

Contents *****

特集：強過ぎるドルと弱過ぎる円	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Shaken and stirred” 「ステアもシェイクも」	7p
<From the Editor> 富山の休日	8p

特集：強過ぎるドルと弱過ぎる円

先週の「中央銀行ウィーク」を過ぎてから、為替の世界は大荒れ状態が続いています。ドルが3回連続の0.75%利上げとなったことで、世界中の通貨が利上げに追い込まれている。すると案の定、ヒステリックな動きも始める理屈で、トラス新政権発足の英ポンドが狙われるという意外な展開になっています。

それではわれらが円はどうなるのか。さすがに為替介入では、「悪い円安」は止められないでしょう。日米金利差が拡大するのは当面は致し方ないとして、いったいどんな手を打つことができるのか。かなり地道な作業となってしまいますが、まずは貿易収支を改善して、「実需の円売り」を減らすことから始めるべきではないかと思います。

●為替市場では英ポンドがイジメの対象に

教育現場に限ったことではなく、大人の世界でもしばしばあることだが、「イジメ」はつくづく人間社会における不思議な現象である。それまで苛められていた子どもが、勇気を奮って反撃を開始した瞬間に、それまで局外中立であった連中までもが、「アイツは生意気だ！」とイジメに加担するようになったりする。この辺のメカニズムは、集団の中で苛められた経験を持つ人なら嫌というほど知っていると思う。

逆に言えば、苛められなくなかったら上手に立ち回らなければならない。強力な反撃手段を持つとか、何らかの形で保険をかけておくとか、痛くても痛くない振りをするとか、要はそういったことである。「イジメは良くない」という公式論はさておいて、この世の中にはそれに関する暗黙知がいくらかでも存在するものだ。

何が言いたいのかというと、為替の世界における通貨売りは、限りなくイジメの世界に近い。何らかの経緯で、「どこそこの通貨は売りだ！」という認識フラッグが立ってしまうと、それを是正するのは並大抵の苦勞ではなくなってしまうのだ。

足元の状況でいえば、イジメの対象になっているのは英国である。エリザベス 2 世の国葬が終わった 4 日後の 9 月 23 日、トラス新内閣のクワーテング財務大臣が議会で経済政策を説明している最中に、英国債とポンド売りが始まった。理由はインフレの過熱と財政悪化懸念からである。

とはいえ、保守党内の党首選において、トラス元外相は自分が首相になれば減税を実施すると公約していた。それが決め手となって、財政保守主義者であるスナーク元財務相を下したのであるから、新政権が財政拡大を宣言するのは当然のなりゆきである。

ところがいかにもタイミングが悪かった。9月21日には「世紀のFOMC」が行われ、米国における3回連続の0.75%利上げが決まった直後だった。世界中の資金が、ドルに流れ込むことになり、日本とトルコを除くすべての国(!)が、利上げによって自国通貨を守ろうとする。ほかならぬ英イングランド銀行も、9月22日には0.5%の利上げを決めている。

そんな最中に英国が財政出動をし、大量の国債発行を行うという。「アイツ、空気が読めてないんじゃないの?」と思われたかどうか、英国債の長期利回りは一気に跳ね上がり、ポンドは下落した。絵に描いたような「イジメ」ではないか。英国のトラス新政権は「いいカモ」に見られたのかもしれない。

エコノミストや金融ジャーナリストたちは、英国新政権の減税策がいかに無謀であるかを熱心に説明してくれる。いわく、英国経済のファンダメンタルズはよろしくない。8月CPIは前年比9.9%という過熱状態にあり、経常収支は対GDP比▲5.2%であり、財政収支も▲6.8%と褒められた状況ではない¹。しかも英国の外貨準備は8月末時点で868.4億ドルしかなく、これでは国際投機筋に対して衆寡敵せずというべきである。なるほど、「お前たち、そんな贅沢が許される身分かよ!」と鉄槌を下されても不思議はない。

とはいえ、同様なことがまったくスルーされることだってめずらしくはない。上記のような説明は、いかにも「後付け」っぽく聞こえる。むしろ、「イジメはタイミング次第」と考える方がいい。同様なことは、9月25日の総選挙結果を受けたイタリアの中道右派新政権で起きてまったく不思議はない。たまたま女王陛下の国葬で英国が注目を集め、トラス新首相がいかに覚束なく見えた、という単純なきっかけだったのではなかったか。

とはいえ、イジメは深い傷跡を残す。英国経済も同様に、時ならぬポンド危機に対して、イングランド銀行は電撃的な英国債の購入に打って出た。国債の暴落によって、年金基金が破綻する事態を避けるためであったという。金融システム維持のためのやむを得ない措置とはいえ、政府が赤字国債を増発する一方で中央銀行が買い支えるという図式は、もの見事な「赤字ファイナンス」と言えよう。

1か所で起きたイジメは、他の場所のイジメを誘発するものだ。英国で発生した危機は米国債にも連鎖し、ドルの長期金利は一時的に上昇した後に下落した。この辺り、いかにも理屈を超えた動きである。元はと言えば米国の利上げが発端なのだが、市場は英ポンドを血祭りにあげた後も「さらに血に飢えている」と考えるべきだろう。

¹ ちなみに日本が▲6.1%であるから、文字通り日本以下の財政状況である。

●「単独為替介入」が批判される理由

となると、心配なのがわれらが円である。ポンドの次に円が売り込まれることは、できれば勘弁願いたい。そうでなくても、円は年初から対ドルで30円程度も安くなっている。もっとも「悪い円安」という呼び方はあまり適当ではなく、個人的には「ドル高7割、円安3割」くらいと受け止めるべきではないかと考えている。

この点で評価が分かれているのは、当局が円買い介入を行ったことである。なんとプラザ合意から37年目の9月22日、というのも因果なめぐり合わせと言えよう。日銀の金融政策決定会合後、黒田総裁が記者会見をしている最中に円売りが加速し、1ドル145円を超えるさなかに発動された。サプライズ介入を受けて、相場は一気に円高に振れた。「円売り」で一儲けを狙った投機筋は、少なからぬ損失を被ったはずである。

他国の協力が無い単独介入ではあったが、だからと言って日本が責められているわけではない。その辺の事情は、「今週の The Economist 誌から」でご紹介している”Shaken and stirred”を参照いただくと良いだろう。要は「今はどこも自国のことで手一杯で、他国のことなど構っちゃいけない」のである。

為替介入という行為には、相場を動かすほどの力はないものである。むしろイジメを誘発する恐れもあるところで、本来は「抜かすの宝刀」にしておくことが望ましい。しかし今回のケースでは、9月20-21日がFOMCで、9月21-22日が日銀MPMという日程が事前に分かっていた。それで事前に「レートチェック」を済ませて待ち構えていたのであろう。

つまり当局としては、「たとえこの先が1ドル150円になると分かっているとしても、これを機会に円売りで儲けようという奴らを許さんぞ！」という意思表示が必要だったのであろう。その目的は立派に果たされた。当局が本気で「145円が防衛ライン」と考えているかどうかは定かではない。むしろ、「市場がそのように考えてくれれば儲けもの」といったところではないだろうか。

財務省内で語り伝えられている為替介入の鉄則は、「介入するからには負けてはならん」（元は税金なんだから）だそうである。円高介入の際は、外為特会の米国債が増えていくことになるので、そこで差損が生じる恐れがある。しかるに円安介入であれば、過去に積み上げた外為特会を減らすだけなので、政府としてはそれほど腹は痛まない。むしろ過去の円高局面で買ったドルを「益出し」する形となる。

ちなみに外為特会は、8月末時点で1.29兆ドルもある²。1ドル140円で計算しても約180兆円。今回の介入規模は3兆円だったと伝えられているが、これが「巨額過ぎた」という批判は当たらないだろう。むしろ今後の米国の利上げに伴って、米国債の価値はこれから低下するはずだから、外貨準備を減らしておくことは理にかなっている。

単独介入への批判は、予想を外したエコノミストが悔しまぎれに言っている、と考えればいいのではないだろうか。

² https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/official_reserve_assets/data/0408.html

●日本銀行がこれからやるべきこと

より原則論に立った為替介入への批判もある。日本銀行が金融緩和を続けているにもかかわらず、他方では政府が円買い介入を行う（結果的に緩和効果を損なう）のは、確かに矛盾した行為である（英国に比べれば、はるかにマシな事態だと言えるだろう）。

もっともこれも時と場合による。現在のように、市場で波乱が多発する時期においては、中央銀行の役割は危機対応となる。「デフレ脱却」などはいわば平時の目標であって、有事における中央銀行は”Lender of Last Resort”（最後の貸し手）でなければならない。金融システムの保護こそが、中央銀行の最重要課題である。

それにつけても痛感するのは、政府と日銀の役割分担を見直す必要があるのではないかということだ。第2次安倍内閣が発足し、下記のような「アコード」が定められてから、あと半年で丸10年を迎える。「政府は財政再建、日銀はデフレ脱却」という目標を掲げたものの、いずれも合格点とは言い難い。

* 政府と日本銀行の共同声明（2013年1月22日）³

- ① デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。
- ② 日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。
- ③ 政府は財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。

今から考えれば、この役割分担は大雑把過ぎるし、そもそも「金融政策だけで2%の物価目標を達成できる」という想定自体が間違っていた。リフレ論者は、「いや、あともう少しの辛抱なんです」と言うかもしれないが、説得力は皆無であろう。少なくとも10年近くかけて達成出来なかったという事実は揺るぎないものがある。

今回の円安局面において、日本銀行が「日米金利差縮小のための利上げ」を考える必要はさらさらあるまい。為替のヒステリックな変動に、金融政策が振り回されることは望ましくない。とはいえ、金融政策自体の見直しを行わねばなるまい。

そのために真っ先に必要なのは、「黒田緩和」を10年続けた結果の検証であろう。その上で政府と日銀は、あらためて次のデマケーションを定めるべきではないか。それはもう少し精緻なものであってしかるべきである。

来春に新総裁が誕生したとしても、上記の「アコード」がそのままであったとすれば、日銀も大きな路線変更には動きにくいはずだ。金融政策の仕切り直しを行うためにも、「この10年間の実験」に対する総括が欠かせないはずである。

³ https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130206a2.pdf

●日米金利差より「実需の円売り」に注意

それではドル円レートは、これからどうなるのか。以前は「リスクオフの円買い」という法則があって、市場が不安定になると「究極の安全資産」として円が買われることがめずらしくなかった。しかし、これは世界中の通貨が低金利であったから可能だったことで、「金利が蘇った世界」で円資産を好んで買いたいという投資家は多くないだろう。

となれば日米金利差が拡大するにつれて、ドル高円安が進むのはファンダメンタルズに沿った動きということになる。この点はなかなか人智が及ぶところではない。が、こうしたマクロの要因は、それこそ「イジメ」の世界のように、ある日突然に変化が訪れるものである。いたずらに「弱い円」を嘆くのは、少なくとも生産的な行為とは言い難い。

むしろ筆者が問題だと感じているのはミクロの要因、つまり貿易収支の悪化に沿って「実需の円売り」が起きていることである。

財務省が8月30日に、2022年上半期（1～6月分）の貿易統計確報を公表している。輸出が45.9兆円、輸入が53.8兆円、締めて貿易収支は7.9兆円の赤字となった。単純に2倍すると、通年では15.8兆円の赤字となってしまう。暦年で過去最大の赤字は2014年の12.8兆円だから、実需の円売りは相当な規模になっているだろう。ちなみに輸出も前年比15.2%増と健闘しているのだが、輸入の37.9%という途方もない伸びにかき消されている。

ほんの2年前、コロナ初年度でエネルギー価格が安かった2020年と比較してみると、あきれられるほど変わっている。

○輸入品目ランキングは様変わり

エネルギーが安かった2020年 鉱物性燃料は合計11.3兆円	2022年上期実績×2倍したもの 鉱物性燃料は28.6兆円？
① 原油 4.6兆円	① 原油 11.7兆円
② LNG 3.2兆円	② LNG 7.1兆円
③ 医薬品 3.2兆円	③ 石炭 5.9兆円
④ 通信機 2.8兆円	④ 医薬品 5.4兆円
⑤ 衣類・同付属品 2.7兆円	⑤ 半導体等電子部品 4.5兆円
⑥ 半導体等電子部品 2.5兆円	⑥ 通信機 3.5兆円
⑦ 電算機類 2.4兆円	⑦ 非鉄金属 3.4兆円

今年上半期の輸入増のうち、ざっくり半分が鉱物性燃料の増加分である。①原油が106.3%増、②LNGが94.1%増、③石炭が213.0%増（2倍、2倍、3倍！）である。ところが数量ベースで見ると、前年とは大差がない。人口が減少しているこの国では、エネルギー需要がそんなに伸びるはずがない。単純に値段が上がっているのである。ウクライナ戦争に伴うエネルギー価格の上昇は、かくも日本経済に影を落としている。

世界経済の減速に伴って、幸いにも石油価格はピークアウトしつつある。問題は石炭で、天然ガス不足に苦しむ欧州勢が豪州炭のバイヤーとなりつつあり、とてつもない高値となっている。「鉄鋼用の原料炭より、発電用の一般炭の方が高い」という異常事態になっているのだが、あいにく「脱・炭素のために新たな炭鉱投資には資金がつかない」。これは大いなる「合成の誤謬」というべきではないだろうか。

●貿易収支を改善する地道な3つの方法

鉱物性燃料だけではない。輸入品目は、④医薬品、⑤半導体等電子部品、⑥通信機などが続くが、これらハイテク製品も2年前に比べると確実に増えている。最近の日本は「製品輸入大国」でもあり、特に医薬品には「コロナ用ワクチン」が含まれている。

日本全体として、貿易収支の改善を目指して手を打っていく必要があるのではないか。迂遠に思われるかもしれないが、それが円安対策ともなるはずである。

まずは第1に、輸出を伸ばすことである。最近の月あたり8兆円台の輸出は、わが国としては過去最高の水準であり、円安メリットをそれなりに享受していることが窺える。今年上半期の実績を見ると、自動車や自動車部品は前年並みであったが、半導体等電子部品は18.7%増、半導体製造装置は23.2%増、鉄鋼は45.3%増などとなっている。これまでサプライチェーン問題、半導体不足、上海のロックダウンなど、次々と問題に見舞われてきたものの、日本のモノづくりの力はまだ失われていない。

第2に、化石燃料の使用量を減らすことである。これは日本経済が長期的に「脱・炭素」を目指すうえで理にかなった目標となる。そのためには再生可能エネルギーを増やし、原発の再稼働を進めていく必要がある。近年の日本経済は、「石油価格が高い年は貿易赤字、安い年は貿易黒字」という傾向が続いているが、こんなふうに鉱物性燃料の価格に振り回されるのは、もちろん望ましいことではない。

そして第3には、インバウンドを増やすことである。2019年に3188万人まで増えた訪日外国人客数は、コロナ下で20年には411.6万人、21年には24.6万人まで激減してしまった。さすがに今年はやや底打ちし、1~7月の累計で65.2万人となっている。

日本政府は10月11日から、水際対策をさらに緩和する。入国者数上限の撤廃、外国人の個人旅行解禁、ビザ免除措置の3点が実施され、準備が整い次第、国際線の受け入れも全ての空港で再開し、G7並みの入国が可能になるという。長らく続いた「コロナ鎖国」を開放に向けるのは正しい方向であろう。

思うに観光需要こそ、日本経済が円安メリットを享受するもっともわかりやすい手法である。旅行収支はサービス収支に含まれ、貿易収支とは別物になるが、それでも過去最高だった2019年には2.7兆円の黒字を出している。何より外国人観光客に「安い日本」をエンジョイしてもらい、大いに消費してもらうことである。まことに迂遠ながら、それが一層の円安を防止することにもつながるはずである。

<今週の”The Economist”誌から>

”Shaken and stirred”

「ステアもシェイクも」

Finance and economics

September 21st 2022

*** ドライマティニーを「ステアでなくシェイクで」と注文するのはジェームズ・ボンド氏。米国の利上げに対して全世界が感じる痛みは、まさに「ステアもシェイクも」です。**

<抄訳>

ここ数週間、FRB がインフレとの戦いに専念する準備をしていたために、世界経済の首の周りに縄が絞められた。9月21日には、3回連続で0.75%の利上げが公表された。現在の誘導レートは3.0~3.25%であり、年初からは既に3%も上昇している。利上げ自体は予測されていたとはいえ、中央銀行はサプライズを提示した。新たに開示された予測では、2023年末には金利は4.5~4.75%と大きく予想を上回る可能性が高いことになっている。予測はまた、失業率が来年末までに少なくとも0.7%上昇することを示唆している。

市場はこのニュースを受けて下落し、そうでなくても大変な月にさらなる困難をもたらした。米国における金融引き締めは、リスク選好を抑制し、ドルの価値を押し上げることで、あらゆる場所の経済活動を締め上げる。パウエルFRB議長が8月末にワイオミング州で行われた中央銀行の会議で演説し、インフレ退治への決意を示してから金融市場は打撃を受けている。ドルの価値は1カ月だけで2.5%上昇し、年初からは16%も上昇している。

金利急上昇中の米国に向かう資本の流れは、他国の経済にとってはまことに厄介であることが判明しつつある。通貨下落は輸入価格を上昇させ、インフレを招き、中央銀行に対して利上げを強いる。9月20日には、スウェーデン国立銀行が誘導金利を丸々1%も上げた。英蘭銀行は、9月22日には0.75%の利上げを実施する見込みである。

金融市場のタイト化とタカ派の金融政策により、世界の債券利回りは劇的に上昇した。ここ数日で米国の10年物金利は3.5%と、2010年代初頭の水準に上昇した。先月、10年物金利はドイツと韓国で0.6%上昇し、英国では1%近く上昇した。金利が歴史的な低水準にある時期が長かっただけに、通貨急落と金利急騰はショックとして受け止められた。

韓国はウォンの急落を防ぐべく、狂ったように準備金を取り崩しており、政府はFRBとのドルスワップの再開を望んでいる。9月22日には、日本が90年代末以来初めてとなる円買い介入を実施した。英国では、政府がエネルギー価格対策で大型支出計画を発表し、金利の上昇とポンドの下落を招いて危うく経済が市場の信認を失うところだった。

市場のパニックが回避されたとしても、信用コストの上昇は民間投資を冷やすだろうし、経済を後押しするためにもっと支出したい政府の手を縛るだろう。その他の国の政策当事者たちにとって不幸なことに、米国経済はさらに弱含みであり、インフレ率はなかなか頑固である。従ってパウエル氏は、FRBにはまだまだやるべきことがあると決定を下すだろう。そのことは、米国以外の世界に痛みを与えることになりそうだ。

<From the Editor> 富山の休日

先週末の3連休に富山に帰省しておりました。お天気はいまひとつでしたが、最終日に晴れてくれたので、お彼岸の墓参りも済ませることができました。

ご紹介したくなるのは、富山駅北口の環水公園にある「世界でいちばん美しいスターバックス」です。天気のいい日は込み合いますので、無料駐車場はいつも満杯。そこでご近所の富山県美術館に駐車して、「西洋絵画 400 年の旅」という企画展を見てから徒歩で移動する、という裏技（地元ではよく使われているらしい）を使ってみました。

うーん、下記の写真はそれほど魅力的には見えませんかねえ。店内はやや「密」でしたから、飲み物をテイクアウトして外の芝生の上で楽しむ方が良いかもしれません。富山駅で小一時間余裕がある、というときには是非お訪ねください。



富山の魅力をアピールするのなら、やはりこっちでしょうかね。回転ずしチェーン「粹鮭」で撮ったものですが、「その日の朝に浜に上がった地物」に手を出してしまうと、しばらくは首都圏の鮭屋に入る気が失せてしまいます。

下記はのどぐろの炙りと蟹汁。つつい遠慮なく行っちゃいましたよ。



9月は前半が雨続きでしたが、ここへきて本当にいい気候になってまいりました。明日からは10月。感染者数も減ってきて、国内の移動にはちょうど良い時期でしょうね。

そういえば来週は長野市に伺います。そうだ、善光寺に行ってみたいなあ。

* 次号は10月14日（金）にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com