

基礎から学ぶ

為替Q&A

あらゆるものに影響を受ける為替相場。金融政策や財政政策は為替にどうつながっているのか。易しく解説する。

たけなか まさはる
竹中 正治
(龍谷大学教授)

Q1 利上げを行うと為替はどう動く？

A 米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを行うと、ドル建て金融資産（債券など）の利回りも上昇するため、円で運用するよりもドルで運用しようとする人が増えて円売り・ドル買いの動きが強まり、ドル高・円安になる。反対に、FRBが利下げを行った場合、ドル建て金融資産の利回りが低下するため、ドル安・円高になる。

FRBが利上げを継続する中で日米の金利差が拡大すると、円は売られて為替相場はドル高・円安に進む効果が生じる。反対に日米金利格差が縮小、あるいは逆転する場合、

Q2 財政赤字が拡大すると為替はどう動く？

A 金融政策や貿易収支などその他の経済条件が変わらない場合、財政赤字が拡大すると、

これと反対の仕組みでドル安・円高になる。

ただし、こうした金利差による影響がひとたび為替相場に織り込まれると、金利の高い国の通貨に投資しても、より高い利回りを求めてマネーが自由に国際的に移動する環境では、短期ではさまざまな要因によって為替相場は変動するが、長期的にはどの通貨に投資しても為替損益を含む総合利回りは同じになる原理が働く。

政府が赤字を埋めるため国債を発行して資金調達を行うため、国債利回りが上昇（価格は下落）する。国債利回りの上昇は、内外金利差の変化を通じて自国通貨高をもたらす効果を生む。ただし、これは経済が平常な場合の短期・中期の効果だ。

一方、同じ財政赤字の拡大でも、国内の経済状況によっては危機に陥ることもある。その条件は、①経常収支の赤字が大きいこと②その国全体が海外でどのくらいの資産を保有しているかを表す対外純資産がマイナスの状態（対外純負債）であること③政府債務残高が大きく積み上がっていること④国債の買い手を海外投資家に依存していることなどがあ

このような場合、その国は経常赤

字と財政赤字のファイナンスを海外からの資金流入に依存しているため、何らかの事情で政府の信任が損なわれるか、経済の先行きに海外投資家が不安を抱くと、その国の債券や株式を売って外貨に替える動きが強まり、国外への資金流出が生じる。その結果、国内では信用の収縮が起こり、国債の暴落（利回りは急騰）と自国通貨の下落が同時に起こる。この動きが急激で大規模な場合は、通貨・金融危機につながる。

具体的な事例では、1980年代前半に中南米諸国で起きた累積債務問題や、1994年のメキシコ危機、97～98年のアジア通貨危機、2000年代初頭のアルゼンチン国債のデフォルト（債務不履行）などこうした危機的な状況となった。

日本の場合、政府債務残高は国内総生産（GDP）比253%と先進国では最も高い水準だが、対外純資産は349兆円（16年末時点）で世界最大だ。経常収支も16年は20・3兆円の黒字となり、長年黒字を継続している。

従って、この条件が持続する限り、日本の国債暴落と円相場の急落が同時に起こる可能性は非常に低いと言える。ただ、将来日本の経常収支が赤字になったり、対外純負債に転じたりすれば、危機的状況も起こり得るだろう。

異次元緩和の賞味期限

Q3 円安で輸出が伸びないのはなぜ？

A 円安になると、一般的には日本の輸出が伸び、経済は好転すると考えられているが、13年以降のアベノミクスによる円安では、輸出数量は期待したほど伸びなかった。

その要因としては、①輸出企業が外貨建ての商品価格を下げず、採算改善を重視する姿勢をとったこと②多くの企業が生産拠点を海外に移していたこと③08年のリーマン・ショック後の世界経済の構造変化で、世界全体の貿易量が伸び悩んだことなどが指摘されている。

そのため、円安で輸出数量が増加し、雇用も増加するという景気の波及経路は、02～07年の景気回復期に比べると弱かったと言える。輸出から輸入を差し引いた純輸出が実質GDP成長率を押し上げた寄与度は、07～12年が年平均0・8%であったのに対し、13～17年4～6月期は同0・3%にとどまった。

Q4 中央銀行は金融政策による為替変動を黙認している？

A 変動相場制の下での金融政策の目的は、為替相場の変



動による円安効果ではなく、国内の物価安定と雇用の拡大だ。しかし実際には、金融政策を実施することによる為替変動は、金融政策の波及経路として想定されている。その主要な経路は、政策金利を操作することによる内外の短期・長期の金利格差の変化から生じる為替の変動（Q1参照）である。

また、ゼロ金利下でも中央銀行が金融機関から国債などを大量に買い取る（量的金融緩和）ことで市場で「インフレ期待」が高まり、円の通貨

価値としての購買力の減少、つまり円安を予想した市場参加者が、円売りにポジションを移すことによる円安効果がある。

例えば、リーマン・ショックによって引き起こされた世界的な金融危機で、深刻な景気後退に直面した米国は、短期政策金利をゼロに引き下げるだけでなく量的金融緩和にも踏み切った。しかし、この米国の緩和政策によって、急速にドル安・円高が進行した。その際、日本政府と日銀が再度の量的金融緩和に踏み切るのが遅れたことも円高が進んだ一因だったと言える。

Q5 再び円高に動いているが日銀に手立てはある？

1ドル＝80円を割り込む円高は、輸出企業の採算悪化や輸入物価の下落を通じて日本国内のデフレ圧力を強めた。12年にスタートした安倍内閣では、デフレ脱却と同時に行き過ぎた円高是正を掲げ、「三本の矢」の一つとして大胆な金融緩和を実施し、円安・株高への反転に成功したと言える。

A

FRBは既に金利引き上げ局面に入り、年内には量的金融緩和で膨張したバランスシートの圧縮も始まると見られている。しかし、米国の長期金利（10年物国債利回り）は、16年11月に米大統領選でのドナルド・トランプ氏の勝利で2・6%近辺まで急上昇した後、現在は2・2%前後の水準まで低下している。それに合わせて、ドル・円相場も1ドル＝118円前後まで円安が進んだ後、1ドル＝109円台（8月24日時点）まで円高に戻している。

トランプ政権の誕生で、大規模な減税とインフラ投資により米国の財政支出が拡大すると期待されたことで、金利の上昇も加速すると予想した市場参加者がドル買い・円売りを進めたが、その後のトランプ政権の運営は精彩を欠き、公約も未達成に終わる可能性が高まったことで、長期金利の低下とドル安・円高への戻りが同時に生じていると考えられる。

日銀は、大胆な金融緩和で円高是正には成功したが、消費者物価指数2%という目標は、まだ実現できず、「インフレで大幅な円安になる」という期待は既に剥落している。追加緩和策として16年2月に導入したマイナス金利も、物価への効果は疑問視されている。追加的な金融緩和で更に大幅な円安を実現できる可能性は極めて低いだろう。