今月の焦点

国内経済金融

非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ

南　武志

夏場以降、円高圧力が高い状態が続いている。政府・日本銀行は、円高対策を公表したほか、9月15日に約6年半ぶりに2.1兆円規模で為替市場介入を実施したが、その後も米国での追加金融緩和期待を背景に円高圧力は解消しなかった。10月中旬には、一時1ドル＝80円台まで円高が進行するなど、輸出依存度の高い景気回復を続けてきたわが国経済や国内産業にとって悪影響が出ることが懸念されている。

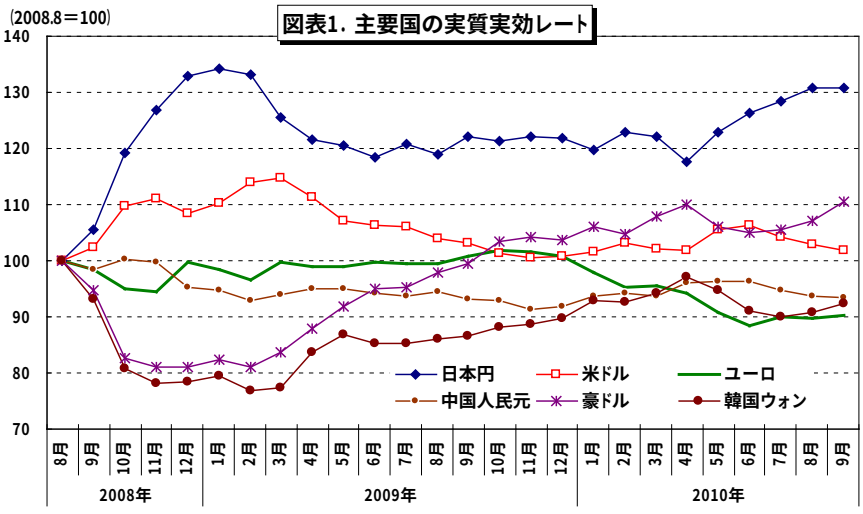
最近の為替変動

リーマン・ショックの直接的な原因となったサブプライム問題が顕在化する直前まで、円安気味に推移していたが、その背景には内外金利格差の存在が指摘されていた。しかし、07年夏にサブプライム問題が顕在化し、欧米金融システムの健全性に対する懸念が広がる中で、これまで積み上げられていたリスク・ポジションを巻き戻す動き（つまり、円ショートポジションのアンワインド）が強まり、円安が徐々に修正されていった。08年9月のリーマン・ショック後には、こうした動きが一段と強まりを見せた。

そもそも、リーマン・ショック後に引き起こされた世界同時不況のなかで、日本は最も被害を受けた国・地域の一つであったが、為替レートだけは日本円がリーマン・ショックの発生直前と比較して2～3割ほど増価したまま推移しているのは異様といえるだろう（図表1）。

ちなみに、日本円以外の通貨に目を向けてみると、ギリシャ財政危機の露見もあり、これまで緩やかな増価傾向をたどってきた欧州共通通貨ユーロは投資家からの信認を失い、大きく価値を下げた。一方、今回のグローバル金融危機の震源地である米国では、ドルの通貨価値がほとんど毀損せずに推移してきた。また、豪ドルなど資源国通貨は、世界同時不況のあおりを受けて、09年前半にかけて大きく減価したが、その後は新興国の資源需要が持ち直したこともあり、通貨価値を回復させている。最後に、21世紀に入

図表1．主要国の実質実効レート

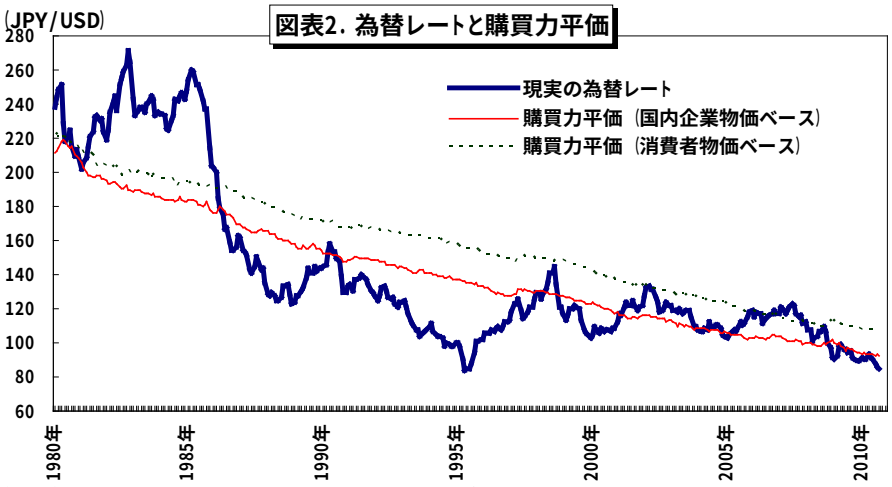


(資料) 国際決済銀行 (BIS)　(注) 値が高いほど通貨価値は高いことを意味する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ってから大幅な経常収支黒字を続けてきたアジア諸国や新興国については、リーマン・ショック後の経済立ち直りが早く、着実な経済成長を続けているが、中国は人民元レートの管理を行っているほか、韓国やブラジルでも為替介入によって人為的な自国通貨安誘導を行っていると非難されることも多い。民間需要の自律的な回復力がまだ不十分であることもあり、多くの国では通貨安を経済成長につなげたいという思惑が働いていると指摘されることも増えているようだ。

図表2. 為替レートと購買力平価



（資料）総務省、日本銀行、米労働省の統計から作成
（注）日本の純輸出がほぼゼロだった1980年10～12月期を基準とした相対的購買力平価を算出

デフレ長期化は円高要因

以上に見たように、日本円の独歩高状態が続いているが、積極的な円買いというわけはない。投資家による他の国・地域のリスク評価が日本以上に厳しいからという理由で日本円が買われているのは想像にたやすい。

しかし、実際には日本国内には強力な円高要因が存在し続けていることを忘れるべきではないだろう。南（2004）では、円ドルレートと日米の相対物価との間には共和分（co-integration）の関係がある、つまり購買力平価説が成立していることを示したが、これは短期的に見ればファンダメンタルズから乖離しがちな為替レートも、長期的に見れば物価上昇率格差がアンカーとして機能していることを示唆している（図表2）。デフレは物価水準の継続的な下落状態をさすが、その本来の意味は通貨価値の上昇である。一方で、これまで米国において適度なインフレが実現されてきたが、その物価から見れば通貨価値は徐々に低下してきた。つまり、物価上昇率格差が為替レート変動のアンカーとして機能しているのであれば、円高は必然である。長期間にわたる物価下落やそれを事実上許容してきた日本銀行の政策スタンスが円高圧力を発生させてきたことは否定できない。

実際、民主党政権も同様な認識を持っているようであり、6月に閣議決定された「新成長戦略」では、実質金利の上昇をもたらしているデフレを終結させ、過度の円高を回避する方針を示している。

為替介入と日銀「包括緩和」

近年、各国の国際金融当局では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市場介入を行わなくなった。わが国においても 2003～4 年にかけて大規模な市場介入（いわゆる「テイラー・溝口介

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

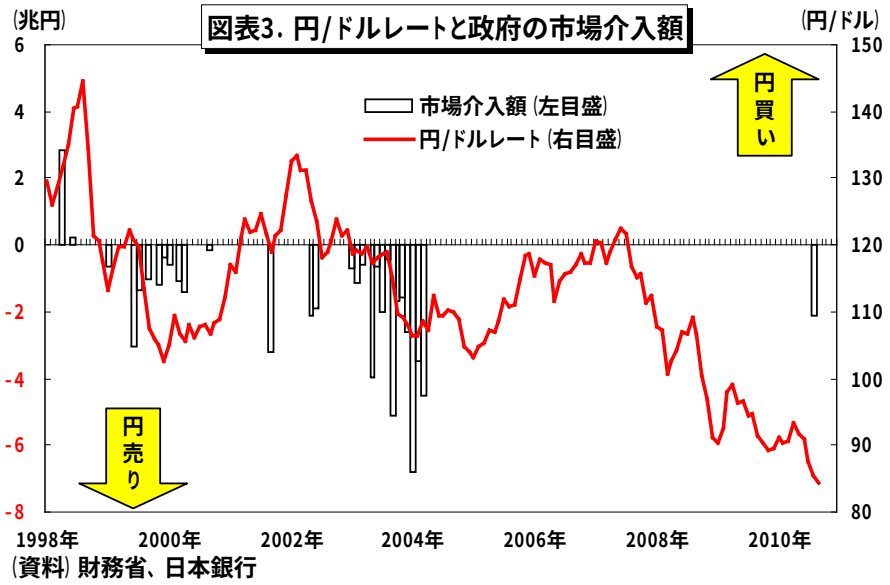
入」：03 年度累計で約 33 兆円の円売り介入）を行って以降、10 年 9 月まで市場介入は実施されなかった（図表 3）。

一方、今回のケースもそうであるが、経済対策として為替介入だけが為替レートに影響を与える手段ということでもない。金融政策もまた為替レートに対して影響を与えうるのは言うまでもない。

こうしたなか、介入効果を高めるためには、非不胎化介入が必要であるとの根強い意見もあった。為替介入においては、円売り（円買い）の過程で、金融市場に円が放出（円が吸収）されることで金利水準が低下（上昇）する可能性があるが、政策金利を一定水準で誘導するためには介入資金の分を中和すべく、同額分だけ市場から円資金を吸収（市場へ円資金を放出）する必要があり、これを不胎化介入と呼んでいる。これに対して、介入資金を市場に放置することで、介入の効果をより強まる試みが非不胎化介入、と従来はされてきた。

なお、1999 年までは介入のための原資は政府短期証券（09 年 2 月以降は割引短期国庫債券（TB）と統合されて国庫短期証券として発行されている）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ため、上述したようなロジックが成り立たなくなっている。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で、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）。

その意味で、10 月 4～5 日に開催された金融政策決定会合にて日銀 B/S の拡大につながる可能性が高い「包括緩和」策が決定されたことについては、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、米 FRB が追加緩和に対する意欲を見せていることや、今回の措置でも補完当座預金制度（超過準備に対する 1%の付利）をそのまま温存したことや、金融面での不均衡の蓄積などで問題が生じれば今回の措置を修正する意向を示した「ただし書き」を添え



（資料）財務省、日本銀行

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

たことなど、依然とし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。

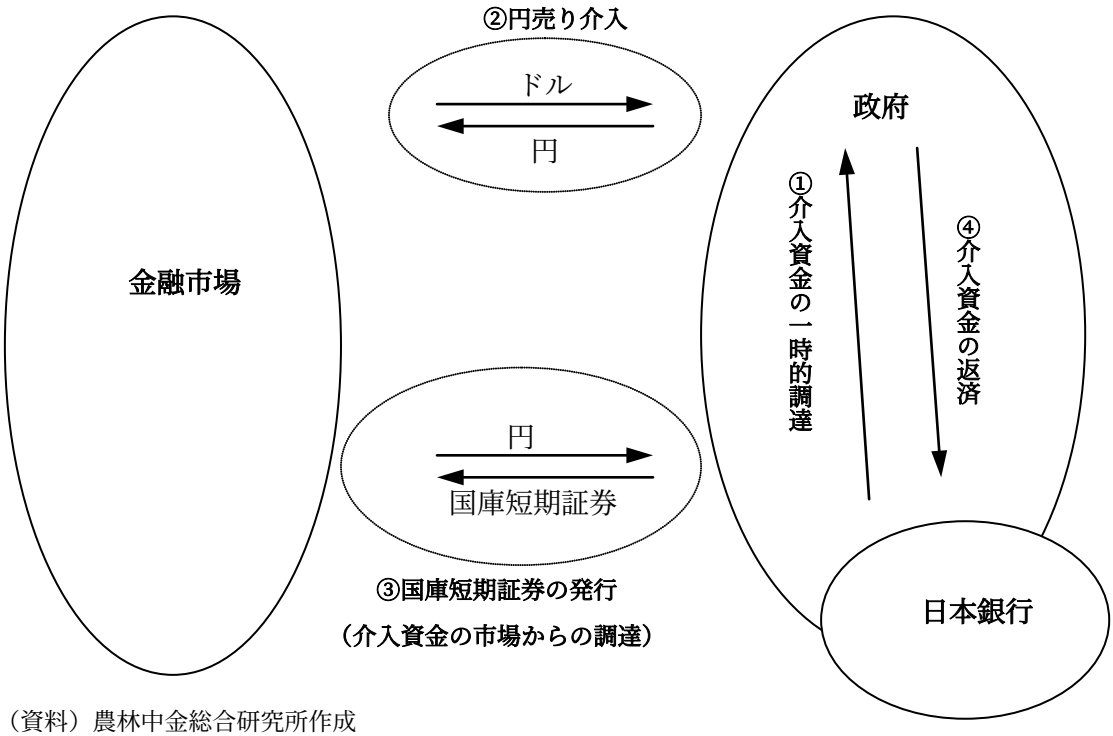
とはいえ、白川総裁は非不胎化介入について前向きな発言をしてきたほか、今後とも必要であれば追加緩和策を採用する意向を示している。ただし、為替レートはあくまで相手国通貨との交換比率であり、最近のテーマである「中央銀行の緩和への意欲」を比較した場合に、相手国が日本以上に緩和姿勢を見せていれば、円高基調が続くことも十分ありうる。なお、白川総裁は今回の措置に関して、日本が世界で最も先進的な金融緩和策を実践していると自負したが、10 年以上にもわたってデフレから脱却できずにいる国が金融緩和措置を採るのは当然のことであり、デフレからの完全脱却という目標を達成すべく、今後とも緩和策の効果が十分発揮できるような環境づくりにも邁進すべきであろう。

なお、これまでの円高進行も手伝って、10 年度下期にかけて景気停滞感が強まる可能性を踏まえれば、更なる緩和策を採用する可能性は高い。白川総裁自身も「次の一手」として指摘した、今回の「包括緩和」政策の柱である資産買入基金（約 5 兆円）の拡充などにより、日銀 B/S は当面の間、膨張することになるだろう。

【参考文献】

南武志（2004）「最近の為替レート変動について」金融市場 2004 年 3 月号

図表 4．現行円売り介入の仕組み



（資料）農林中金総合研究所作成

（注）現行の為替介入の場合、追加的な金融緩和がなければ、最終的には不胎化介入になる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます