に交換する必要性が生じ、これは円安要因にもなる。

実際に近年、世界的にM&Aが減速する中、日本企業が海外企業を買収するケースが増えてきている。これは円高、そして世界的な不況による株価低迷で、企業を買収し易くなったのも一つの要因なのである。手元に潤沢な現金・預金を抱え始めた日本企業が急激な円高を追い風に買収などを仕掛けている構図で、インドやブラジルなど新興国企業相手

のM&Aが続出している。日本経済が伸び悩む中、伸び盛りの海外企業と連携して業績回復につなげようとする動きが加速している。

日本国内で製造した生産物を輸出することにより、海外に新たな工場を建てたり、海外の企業を買収し、現地で生産した物を現地で売る方が為替レートに左右されにくくなり、円高下では有利である。半年前の震災等でサプライチェーンが寸断された事もあり、拠点を分散するのが有効だ。その一方で、生産が日本国内から海外に移動することにより、空洞化が発生する事も否めない。

海外への資金移動は企業に限らず、個人投資家の多くも海外や外貨への投資を加速させていた。しかし震災や、8月の株価急落等を受けて、一般的にリスクが高いとされる海外資産から資金が流出するのが見受けられた。

海外、特に新興国への投資の主なリスクとして、流出入が激しいという点が挙げられる。高い利回り、そして短期的な利回りを狙ったホットマネーつまり投機的な資金が多く集まり、それによって投資商品の値段が急騰することもある一方で、小さなきっかけで一気に流出する可能性がある。この様なリスク以外にも、単純な為替リスク等も存在している。

しかし世界経済を引っばってきたアジア新興国の景気が検束傾向を示している。背景としては、東日本大震災によるサプライチェーン寸断による生産・貿易下押し、インフレに伴う金融引き締め、欧米経済減速に伴う輸出減少、金融市場の混乱によるリスク回避志向の強まり等が挙げられる。

東日本大震災によるサプライチェーンの寸断の悪影響は日本企業の急激な生産回復に伴い、各国への影響は小さくなりつつある。一方で、震災以前から懸念されていたインフレ圧力に加え、新たに浮上している欧米経済の減速と世界的なリスク回避志向によって、新興国経済の先行きに偏重をもたらす大きな懸念材料となっている。

リスクが存在する一方で、円高である以上、海外の資産が相対的に安く購入できるというポイントは変わらない。企業は手元資金の有効活用、現地生産、拠点の分散等を目的に、個人は短期的ではなく、長期的な観点から見て利回りの高い新興国への投資を目的にすれば収益が望める。また、2011年3月11日に発生した東日本大震災による福島第一原子力発電所の事故以来、国民生活・経済活動を担うエネルギーの安定調達の重要性が注目を浴びている。そのため海外の法人だけでなく、海外の天然資源を確保も重要である。この様な動きが加速すれば、円高を逆手に取り有利な投資が実現し、円が外貨に換えられる過程で円安への誘導にもなる。

第4節 為替介入策

最後に、円高是正策の一つとして「為替介入策」を考える。為替介入を簡潔に説明すると、通貨当局が外国為替市場において、外国為替相場に影響を与えることを目的に外国為替の売買を行なうことである。日本では、財務大臣が円相場の安定を目的として用いる手段であり、為替介入は財務大臣の権限において実施される。

第二次世界大戦後、日本円は1ドル=360円の対ドル固定為替相場制が導入されていた。しかし、1971年のニクソン・ショックにより固定為替相場制は終わりを迎え、1973年2月から変動相場制に移行した。日本円は以来、基本的には円高傾向にあったが、為替相場は大きく変動することもあった。そういった急激な為替レートの変動は、企業の経営だけではなく日本経済そのものに悪影響を与える可能性がある。そこで為替相場の変動を

小さくし、相場が乱高下しないように、急激なドル安円高の場合は円売りドル買い介入、急激な円安の場合は円買いドル売り介入をおこなう。

為替介入は財務大臣の権限において決定されるが、実際には財務官が指揮をとり、介入実行のタイミング、金額などは、財務省為替市場課を通じて日銀為替担当に伝えられる。介入資金は、財務大臣が管理する政府の「外国為替資金特別会計」である。まず、円売りドル買い介入の場合は国債の一種である「国庫短期証券」を発行し、円を調達する。その円を売買代金に充てて支払う。対価のドルは、米国の中央銀行にある本邦当局の外貨準備預金国座で受領する。逆に円買いドル売りの場合には、ドルは外貨準備預金から引き出して支払い、対価の円で国庫短期証券による借入を返済する。ゆえに、円高防止の円売りドル買い介入を行うとその介入金額分、ドルの準備預金が増額する。以上が為替介入の概要である。

第3章では、第1節～3節とインフレターゲット・国債引き受け・為替介入の3つの円高是正策の可能性について考えてきた。その中で、もっとも有効性を期待できそうな為替介入策に私たちは注目し、以下からより詳しく可能性を探っていく。2003～2004年に行われた為替介入、他国でおこなわれてきた為替介入について考察をしたうえで、現在の日本に有効な為替介入による円高是正策を考える。

第2章 2003～2004 年の 為替介入について

第1節 量的緩和と為替介入

まず日本の経済の動向と、それに対して日本の金融当局がおこなってきた政策を見ていく。2001年9月のアメリカ同時多発テロ事件で世界の金融市場は大混乱に陥り、ドルとアメリカ株の暴落に影響を受けた円相場も急落して、2002年初めまでには1ドル=130円台まで値を下げた。その後、国内ではいざなぎ景気越えともいわれる景気が始まるとともに円相場も持ち直し、2002年下半期までには120円前後まで上昇した。そして2003年5月にりそなグループが公的支援を決定すると、一気に円買いがおこなわれ円の価値が急上昇し、1ドル=120円割れたのち110円も割れ、2004年初夏には100円割れという水準に向かって急速に円高が進んでいた。

そういった状況のなか、日本銀行がそれまで金融市場調節の誘導目標である無担保コールレートを下限であるゼロまで引き下げても十分な景気刺激効果が得られなかったため、2001年3月19日には日本銀行によって量的緩和政策が導入された。この政策は、さらなる金融緩和策として政策変数を日本銀行に保有している当座預金の残高量に変更するというものであり、当初4兆円ほどの当座預金の残高量を5兆円に増やすことを目標とされた。この政策はベースマネーを豊富に供給することによって有効需要の喚起を図ろうとするものであった。この政策は消費者物価指数の前年比の上昇率が4カ月連続でゼロ%以上になった2006年3月9日に解除され、政策金利は無担保コールレートに戻された。

この量的緩和政策は、2つの特徴を持っている。まず1つ目は、当座預金の残高量目標が頻繁に変更されたということである。前述のように、当初は4兆円から5兆円への増加が目標とされていたが、量的緩和政策の導入から半年たった2001年8月には5兆円から6兆円へと引き上げられた。さらに、12月には10～15兆円に引き上げられるなど、短い期間に次々と変更され、最終的に2004年1月には30～35兆円へと引き上げられた。2つ目の特徴としては、2001年12月以降、当座預金の残高量目標が「4兆円」といったポイント表示ではなく「10兆円～15兆円」といったレンジ表示に変更になったことがあげられる。これは、レンジ内で最大5兆円の変動を認めているということである。

その量的緩和政策に重ねて、財務省は2003年1月15日から2004年3月16日にかけて溝口財務官の時期に、円高対策として外国為替市場において大規模な為替介入をおこなった。介入は2日に1度の頻度でおこなわれ、榊原・黒田財務官の時期である1995年6月から2002年1月に行われた介入が40日に1度であったことを考えると、かなりの介入頻度であったことがわかる。介入総額は前回の25兆円に比べて35兆円であり、つまりこの介入は短期的・集中的に実行されたのである。

第2節 不胎化介入と非不胎化介入

中央銀行が為替介入を行った場合、市場に供給もしくは市場から吸収された円資金を相殺するために、公開市場操作が必ずおこなわれる。円買い・ドル売り介入の場合は買いオペレーションで円資金を市場に供給し、円売り・ドル買い介入の場合は売りオペレーションで円資金を吸収する。これが不胎化オペレーションである。日本をはじめとする先進国の金融政策は、基本的に無担保コールレートについて目標を設定し、その目標が維持できるようにベースマネーの量を日々調節している。ゆえに、為替介入によって市場に出回っている円資金が多くなったり少なくなったりした状態で放置されてしまうと、無担保コールレートが目標から乖離してしまうのである。不胎化オペレーションはそういった事態を防ぐ目的でおこなわれ、各国の中央銀行は必ずこの不胎化を行うと言われている。

しかし渡辺氏、藪氏のファイナンシャル・レビューによると、2003～2004年の為替介入時には、先に述べた同時期に行われていた量的緩和政策の2つの特徴によって、日本は不胎化オペレーションをおこなわない、つまり非不胎化をおこなうことも可能であった。仮に当座預金の残高目標が、一度も変更されないあるポイントで固定されていたとする。その場合、円売り介入によって当座預金残高が増えると目標維持のために日銀はそれを吸収せざるを得ず、円売り資金を市場に放置しておくことは不可能になる。しかし、まず目標が当座預金の残高目標が頻繁に変更される場合を考えると、変更のタイミングと円売り介入のタイミングを合わせることで、介入による円資金の増加を市場に放置することができる。また、目標がレンジで設定されていると、円売り介入で市場に供給された資金を放置してもレンジ内で融通が利く。こういった量的緩和政策の特徴によって、日銀は当座預金の残高目標を維持しながら、非不胎化をおこなうことが可能であった。

第3節 不胎化介入と非不胎化介入の有効性

前述の不胎化された円売り介入と不胎化されない円売り介入であるが、どちらが円高是正に役立つのであろうか。ここから、不胎化介入と非不胎化介入の円高是正策としての有効性を比較していく。不胎化介入とはつまり、通貨当局と民間部門との間で円建て債券とドル建て債券を交換することである。それに対して非不胎化介入は、不胎化された介入と追加的な円資金の供給が合わさったオペレーションのことである。この介入は、結果的に市場に出回っている円資金の膨張につながることで、金利の低下を導く。低金利は資本の流入を妨げる一方で資本の流出量を増やすので、円安の方向に導かれる。ゆえに非不胎化介入が円高是正に効果的であると思われるがここでもう少し詳しく、不胎化介入と非不胎化介入の効果を、金利が正の水準のときと金利がゼロのときにわけ比べてみる。

まず金利が正の水準にある場合を考える。追加的な円資金の供給によってベースマネーが増加した場合、為替に対して追加的な効果をもつとすれば、前述のとおり非不胎化介入の方が不胎化介入より大きな効果をもつはずである。

次にゼロ金利下を考える。週刊東洋経済の翁氏、白塚氏の記事によると、ゼロ金利といった、日銀が超短期の資金を十分に供給することによって超短期金利を実質ゼロに近くなるようにしている場合には、短期国債とベースマネーが保有者にとって無差別に近いことから、不胎化介入と非不胎化介入に効果差はないということである。以下2つの理由を述べる。1つ目は、前述のように供給されたベースマネーと市場資金吸収のために売却する短期国債はゼロ金利下ではほぼ完全に代替的であるがゆえからの理由である。ここで資産

市場の一般均衡モデルを考えると、ほぼ完全に代替可能な 2 つの資産を入れ替えても均衡は変わらない。つまりゼロ金利下では不胎化介入と非不胎化介入の均衡は同じになり、非不胎化介入でベースマネーを増やしても為替相場の均衡値は変化しないというのが 1 つ目の意見である。

2 つ目は、金利がゼロの場合さらに追加的な円資金を供給しても、金利がゼロより下にはもう下がることができないから、追加的な円資金供給の効果がないという考えである。つまり、金利がゼロだと円資金の限界効用もゼロであり、円資金の供給量は飽和点に達しているため、それ以上の円資金の供給は均衡に影響を与えないのである。この均衡には不胎化介入か非不胎化介入かは関係なく、ゆえに為替相場への効果も不胎化・非不胎化に依存していない、という考えである。

しかし、短期金利がゼロである今、経済が流動性の罫にあるとする。流動性の罫とは、金融緩和政策によって利子率が低下するにつれて金融緩和の効力も低下し、いくら貨幣供給を増やしてもこれ以上下がらない、という一定水準以下にまで利子率が低下した状態のことを言う。このとき通貨当局が不胎化されない円売り介入を行い、さらにこの非不胎化介入によって市場に放置された円資金は永久的に市場に残ると考える。つまり、経済が流動性の罫から抜けて正常に戻った将来の時点でも、その円資金が市場に残っているということであらわす。経済が正常に戻った時点では、金利は正の水準に戻っているはずであるから、円売り介入によって追加供給される円資金はこの将来の経済が正常な時点での金利を下げる効果をもつ。金利が低下することによって将来円安が発生し、また現在の市場参加者がそういった将来における円安を予想すれば、現在の為替は円安方向に導かれるはずである。円売り介入がすぐに不胎化されてしまうと、こういった予想による円高是正効果は期待できない。この予想の効果は、市場参加者が流動性の罫の終わりをいつ頃と予想しているのが重要である。2003 年に始まった為替介入の時期には、日本の経済全体に回復の見込みが見られ始めた時期であり、量的緩和政策が近くに解除されるという見方もあった。ゆえに、市場参加者は遠くない将来にゼロ金利政策が解除され、金利が正の水準に戻ると考えており、円売り介入が将来の金利予想を下げた可能性がある。ゆえに、ゼロ金利下であっても、不胎化介入より非不胎化介入のほうが大きな効果を持つのである。

以上から、円売り・ドル買いの為替介入と一口に言っても、円高是正により効力があるのは不胎化をおこなわない為替介入であることがわかる。

第3章 他国の為替介入から学ぶ

第1節 スイスの事例

為替介入をおこなってきた諸外国の中から、スイスと中国の為替介入を例にとり、それがどういった方法でどのような効果をあげ、日本の為替介入にどう参考になるか考察していく。

まずスイスの対ユーロ介入について見ていく。スイスはユーロ危機が深まる中、2011年9月6日に1ユーロ=1.2スイスフランに為替レートを固定した。通貨ユーロやドルの下落が続く中、日本円の他にスイスフランが投資家の逃避先として選ばれた。止まらないユーロ安・スイスフラン高にピリオドを打つべく、スイス国民銀行は「大規模に過大評価された為替レートは、景気後退とデフレをもたらすリスクがある」とし、事実上の無制限介入政策に踏み出した。為替水準は市場が決めるという基本姿勢を先進国間で共有するなかで、今回のスイスのような「無制限介入」は極めて異例である。スイスはユーロペッグ制ではなく、上限のみを設定することによって、為替変動に幅を持たせるターゲットゾーン構想のようなものを打ち出した。これは通常の固定相場制度と比べてコストが相対的に節約できるというメリットがある。その理由は、為替相場の参加者は、スイスフランの上限が1ユーロ=1.2スイスフランという値に接近すると、為替介入を予想してスイスフラン買いを手控えるからだ。この為替政策のポイントは、無制限介入と言いながら、為替介入をアナウンスすることで市場に期待形成を生み出しターゲットを維持させることを通じて、介入のための資金を節約できるところにある。スイスが介入を開始するまでの経緯をみる。スイス国立銀行は8月に入って当座預金目標を300億フランから、800億フラン、1200億フラン、2000億円フランへと3度も引き上げた。スイスの経済規模が5500億フランなのをみると、この金融緩和策の規模の大きさをうかがえる。これを行ってもスイスフラン高が止まらないので、為替介入に出るしかなかった。この政策の成否については意見が分かれる。

第2節 中国の事例

次に中国の為替政策について述べる。中国経済は目覚ましい発展を遂げているが、その結果、競争力強化による人民元為替相場の切り上げ要求が日米を中心に高まっている。その背景として、人民元為替相場の切り上げが行われれば、中国製品の輸出価格が上昇し、日米など中国の主用貿易相手国にとって中国からの「脅威」が幾分緩和されると期待されていることがある。人民元切り上げ要求に関する中国政府の公式見解は、人民元為替相場

の安定は中国のみならず、世界経済にとっても望ましいということである。しかし、経済規模が急速に拡大している中国経済にとって、その通貨の為替相場が長期に亘って米ドルという単一通貨に固定すること（ドルペッグ制）は、実体経済に与える負担が次第に巨大なものになる。人民元の為替調整は中国にとっても利益になるということである。中国の国際収支に目を転じると、経常収支も資本収支も黒字が維持されている。本来ならば、大量のドル建て資金の流入は人民元高につながるが、外為集中政策が採られている中国において、人民銀行（中国の中央銀行）は毎日のようにドル買い・元売り介入を実施している。その結果、人民元の対米ドル相場は 8.28 元のレベルに維持されていると同時に、中央銀行が管理する外貨準備は急増している（2003 年 10 月）。当然アメリカ政府は中国に対して為替市場への介入を止めるように求めている。通貨の為替相場が市場で決まるべきだというのはアメリカの主張である。同時に、米国の研究者は、人民元の変動幅を現在の 1%未満から 5%前後に拡大し、米ドルに対するペッグから円・ドル・ユーロからなる通貨バスケットに対するペッグに変更することを提案している。中国政府は中期的に人民元の為替調整について前向きの姿勢を示しているが、短期的には為替調整に慎重な姿勢を崩していない。また、現段階において人民元の為替調整は必ずしも日米両国の経済及び日米企業にとって利益になるとは限らない。とくに、すでに中国に進出している両国の企業にとって人民元の切り上げは逆に不利益が生じる可能性がある。中国にとって人民元の為替調整に慎重な態度を採るもう一つの背景は、香港経済の行方と香港ドルの取り扱いである。中期的にみれば、中国は金融制度改革と不良債権処理を進めつつ、資本市場の開放の進捗を見ながら、人民元の為替調整を実施することになる。

現在中国では、経済の国際化の進展に伴い、資本取引自由化への圧力が強まっている。これに伴って為替制度の変更が必要であり、人民元の対米ドル変動幅の拡大が近い将来に行われることとなろう。中国は 96 年 12 月に IMF8 条国となり、経常取引の自由化を国際的に宣言したが、資本取引については部分的な自由化しか行っていない。直接投資の自由化は完了しているが、株式・債券などの証券投資およびその他投資の自由化は限定的である。人民元建ての資本取引や、居住者が人民元により外貨を購入して対外投資を行うことなどは、原則的には認められていない。中国が資本取引自由化に関して慎重姿勢を続けている背景には、90 年代に自由化を推進したアジア諸国が通貨危機に見舞われたのに対して、資本取引規制を維持した中国が通貨危機の影響を回避できたことがある。しかし、経済の国際化の進展とともに中国が資本取引の自由化に向かうことは、避けられないものと考えられる。これは、経常取引の自由化の完了、対内直接投資の増加、WTO 加盟に伴う金融サービスの対外開放などの環境変化に加えて、資本逃避の増加や人民元の海外流通などにみられるように、規制の維持が次第に難しくなっており、維持のコストが高まっていることによる。ただし、アジア通貨危機の経験から判断すれば、拙速な自由化が望ましくないことはいまでもない。現在の中国の国際収支や外貨準備の状況を見ると、資本取引の自由化を行ったとしても、短期的には通貨危機が発生する可能性は低い。しかし、中期的にはそのリスクが高まると考えられる。したがって、資本取引自由化の前提条件として、健全なマクロ経済政策運営と強固な国内金融部門の存在が必要であるとする経済改革の順序の議論は、中国にも当てはまると考えるべきであろう。資本取引自由化の前提条件として、為替レートや金利が市場の需給を反映して変動することが望ましい。それらの動きが、資本取引の規模を調整する役割を果たすからである。これを実現するためには、より柔軟な為替制度の採用、間接的な金融政策手段（公開市場操作）の強化、預金・貸出金利の段階的な自由化などが必要である。とくに為替制度については、固定相場制を採用している場合、資本取引の自由化により金融政策の独立性が失われる。金融政策（金利政策）は固定された為替レートを維持するために用いられることとなり、景気対策として用いることはできなくなる。したがって、金融政策の独立性を維持するためには、為替制度をより柔軟なものとする必要がある。各国の為替制度をみても、資本取引自由化の進展

に伴って、より柔軟な為替制度が採用される傾向がみられる。中国の場合も、資本取引自由化が不可避と考えられることから、現在の実質的なドルペッグ制を、より柔軟な為替制度に変更することが必要である。具体的には、対米ドル取引が圧倒的に多いこともあり、人民元の対米ドル変動幅を段階的に拡大する方法が現実的である。変動幅を拡大すれば、貿易や資本取引に伴う為替リスクが発生し、企業や銀行が為替リスク管理手法を確立することが必要となるので、外国為替市場の整備が急速に進むこととなろう。国際収支の状況から考えると、変動幅の拡大により人民元レートは上昇するものと予想される。このことが貿易収支の悪化や直接投資の減少を招く可能性があるが、これらに影響を与える要因は為替レートに限られるものではないことから、為替レートの変化が極端に大きなものでなければ影響は小さいと思われる。したがって、人民元の変動幅の段階的な拡大が現実的な選択肢であるといえよう。現在、為替制度の変更がいつ行われるかが議論されているが、そのタイミングは比較的早い時期になるとと思われる。それは、すでに述べたように対外的な環境変化が資本取引自由化を促していることに加え、中国政府が為替制度の変更の必要性について十分に認識していると考えられるからである。

第3節 考察

昨今の円・ドル為替レートについてであるが、政府・日銀による 8 月 4 日以来の単独での為替介入実施を受け 79.55 円まで上昇、その後は 78 円レベルまで売り戻されたものの 78 円台前半で終えた。その後、ギリシャ首相の救済策受け入れを巡り国民投票を実施との発言に、否決された場合、ギリシャ救済策が白紙に戻る可能性があることからリスク回避姿勢が強まり、ドルが対ユーロで買われる流れにドル円相場も 78.45 円レベルまで上昇。2 日の FOMC では追加金融緩和は見送られたものの、FOMC メンバーの一人が追加緩和を主張し反対票を投じたことや、バーナンキ FRB 議長が記者会見で追加金融緩和に含みを持たせたことを受けドル金利は低下、ドル円相場は上値重く推移した。日本が祝日の 11 月 3 日には、ECB 理事会においてドラギ ECB 新総裁が予想外の利下げに踏み切ったことを受けてユーロ円が急落する中、ドル円も連れ安となり 77.90 円レベルまで下落するも、10 月米雇用統計や 20 カ国・地域 (G20) 首脳会合を控え 78 円レベルでの揉み合いとなる。10 月米雇用統計では非農業部門雇用者数が市場予想を下回ったものの失業率は低下とまずまずの内容であったが、G20 首脳会合で国際通貨基金 (IMF) 資金増強の具体策が先送りされたことを受け市場のリスク回避姿勢を払拭するにはいたらず、ドル円相場は 78 円台前半で方向感のないまま越週している。

以上のスイス・中国の為替政策、昨今の日本の為替相場を踏まえると、日本にとってなにが有効でなにが有効でないのか見えてくる。まずスイスのような上限を設けた為替介入についてであるが、世界で三番目の通貨を持つ日本にとっては国際政治上のぞましくない。国際世論からの反発は必至である。しかしこれを実施できるタイミングもあるはずだ。例えば震災直後に実施すれば、各国も反発しにくい状況であったはずである。今後であれば、円が 80 円に近づくタイミングで、80 円のラインを死守すること公言すればよい。毎日介入している中国の政策は、日本にとって有効ではないように思える。TPP と増税、社会保障削減など、ただでさえやらなければならない課題が山積みのなか、毎日の介入は国民的にも反発が大きいのではないだろうか。為替介入プラス α で包括政策によって円相場に間接的に介入することも有効であると考えられる。

第4章 解決策の提案

第1節 為替介入と金融政策

以上第1章から3章までの考察を踏まえ、解決策を模索していく。今年の10月31日、日本の通貨当局は円売り介入を実施した。その結果、米ドル円相場は介入直前の75.60円程から、円安の79.50円あたりという最大で4円近くも下落したが、その効果の持続性には疑問がぬぐいきれない。

8月4日におこなわれた4兆5129億円の円売り介入は過去最大規模であったにもかかわらず、3日後には米ドル円相場は介入前の水準にまで戻ってしまった。そのため10月末の為替介入もその効果が疑問視されているが、今回は短期間の効果で終わることはないと考えられる。それは、欧州債務問題の根本的な解決への期待による投資環境の改善によってリスク回避姿勢の後退が起こっており、少なくともリスク回避による円高が促進される可能性が低いからである。またG20首脳会議を数日後に控えた10月末時点での円売り介入は予想外であり、それが実行されたということは、米国の合意を得ていると考えられるからである。

その一方、近年では各国の国際金融当局において為替レートは市場が決定されるのが望ましいとの意見が有力であり、余程のことがない限り為替介入をおこなわなくなった。日本においても、前述の2003～2004年にかけておこなわれた大規模な為替介入以降、2010年9月まで為替介入は実施されなかった。

ここで、今回の10月末の場合も当てはまるが、経済対策として為替介入のみが為替レートに影響を与える手段というわけではなく、金融政策も為替レートに対して影響を与えることができるのである。ここで重要となってくるのが、第2章で述べた非不胎化介入である。ほとんどの中央銀行が介入を不胎化するという理由のひとつに、為替介入というものは本来財務省単独、もしくは財務省主体で決められるからである。つまり、もし中央銀行が介入を非不胎化されたままにすることに合意すると、それは金融政策が財務省によって事実上決められた、という事実として認識されてしまうという問題点が浮上するというのである。金融政策は、財務省の為替政策によって決めることはできない。中央銀行は、その独立性を示すために、介入を不胎化しなくてはならないのである。

また、1999年までは介入のための原資は国庫短期証券として、日本銀行に直接引き受けさせて調達していたが、99年以降、介入資金は市場から調達するのが原則となっているということも問題である。もちろん、介入に先立って介入資金を調達することは困難であるため、一時的に日銀が融通することになり、改めて市場に発行されるまでの間は非不胎化されているといえるが、いずれ不胎化されることとなる。つまり、「結果的に見て」非不胎化介入になるためには、介入資金を放置するだけでは不十分かつ財務省の力の及ぶ範囲を超えてしまうため、資金供給の拡大を伴う格好での追加的な金融緩和措置が必要である、ということになる。

第2節 包括緩和策

その意味で、日銀が一年程前から行っている包括緩和策が名実ともに非不胎化介入に向けて踏み出した一歩と評価はできる。ただし、アメリカのFRBが追加緩和、QE3などに対する意欲を見せていることといった、相対的に見て日銀が全面的な緩和姿勢を打ち出しているとはいえないことが、これまでのところ緩和効果を限定的なものとなっていることにつながった可能性はある。

日銀とFRBの今までの動向をまとめてみると、2007年8月に勃発した欧州短期金融市場での流動性危機、2008年9月の米リーマン・ブラザーズ破綻、そしてそれに伴う世界的な景気後退に対処するため、日本銀行は信用緩和策、無担保コールレート誘導目標の引き下げ、補完当座預金制度、長期国債買入れの増額、固定金利方式を含む短期資金供給の拡大、成長基盤強化策などを実施した。円高を阻止すること自体は日銀の金融政策の目標とされるべきものではありませんが、円高によって景気が悪化することを防ぐという意味では、円高への対応も必要になってきます。急激な円高が始まったのは2010年の夏頃ですが、これに対して日銀は2010年8月12日に総裁談話を発表し、円高の進行をけん制しています。

また、日銀が円高に対する何らかの対応をせざるを得ないとの観測が強まる中、2010年の8月に臨時の政策決定会合を開き、円高等の進行による景気の先行き不透明感が高まったとして、固定金利を従来の期間3ヶ月20兆円に加え、新たに期間6ヶ月10兆円を追加することを決定しました。しかし、アメリカでもFRBが追加的な金融緩和が実施されるとの見方が強まっていたこともあり、円高の流れが変化するまでには至りませんでした。

その翌月には6年ぶりに円売りドル買い介入を実施するものの、その効果は一時的なものにとどまったため、日銀は2010年10月5日に追加金融緩和に踏み切りました。具体的には、実質ゼロ金利政策、物価が安定するまでそのゼロ金利政策を続けるとの宣言、そして資産買入れの3点を挙げ、日銀はこの緩和策を「包括的な金融緩和策」と呼んでいる。

この資産買入れの購入対象に、国債、CP、社債、ETF、REIT等が含まれており、間接的であれ株式、不動産を中央銀行が購入するという極めて異例の政策であると言えます。規模は資産買入れ金額5兆円と、固定金利オペの30兆円を合わせて35兆円程度とされています。この5兆円の内訳は国債3.5兆円、CP0.5兆円、社債0.5兆円、ETF0.45兆円、REIT0.05兆円程度とされ、2011年末までに買い取り完了の予定である。

一方で、2010年11月にFRBが開始した大規模資産購入策第2段、つまりQE2は、金融機関が保有するドル準備預金を約6000億ドル増加させた。しかし、そのほとんどは、米国における外国銀行の地区連銀口座に隠されており、米国経済を刺激することには至っていない。今年6月以降、米国のM2は急激な伸び率上昇を示しているが、それは欧州ソブリン危機を警戒したMMFのリスク回避行動など特殊要因によるものであり、QE2の効果ではないことに注意が必要である。

日銀に比べると、FRBは投資家に対するアナウンスメント効果をうまく利用している。QE2は、そのアナウンスメントの影響力によって、投資家のポートフォリオを一時的にリバランスさせた。しかし、QE2は、FRB資産のデュレーション長期化に伴う出口政策時の困難、財政上のモラルハザードが引き起こされる恐れ、という深刻なリスクも抱えている。事後的に振り返れば、QE2は国際金融市場におけるドルの力が衰えることの大きなきっかけのひとつだった、という評価になる恐れがあると思われる。

為替レートはあくまで相手国通貨との交換比率であり、最近のテーマである「中央銀行の緩和への意欲」を比較した場合に、相手国が日本以上に緩和姿勢を見せていれば、円高

基調が続くことも十分ありうる。なお、白川総裁は日本が世界で最も先進的な金融緩和策を実践していると自負したが、10年以上にもわたってデフレから脱却できずにいる国が金融緩和措置を採るのは当然のことであり、デフレからの完全脱却という目標を達成すべく、そして円安に導くためにも、今後とも緩和策の効果が十分発揮できるような環境づくりにも邁進すべきであろう。

先行論文・参考文献・データ出典

《参考文献》

- Ito, Takatoshi (2007) “Myths and reality of foreign exchange interventions: an application to Japan” *International Journal of Finance & Economics*, pp.133-154
- Osawa, Naoto (2006) “Monetary Policy Responses to the Exchange Rate: Empirical Evidence from Three East Asian Inflation-Targeting Countries” Bank of Japan
- 伊藤隆敏 (2002) “日本における物価安定数値目標政策の可能性” 財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』August-2002
- 伊藤隆敏 (2008) “中国の為替政策とアジア通貨” 独立行政法人経済産業研究所
- 翁邦雄・白塚重典 (2000) “非不胎化介入の「錯覚」” 『週刊東洋経済』2000年1月15日号
- 岩田一政 (2010) “スイス中央銀行の無制限介入－国際通貨制度の大変化につながる可能性” 日本経済研究センター
- 柯隆 (2004) “中国人民元の為替政策に関する分析” 富士通総研
- 財務省 (2011) “五十嵐副大臣－財務副大臣就任会見”
- 第一生命経済研究所 (2011) “無制限介入という選択肢”
- 大和証券投資信託委託 (2011) “政府・日銀による為替介入について”
- 日本銀行金融研究所 (2011) “基本銀行の機能と業務”
- 藤原美喜子 (2003) “インフレ目標論は日本経済破綻のシナリオではないか” 独立行政法人経済産業研究所
- 南武志 (2010) “非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ” 農林中金総合研究所
- 渡辺努・藪友良 (2010) “量的緩和期の外為介入” 財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』February-2010