

2022/10/27 06:04

◎〔円債投資ガイド〕なぜ円安は止まらないのか＝日本総研・河村氏（27日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝円安が止まらない。円相場は10月20日に東京市場でついに、1ドル＝150円台にまで下落した。週末を迎える直前に同152円台をうかがう水準になったところで、円相場は一気に1ドル145円前後まで急伸。わが国の通貨当局による市場介入が入った模様だ。規模は5兆円程度とみられ、過去最高の円買い介入だった9月22日の規模2.8兆円を大きく上回った。しかしながら週明け後も円安圧力は根強く、本稿執筆時点（10月26日）では1ドル147～148円台で推移しているようではあるが、政府・日銀が週明け後も覆面介入を断続的に実施しているのではないかと、との観測もあり、神経質な展開が続いている。

過去最大の5兆円規模の市場介入といっても、外国為替市場の力は強大だ。外国為替市場の1日当たりの取引高は、わが国の市場に限っても3755億ドル（2019年時点）。1ドル＝145円で換算すれば54兆円余りだ。当局による介入の効果は限られ、時間稼ぎができるに過ぎないことは周知の事実だろう。

止まらない円安。目下の最大の要因は内外金利差の拡大であることは誰の眼にも明らかだが、その背後にあるファンダメンタルズ面では経常収支要因、とする見方がどうも国内では根強いようだ。しかしながら、問題の核心は、日本国内ではとかく目を背けられがちな、別の点にこそあるのではないかと。

10月18日付の時事通信は「バイデン大統領は15日（現地時間）、記者団に『ドルの強さについては懸念していない』と述べ、問題があるとすれば『他の国々の経済成長と健全な政策の欠如だ』と主張した」と報じている。“健全な政策が欠如している”国は、最近、国際金融市場を騒がせている英国だけではないだろう。主要国のなかで“最も不健全”な政策を行っているのはわが国であることは、世界各国にとっては言わずもがなの、紛れもない事実だろう。CPI前年比はすでに3%を超え、円安で輸入物価の高進状態が続いているのに、マイナス金利政策を採用したままの、主要国のなかで唯一の国。中央銀行が短期金利、長期金利のどちらでも、少しでも上げれば、たちまち短期国債や長期国債の利払い費が膨張して、財政運営に大きな支障が出るであろう国。それと同時に中央銀行自身も赤字に転落し、早晚、債務超過に転落するであろうことも、当事者である中央銀行がいかにかん口令を敷こうとも、誰の眼にも明らかな国。債務残高はもとから世界で最悪なのに、コロナ対策で他の主要国を上回る大盤振る舞いをした分の国債発行分の財源のめども立てようとせず、60兆円もの短期国債の発行で自転車操業を今もなお続けていて平気な国。その上で、安全保障等で新たな財源が必要となれば、“赤字国債でよい”という考え方が与党のみならず官邸内からも聞かれ、現世代が財源を負担せず、人口が減り続ける未来の世代に勝手につけ回しをしながら財政運営をしていて平気な“不健全な”国。こうした政策運営がいかにか“不健全”であるかを、当事者自身が認識できず、いつまでもダラダラと従前の政策を続ける国。それがわが国だ。だから円安が止まらないのだろう。

英国では、去る9月6日に就任したトラス前首相が打ち出した、“財源を伴わない成長重視の財政拡張策”に市場は敏感に反応し、ポンドは急落、ギルト債（英国債）の長期金利は、9月6日以降のわずか3週間で、各年限とも軒並み1.5%ポイントも急上昇した。トラス前首相は結局、就任後1カ月余りで退任を迫られ、その後任には、財政再建派のスナク新首相が誕生した。一時は危機状態かと懸念された英国ながら、こうやって曲がりなりにも財政運営を回していくことができることになるのだろう。

このように財政運営の軌道修正ができつつある英国と、今なおダラダラと財政拡張・超金融緩和路線を引きずり続けるわが国。この両国の差はどこから来るのか。それは、資本主義経済の要であるはずの市場の価格発見機能が維持されているかどうか、ひいてはその市場機能をどれほど重視するか、尊重するかという中央銀行の姿勢に起因するのではないか。

英国では、イングランド銀行（BOE）がコロナ禍で大規模な量的緩和（QE）を実施しつつも、ギルト債の発行残高に占める買い入れシェアは3割未満にとどめていたからこそ、市場の価格発見機能は維持されており、だからこそ、今回、経緯はやや強烈ながら、財政運営に対して軌道修正圧力がかかったのだ。そして、この市場の急変に対峙（たいじ）したBOEの政策運営姿勢もなかなか立派だ。BOEには通貨政策（いわゆる金融政策）、金融システムの安定、金融規制をそれぞれ扱う、MPC、FPC、PRCという三つの政策委員会がある。議長はベイリー総裁で共通だが、メンバーは異なる。今回の市場の動揺を受け、BOEはMPCではなく、FPCの政策として、長期債の買い入れ策を時限的に実施した。これはあくまで、国債価格の急落によって差し入れ担保の値洗いが必要になった市場参加者のポジション調整に応じるためのもので、MPCがこれまで資産買い入れファシリティ（APF）上で実施してきた、金融政策運営の一環としてのQEとは明確に区別される。今回の緊急買い入れ措置は、BOEのオン・バランスで実施され、市況が落ち着きを取り戻した時点で遅滞なく市場に売り戻されることになっている。実際のBOEによるこのオペレーションをみても、高値での入札は落札させないなど、長期金利水準が上昇しないように抑えつける“財政ファイナンス”ではないことを、オペに臨む姿勢で明確に示していた。そして、この異例の買い入れは、当初の予定通り、10月14日で打ち切られたが、翌週以降の英国の長期金利はその後の政治情勢の展開もあって低下している。

また、MPCがつかさどるBOEの金融政策運営の面では、9月のMPCで10月から開始すると決定していた、量的引き締め（QT）の一環としての、APFで買い入れた国債の中途売却について、その初回の入札を10月3日から31日に、その後さらに11月1日に延期した。その際、市場が混乱した長期債は当面の売却入札の対象から外すものの、四半期ベースでは、国債売却自体は9月に決定した予定通り実施する姿勢を、BOEは堅持している。

今回の市場の動揺に対するBOEの見方は、ピル金融分析局長（チーフ・エコノミストでありMPCメンバー）の、市場が大きく動揺していたさなかの9月29日の講演での次のような発言に集約されている。「われわれが目にしていてことの大部分は、本当に価格再評価（re-pricing）だ」「それは、ファンダメンタルなニュースに対して金融市場が反応していることの健全な兆候である」（訳は筆者）。

また、同局長は、9月27日には、「BOEは機能不全の市場で英国債を売却することはないが、ファンダメンタルズの変化を反映した急激な価格変動は英国債の売却を一時的に停止する理由にはならない」、「現在の市場環境が多くの人々にとって厳しいものであることは理解しているが、ファンダメンタルズを反映した秩序ある価格決定である限り、QTを継続できる環境であり、続けるべきだ」とも述べている（9月28日付ロイター通信報道）。この先、多少の紆余（うよ）曲折はあろうが、こうした環境下でも、BOEは肅々と、物価安定を目指して、金融政策運営の正常化を進めていくのだろう。

かたやわが国では、日銀の長年にわたるゆがんだ金融政策運営によって、英国のような国債市場の健全な価格発見機能は作用しなくなって久しい。このままでは、中央銀行の姿勢と市場の価格発見機能が維持されているかどうか、日英両国の財政運営の今後の命運を大きく分ける結果になっ

てしまうのではないか。そういう方向に事態が進んでしまっていることに対する市場からの警告、国内の国債市場を抑え込んできた黒田日銀でも抑え切れない外国為替市場からの警告が、今回の“止まらない円安”なのだろう。（了）

[/20221027NNN0019]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved