

金融政策の動きと為替レート

伊藤元重 東京大学名誉教授



かつてない円安の状態が続く中で、この円安の状況を放置してよいのか議論が広がっている。政府の方からも、「過度な円安は好ましくない」というメッセージが頻繁に出されている。その流れを受けて、政府は大規模な為替介入をおこなったようだ。残念ながらこの為替介入はあまり効果があったようには見えない。為替介入が効果を持たなかったことは驚くことではない。経済学の研究でも、「不胎化した為替介入は為替レートに大きな影響を及ぼさない」という見方が有力である。

不胎化した介入とは、マネーサプライなどに影響を及ぼさない形で介入をすること、つまり金融政策への影響を最小限に抑えた形での為替介入を言う。為替介入をしても、金利やマネーサプライに大きな変化がなければ為替レートへの影響は小さい。

実際、今、私たちが経験しているのは、円ドルレートが日米の金利差に強く反応するという現実だ。いくら為替介入しても介入にはその規模に限度があるので、金利が動かない限りは為替レートへの影響も限られる。ただ、為替レートが日米の金利差に敏感に反応するということは、金利に大きな影響を持つ金融政策は為替レートにも大きな影響を及ぼしうるということもできる。過度な円安を深刻に受け止める人々は、円安を是正するために金融政策が活用されることを期待しているようでもある。

もっとも、金融政策を為替レートを動かすことに利用するのは、金融政策の本来のあり方から好ましくないという見方の方が有力だろう。金融政策は物価

の安定を実現するために使われるべきであり、日本銀行が目標として掲げている2%の物価上昇に安定的に移行していくことが当面の最重要課題である。

為替レートを動かすために金融政策を用いて市場を混乱させることがあってはならない。その通りだと思う。ただ、1つ気になることがある。為替レートを動かすことを目的として金融政策を使うことはあってはならないが、現状の為替レートの水準が金融政策の歪みを反映していることはあり得る。その歪みを是正するために金融政策を変更したら、その結果として為替レートが修正の方向に動く、ということはある。為替レートを動かすことが目的ではなく、為替レートの動きが金融政策の修正を反映するということだ。

金融政策の「歪み」という表現が適切かどうかは分からないが、ここで私が問題としたいのはデフレ対策として日本銀行がずっと行ってきた大規模な金融緩和策をいつまで続けるべきなのかということだ。政策金利を取り上げてみれば、依然としてゼロ金利である。2%以上の物価上昇が2年以上も続いている一方で、政策金利をゼロに維持することが本当に好ましいことなのだろうか。物価上昇の持続や金融政策のスタンスの変化で、10年物国債の利回りは11年ぶりに1%を超えた。ただ、物価上昇率が2%を超えているので、実質金利はマイナス1%を切るような水準である。数年前のデフレの状況よりも実質金利は大きく下がっており、金融市場の緩和状況がむしろ強まって

いるとも言える。日本銀行の政策スタンスは、物価上昇率を大きく下回る水準に金利を抑えていることによって、金融緩和的な姿勢を維持していることになる。

日本銀行がこうした姿勢を維持するのには、あまり拙速に動くともまたデフレに戻ってしまうかもしれないという警戒感があるのかもしれない。また、イーロドカーブ・コントロールやマイナス金利政策の撤廃などを次々に行ってきた、その先の金融正常化のプロセスを矢継ぎ早に行うことに慎重でありたいという思いもあるかもしれない。

ただ、金利を引き上げていくことによるリスクは両面ある。金利を拙速に引き上げることでデフレに戻るリスクと、金利引き上げが遅れて物価高騰に繋がるリスクである。いわゆるハト派とタカ派の議論である。ただそれに加えて、長く続いたゼロ金利から脱して政策金利をもう少し引き上げるタイミングをどう測るのかという問題もある。繰り返しになるが、物価上昇率が2%を超える状況が2年以上も続いている状況は政策金利の「正常化」を進めていく大きなチャンスのようにも見える。

為替レートの話に戻ろう。過度な円安の状態が続いているこ

とは、日米の中央銀行の政策スタンスに大きな影響を受けている。物価上昇が続くの間にも関わらず金利上げに慎重な日本、インフレ抑制のペースに慎重で金利が下げられない米国、その結果生まれた日米の大きな金利差が過度な円安(ドル高)を生んでいる。こうした状況がいつまでも続くことは好ましくない。

過度な円安は日米のインフレ格差とその結果生まれている金利格差の結果である。この状況が修正されない限り、過度な円安も修正されそうにもない。ただ、大きな流れとしては、こうした状況に修正が動く方向ではある。米国では高金利でインフレを抑え込もうとしているが、そのインフレが沈静化するようであるなら、金利は下がっていくはずだ。マーケットも物価や雇用の動きに敏感になっている。

一方の日本では、物価は日本銀行の目標とする2%を超えた状況が続いている。あとは、日本銀行がどのようなペースで金利を上げていくのかが注目される。金融政策は為替レートをコントロールするために使われるわけではない。ただ、金融政策の動きが為替レートに大きな影響をもたらす存在であることも事実だ。今後の金融政策の動きと為替レートの反応に注目したい。

*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断転載、複製を禁じます。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から22年3月まで学習院大国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務めた。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身