

為替介入は、為替レートがミスアラインメント、短期間に破壊的な変動、または国際金融の安定を阻害、などを生じた場合に実施すべきという国際的なルールが存在する。しかし、その認定は実務上難しいだけに、関係国の理解が大切である。日本の介入に米国の反応が抑制的なのは、日本政府の努力のみならず、①米国貿易収支の中の日本のウエイト低下、②日本の外貨準備による米国債購入への期待、等が関係している可能性がある。アジアでは、日本と国際市場で競合する国からの批判が予想される一方、中国との経済的分業を確立しつつある多くの国にとっては、ドル円レートよりも、今やル人民元レートへの関心が高くなったと推察される。

はじめに

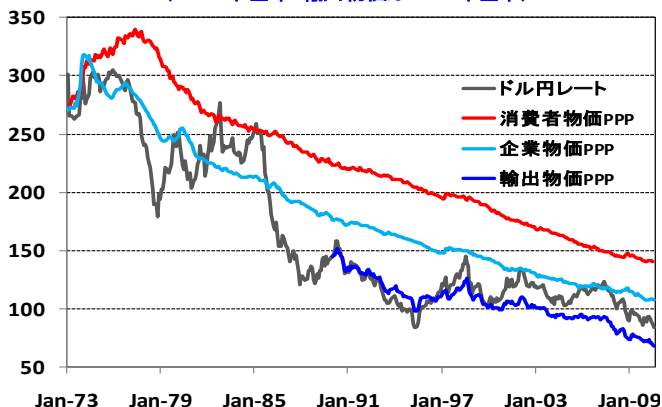
今回の日本の為替介入は、日本の経済政策として実施されたが、米ドルと日本円の為替取引である以上、米国に直接的な影響を及ぼすことは避けられない。しかも、米ドルが貿易や国際投資の中心的な手段であるだけに、第三国にも無視し得ない影響を持ちうる。従って、介入が「単独介入」だと言っても、国際的なルールを遵守し、関係国による理解を得ることが大切である。そこで本稿では、こうしたルールや理解について、前回の「大量介入」の際との変化にも注目しつつ、検討を試みることにする。

ポイント1：為替介入に関する国際的なルール

日本を含む各国は、主権国家である以上、経済政策としての為替政策にア priori な制約を受けることはなく、必要に応じて運営することが当然に可能である。もっとも、各国が自国の状況のみを考慮して為替政策を運営すれば、為替切下げ競争による「近隣窮乏化」などを通じて、世界経済を低迷させ、国際金融システムを不安定化させる事態に陥りやすい。第二次大戦後に設立されたIMFは、戦間期に生じたこうした状況が再現しないための取り決めを設けている。すなわち、IMF協定の第4条は、「加盟国は、国際収支の調整を妨げたり、他国に対する不公正な競争上の優位を得るために、為替相場や国際金融システムを操作してはならない」と規定している(Section 1. (iii))。

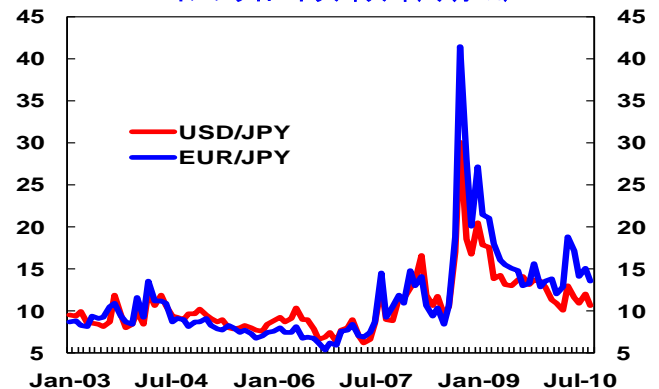
もっとも、「不公正な競争上の優位を得るため」という部分は、実務上は厄介である。なぜなら、為替介入がこうした意図に基づく認定するには、為替相場を「ファンダメンタルな均衡」から乖離させる方向に動かそうとしている証拠を示す必要があるが、実際は、現時点の「ファンダメンタルな均衡」を推計することが技術的に難しいからである。例えば、ドル円レートの相対購買力平価と実際のレートを比較すると、確かに円が過大評価されているように見えなくもないが、為替と最も関係の深い輸出物価でみると過小評価とも見えるので、誰もが納得する形で、現在のレートのミスアラインメントについて結論づけることは困難である(図1)。

(図1) ドル円レートの相対購買力平価(円)
(1973年基準・輸出物価は1990年基準)



(資料) 総務省、日銀、BLS, Thomson Reuters

(図2) ドル円レートとユーロ円レートの
インプライド・ボラティリティ(1ヶ月・%)



(資料) Thomson Reuters

ポイント2：米国の理解に関する推察

国際的なルールとの関係で微妙な面が残るのであれば尚更、今回の為替介入に対する海外諸国の反発がこれまでのところ抑制されている事実は、日本政府が関係国の理解を得るべく行った説明努力の成果として率直に評価されるべきである。

その上で注目されるのは米国の対応である。ドル円レートの直接の関係国であるにも拘わらず、米国財務省は今回の日本の為替介入に関してこれまでノーコメントを貫いており、欧州では政府関係者による批判が散見されることと対照的でもある。この点を、米国と日本の同盟関係といった政治要因と関連づけて解釈することも考えられるが、米国の景気が決して盤石でない中で、そこまで「気前よく」対応してくれる理由を計りかねる部分も残る。もちろん筆者も何らかの答えを得ている訳ではない。従って、ここでは、米国の理解に関連している可能性が考えられる点をいくつか挙げておくこととしたい。

第一に、我々には寂しい話ではあるが、為替レートと密接な関連を持つ貿易赤字の面で、米国にとって日本の重要性が大きく低下したという事実である。つまり、1990年代だけでなく、「大量介入」を実施していた2003年頃と比べても、米国の貿易赤字に占める日本のシェアは一段と低下した(図3)。これは、商品価格の上昇を背景に中東などに対する貿易赤字が拡大したことに加え、言うまでもなく、中国の対米輸出が飛躍的に増加したことを反映している。もちろん、中国の対米輸出には、日本を含む先進諸国による「間接輸出」が貢献している面も大きいだけに、表面上のデータが示すより実態は複雑である。しかし、少なくとも、貿易赤字の相当部分を対日赤字が占めたため、ドル円レートが重要な戦略変数であった頃とは状況が様変わりしていること自体は疑いのない事実である。

(図3) 米国の相手国別貿易赤字の推移
(全体に占めるシェア%)

	1998年	2003年	2008年
1位	日本 27.9	中国 23.3	中国 32.6
2位	中国 24.8	日本 12.4	カナダ 9.1
3位	ドイツ 10.1	カナダ 10.3	日本 8.9
4位	カナダ 9.0	メキシコ 7.6	メキシコ 7.8
5位	メキシコ 6.8	ドイツ 7.4	ドイツ 5.2
6位	台湾 6.5	アイルランド 3.4	サウジアラビア 5.2
7位	イタリア 5.2	イタリア 2.8	アイルランド 2.8
	その他計 9.7	その他計 32.9	その他計 28.2

(資料) US Census Bureau

第二に、日本政府(財務省)の外貨準備による米国債買入れが期待されることである。この点は、前稿(もう一つの「不胎化」—為替介入の裏側)でやや詳しく検討したので本稿では繰り返さないが、要するに、為替介入によって手に入れるドル資金を米国債買入れに向けてくれるのであれば、米国にとっては、①拡大する米国の財政赤字のファンディングの一助となる、②長期金利の抑制に資することを通じて、設備投資環境を改善するだけでなく、経済問題の核心にある住宅市場に関して、借り手の負担軽減や借り換えの促進に貢献する、といったメリットを期待できる。もちろん、これらの効果は今後の介入規模がどの程度まで拡大するか依存するだけに、現時点で過度な期待を持つことも適切ではない。しかし、市場関係者が指摘するように円高圧力が今後も根強く残るとすれば、結果的には為替介入額＝外貨準備の増加額が相応の規模に達することも考えられる。そうなれば、米国債買入れによる米金利への効果が長い目で見て発揮される可能性も考慮に値する。

ポイント3：アジア諸国の理解に関する推察

ドル円の為替介入を巡る議論は、以前であればこれで終了であるが、今や、アジア諸国を考慮しなければ議論が閉じない。メディアの報道によれば、対ドルの為替介入に大きな関心を持つとみられる中国の反応も、これまでは抑制的であるようだ。中国は、「ドル人民元レートの安定維持は国内経済の安定の上で不可欠」というこれまでの主張を、日本の為替介入を援用しながら再び強調することも可能であるが、米国で対中貿易赤字を問題視する動きが強まっていることを考えると、殊更に論争を煽るのも得策でないと考えているのかもしれない。逆に、日本が為替介入による円高阻止を計っている時に、中国が人民元の対ドルレートの柔軟化を大きく進めることができれば、国際金融における中国への評価を日本と対比して大きく高めることもできる。しかし、中国の視点に立てば、いずれは必ず実現することを、元高の加速というコストを払いながら、現在慌てて進める必要もないと思っているのかもしれない。

より興味深いのは、中国以外のアジア諸国による反応である。このうち韓国や台湾、シンガポールのように、米国を含む世界の輸出市場で日本と競合関係にある国は、日本の為替介入を批判しがちである。もともと、金融危機から現在までに既にドル買い介入を実施していたというのであれば、こうした批判も先進諸国や国際機関に対する説得力の面で限界がある。これら以外のアジア諸国はどうだろうか。実証研究が示すように、かつては多くのアジア通貨の対ドルレートはドル円レートと高い相関を有していた(例えばHo, Ma and McCauley(2005)を参照)。その理由の一つは各国の為替政策にあるとみられる。つまり、アジア危機直後には円をアンカーに対ドルレートの安定化を図る動きがみられたほか、一般に、円高になると円建て借入の実質負担が増大し、円安になると日本への輸出競争力が低下する点で、対円レートの安定化には意味があった。しかし、今やこれら諸国の多くは中国との経済的な分業関係に組み込まれている(例えば、「通商白書」(2010)を参照)。これらの諸国からみて、工業製品の輸入や原材料の輸出の両面で、中国が最も重要な貿易相手国となったケースが多いことを考えると、為替政策で重要な政策変数は、もはや対円レートでなく対人民元レートであるはずである。こうして、日本政府による為替介入への関心が低下するのに十分な理由が存在する。

(参考) Ho, Ma and McCauley, "Trading Asian Currencies", BIS Review, March 2005

おわりに

為替介入の国際ルールは、上に見たような実務上の課題を抱えつつも、理論的には今後も大きく変わることは考えにくい。これに対し、日本の為替介入に対する理解の背後にある関係諸国の金融経済環境は、前回の「大量介入」と比較するだけでも大きく変化している。関係諸国の金融経済環境がこれまでの延長線上で変化していくとすれば、将来、日本が再び為替介入を試みても、IMFなどを除いて関心を示す国も少なくなっているかもしれないと思うのはやや悲観的過ぎるであろうか。

文責：井上哲也

(野村総合研究所 金融市場研究センター 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融市場研究センターのものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします