

2022/04/25 06:52

◎【円債投資ガイド】日米金融政策と円安の行方＝日本総研・河村氏（25日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝外国為替相場の動きが風雲急を告げている。本稿を執筆している4月22日時点での円ドル相場は1ドル＝128円台。市場関係者の間では130円台も視野に入ってきている由で、わずか1カ月余り前の3月初めには115円台だったことが信じられないほどだ。

為替相場は様々な要因で動く。長期的な時系列データの推移をとって計量分析をかけても、結果は必ずしもきれいに出るものではない。だからといって、「為替相場は特定の要因のみで決まるものではない」などと油断してしまうことは禁物だろう。

為替市場はその時々で、最も重要なテーマないし要因に反応して動く。現下の局面でのその最大のテーマは間違いなく「内外金利差」、とりわけ「日米金利差」だ。昨年来の日米の5年物国債の金利差と円ドル相場を描くと、この両者のグラフは驚くほどぴったりと重なる。

この日米金利差はもっぱら、米国の長期金利上昇に円金利がついていけないことから、拡大する一方になっている。正確には「ついていけない」のではなく、日銀が「絶対についていかせないようになっている」からだ。

まず米国。長期金利の先行きを占ううえで、物価動向と並んで鍵を握るのが、Fed（米連邦準備制度）による金融政策の正常化、とりわけ資産規模の縮小の進め方だろう。コロナ危機入り後に新たに打ち出した「平均物価目標」戦略に自らの足をとられ、インフレ対応で完全に出遅れたFedは今、資産規模縮小を相当焦っているようだ。その理由はおそらく2つある。1つめは、この3月のCPI前年比が8.5%に達するなど、とどまるどころを知らない米国の高インフレに対して、イーロッド・カーブがフラットな形状では引き締め効果が限られるとみられること、そして2つ目にはFed自身の財務運営上の制約だ。

イーロッド・カーブがフラット化していることに関しては、「リセッション（ないしはスタグフレーション）入りの兆候ではないか」との見方が市場関係者に根強い一方で、Fedの当局者の側からは「これまでの大規模な資産買い入れによる長期金利の押し下げ効果によるもの」との見方も出ている。後者の考え方に基づけば、今後、資産規模縮小を急げば、その分だけ“金利押し下げ効果”を剥落させることができる、ということになる。

もう1つの財務運営問題は、まだ表向きの議論にはあまり出てきてはいないようではあるが、パウエル議長の記者会見時の応答等における言葉の端々から、Fedの内部で、Fedとしてのオペレーションを実施するSOMA（システム公開市場勘定）のポートフォリオの状況（デュレーションや加重平均利回り等）の試算等が当然ながら行われ、それを基に検討が進められている様子が窺われる。NY連銀は、SOMAの年次報告を毎年5月に公表している。現時点では最新である、2021年5月公表の年次報告書によれば、SOMAにおけるMBSの加重平均利回りは2.9%（2020年末時点）だ。財務省証券の方は明らかにはされていないが、リスク・フリーであり、デュレーションもおそらくMBSよりは短いであろうことからすれば、加重平均利回りがMBSを下回るのはほぼ確実なのではないか。とすれば、今回の局面でFedは、FFレートを3%近辺にまで引き上げれば、中央銀行としての資産の利回りが負債の利回りを下回る“逆ざや”に転落することになる。リーマン・ショック後の局面に比較して、Fedもまた、自らの財務運営をめぐる条件が相当に悪化していることは間違いがない。だからこそ、Fedとしても、利上げでFFレートが

3%に接近する前に、かなりの資産を手放して資産規模を縮小しておかなければたいへんなことになる、と考えているのだろう。

焦る Fed は、資産規模縮小のアプローチをまだ検討中だ。3月半ばに開催された前回の FOMC では、基本的に、前回のリーマン・ショック後の局面と同じく、財務省証券の場合は満期到来分の再投資を見送る形、MBS の場合は繰り上げ償還となったものの再投資を見送る形（以下、合わせて「満期落ち」）で資産規模縮小を進める方針が固まっているが、注目されるのは、まだ未確定とされているそのペースだろう。今回の局面では、資産規模を縮小する際の最終的な“巡航速度”として、財務省証券で月600億ドル、MBS で月350億ドル、両者を合わせて月950億ドル（約12兆円相当）とする計画が示されている。しかも、早ければ次回 FOMC が開催される5月にはこの「満期落ち」に着手し、3カ月目の7月にはこの最大の“巡航速度”ペースに到達させることもあり得る、というたたき台が示されている。また、MBS の「満期落ち」の金額が今回、財務省証券の半分くらいに抑えられているのは、おそらく、MBS をできるだけ Fed のバランス・シート上に残し、利回りを稼がないと、Fed 自身の財務運営が維持できない、という危機感の表れでもあるように見受けられる。

ちなみに、リーマン・ショック後の局面において Fed は、資産規模の縮小を、着手した2017年10～12月期に、まず、財務省証券60億ドル、MBS 40億ドル、というペースから始め、次の四半期にはそれぞれ2倍、その次の四半期には3倍、というように、実に4四半期（1年）をかけて“巡航速度”に到達させる、という慎重なアプローチを採っていた。しかも“巡航速度”も財務省証券で月300億ドル、MBS で月200億ドル、合計で月500億ドルに過ぎなかった。当時は Fed がそれだけ、「満期落ち」が長期金利の押し上げにつながってしまわないかを警戒していた、ということだろう。これは、裏を返せば、Fed が現在、それほどに余裕を失っているということで、いざ、「満期落ち」断行局面に入れば、長期金利に相応の押し上げ圧力がかかることは避けられないのではないかと。これは、わが国にとっては、日米金利差が今後、さらに大きく拡大していくことを意味する。

そのわが国について、なぜ今回の局面で、これほどまでに急激な円安の進展を、すでに許してしまっているのか、という思いを禁じ得ない。“普通の中央銀行”であれば、長期金利を固定したり抑えつけたりすることなど、決してしない。だからこそ、こうした局面では、長期金利がつか高となって上昇し、市場の圧力はそちらでかなり吸収されるので、ここまで急激な影響が外国為替相場に及ぶことはないのが通常であろう。先進国の日銀以外の多くの中央銀行は、今、まさにそうした金融政策運営を行っている。

わが国の場合、足許のインフレ率は、幸いなことに欧米各国ほどに高いわけでもない。短期金利に関して、まず、マイナス金利を解除してゼロ金利にするだけでも、日銀が柔軟な金融政策運営スタンスを見せれば、市場にはそれなりに評価され、相応の時間を稼げるのではないかと。長期金利に関して、財政運営としっかりと協調して行えば、10年国債金利が0.5%、ないしは1%位に上昇しても、財政運営を安定的に継続していくことは十分に可能なはずで、それができれば、これほど円安が急激に進むこともないのではないかと。

今の日銀になぜ、こうした柔軟な政策運営ができないのか。その本当の理由は、異次元緩和からの“出口”で生じる日銀の財務運営や国の財政運営の問題について、日銀として触れられることをひたすら避けようとして続けてきたばかりでなく、国全体としても一向に検討できていないからではないのか。

現下のように資本移動が基本的に自由な国際金融市場においては、外国為替相場はときに急激かつ強烈な動きを示すことがある。先進国通貨として例外ではなく、決して甘く見てはいけないう。1990年代初めの欧州におけるERM（為替レートメカニズム）危機の際の市場の洗礼、単一通貨ユーロの“産みの苦しみ”は強烈だった。イタリア・リラ、スペイン・ペセタ、あげくの果てには仏フランまでが、次々と外為市場において売りの標的とされた。英ポンドは結局、外国為替市場の圧力に屈し、ERMから離脱した。EU各国は、このときの経験があるからこそ、財政再建のための増税やインフレ抑制のための金融引き締め等の痛みを伴う政策努力を重ね、各国の経済運営の収斂に努めて単一通貨ユーロを導入し、その後も平時には財政健全化の努力を積み重ねている。コロナ危機後の現在の局面では、EUとして、そして加盟各国として、コロナ対策で投じた歳出の財源の確保策の議論が進められている。もちろんそのなかには増税策も含まれ、EUのプラスチック賦課金のように、すでに実施に移されているものもある。

現下の円安局面は、わが国のこれまでの財政・金融政策運営に対する国際金融市場からの警鐘ではないか。今、わが国に求められているのは、日銀が時宜にかなった金融政策運営に転換することと、本腰を入れた財政再建に向けた議論に着手することで、来たる参院選は本来、その絶好の機会となるはずだ。しかしながら現在の政策運営は、こうした本来の課題から目をそらし、逃げているばかりであるかのように見受けられる。それが、後から振り返れば、日本の経済・財政運営にとって“命取り”だった、ということにならないよう、祈るばかりだ。（了）

[/20220425NNN0011]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved