

金融政策と為替相場

公益財団法人 資本市場研究会（前）理事

湯本 雅士



はじめに

炎暑厳しい8月23日、衆参両院は植田日銀総裁を招き、近時における日本銀行の政策運営の妥当性について閉会中審査を行った。その後展開された自民党総裁の座をめぐる一連の動きの後では今や旧聞の類に属するが、この「事件」は、金融政策とは何か、何を目標にし、どのような手段でその実現を図ろうとしているのか、それがもたらす副作用を最小限に抑えるにはどのようにすればよいか、そして、より基本的な問題として、金融政策の独立性ないしは自主性とはどういうことか、

〈目次〉

はじめに

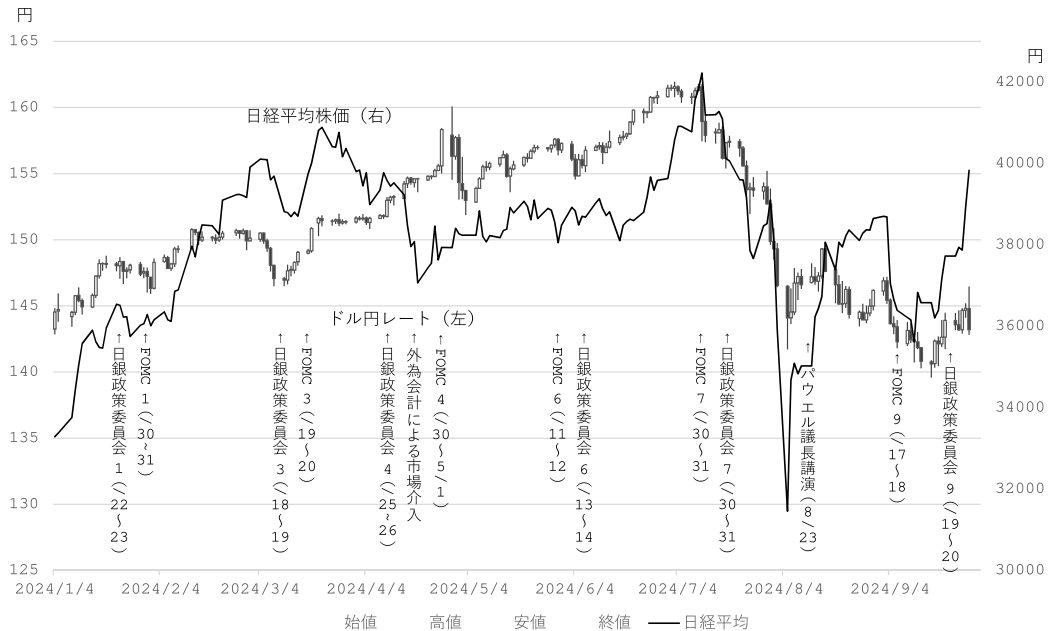
1. 円安進行過程における日銀の対応
2. 金融正常化過程における日銀の対応
3. 学ぶべき教訓

等の諸問題を考える上で看過し難いものがある。事態が概ね沈静化したかに見えるこの段階で、改めて初心に立ち返ってこれらのことについて考えてみようというのが本稿の趣旨である。いずれも「何を今さら」と言われそうなテーマではあるが、その中で、今後を考える上で何らかの示唆を見出すことができれば幸いである。

1. 円安進行過程における日銀の対応

問題の発端は、2024年4月末から5月初にかけて急速に進展した円安の過程に遡る。後に公表されたデータによれば、この間の外為会計による市場介入は9.8兆円という記録的な規模に達したが、そのことは、円安の進行が消費者物価に及ぼす影響と、それがもたらす社会的・政治的な意味合いについての政府の憂慮の念を如実に表している。その後、一

(図表 1) ドル円レートと日経平均株価



(出所) QUICKおよび財務省 東証休場日は前日データで補完 2024/9/27まで

(参考) 外為会計による市場介入額 4月29日 5.9兆円、5月1日 3.9兆円

時1ドル160円台と34年ぶりの水準にまで下落した円相場は急速に円高に転じ、5月上旬には150円台の前半にまで回復した(図表1)。

それではこの間、日本銀行の立ち位置はどのようなものであったのか。市場の関心は、4月25~26日に開催された日銀の政策委員会に集中した。市場の大方の予想は、日銀が、折から進行中の円安を踏まえて、超金融緩和という現状に何らかの手直しを加えるのではないかということであったが、結果は周知のとおり、政策金利は据え置き(0~0.1%程度)、資産買入方針についても現状維持ということであった。会合後の総裁記者会見で、

今回の決定と円安との関係に質問が集中したのも当然である。

これに対して植田総裁は次のように述べている。

「金融政策は為替レートを直接コントロールの対象とするものではないが、為替レートの変動は経済・物価に影響を及ぼし得る重要な要素の一つであり、基調的な物価上昇率に無視しえない影響が発生するということであれば、金融政策の運営上当然考慮ないしは判断材料となる。引き続き為替市場の動向や、その経済・物価への影響を十分注視していく所存である」。

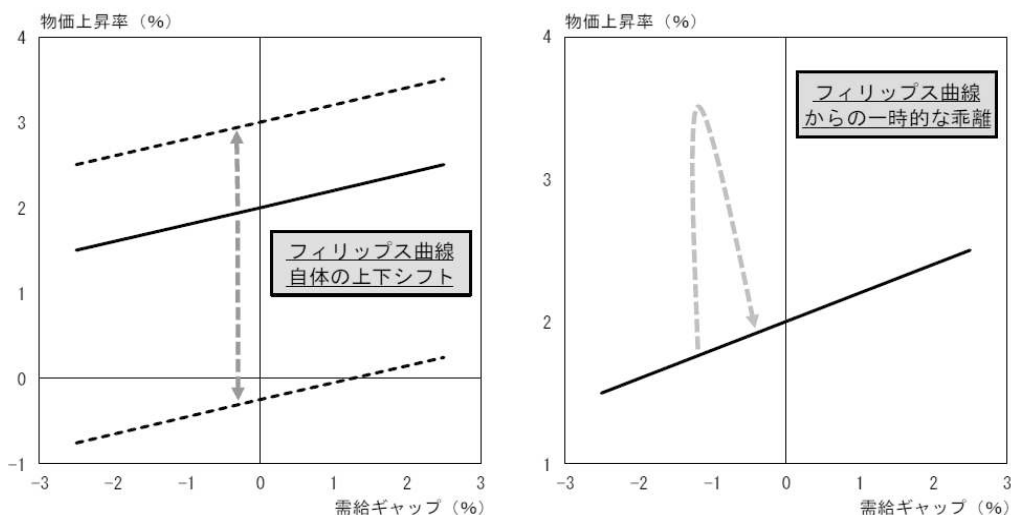
総裁のこうしたスタンスを理解するためには、就任後まもなく行われた講演^(注1)が参考になる。そこで総裁は、予想物価上昇率と需給ギャップとの関係を表すフィリップス・カーブを示しつつ、金融政策が金利を通じて予想物価上昇率を基調的に変化させ、それによってフィリップス・カーブのシフトを促すものであること、そうしたカーブのシフトと、同一カーブ上に生じた一時的な歪み(キンク)とを区別すべきことを説いている(図表2)。まさに学者総裁の面目躍如といったこの講演に面食らった聴衆も多かったと思われるが、このことを踏まえて上記4月の決定を見れば、そのよって立つところは明白である。すなわち、この時点で日銀は、当時の円安の進行とそれがもたらす輸入物価、ひいては一般

物価の上昇を一時的なキンクと判断しており、フィリップス・カーブのシフトが生じたとは見ていなかったということになる。

こうしたスタンスに対しては当然批判があり得る。第一に、その時点で物価が上昇していても、それが一時的なキンクであるかどうかは事後的にしかわからず、そこには常に“behind the curve”批判(後手に回ったという非難)を浴びせられるリスクが内在する。

勿論総裁はそうしたことは十分に承知しており、そのことが記者会見において発せられる注意深い言葉遣いになっているのであるが、そうした部分は記事になった際に無視ないし軽視されるのが常である。加えて総裁は、「今回の円安が基調的な物価上昇率に及ぼす影響は無視できる範囲だったという認識か」

(図表2) フィリップス・カーブのシフトとキンク



(出所) 植田日銀総裁講演「金融政策の基本的な考え方と経済・物価情勢の今後の展望」(2023年5月19日)
https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2023/data/ko230519a2.pdf

という記者からの追加質問に対して、「ハイ」とやや断定的に答え方をしており、そのことがその後に問題を残すことになったことも否定できない。さらに付け加えれば、総裁は、この間において行われた（と当時推測されていた）財務省による円買いドル売りの為替介入について問われた際に、「そのことは管轄外」というやや冷淡とも受け取れる答え方をしており、これも後に批判の対象となった。この間、政財界からは、円安を放置せず、利上げに踏み切るべきではないかという声があがっており、これが、（後に記す為替・株式市場動乱の責任追及の動きと併せて）前記の国会閉会中審査につながっていく。やや文学的な表現を用いるならば、この間の出来事は、学者としての理論的な立場と、政策担当者としての政治的・社会的配慮の重要性とが微妙に交錯した場面ということができよう（注2）。

■ 2. 金融正常化過程における日銀の対応

7月31日、政策委員会は、政策金利である無担保コールレートを、これまでの0～0.1%程度から0.25%に引き上げる（利率のレンジ表示を廃止して一本化する）とともに、今後半年以上の期間にわたり、毎月の長期国債買入額を漸次減額する方針を決定した。日銀は、これによってもこれまでの緩和的な金融環境は維持されることを強調したが、同時に、現在の実質金利が極めて低水準にあり、同日に発表された「展望レポート」で示された経済・物価の見通し（図表3）が実現していくとすれば、金融緩和の度合いを調整していく、すなわち、政策金利の引き上げは今後も続き得ることをかなりはっきりした形で打ち出している。会合後の記者会見での総裁発言も、そうした姿勢を強く印象付けるものであった。

（図表3）「展望レポート」で示された政策委員の見通し 2024年7月31日現在

対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024年度	+0.5～+0.7 ＜+0.6＞	+2.5～+2.6 ＜+2.5＞	+1.8～+2.0 ＜+1.9＞
2025年度	+0.9～+1.1 ＜+1.0＞	+2.0～+2.3 ＜+2.1＞	+1.8～+2.0 ＜+1.9＞
2026年度	+0.8～+1.0 ＜+1.0＞	+1.8～+2.0 ＜+1.9＞	+1.9～+2.2 ＜+2.1＞

（出所）日本銀行

同決定直後に生じた急速な円高方向への転換（一時140円台前半）と、同時に生じた過去にも稀な株価の下落（8月5日日経平均株価マイナス4,451円）については今さら付け加える必要はあるまい（図表1）。たまたま8月7日に地方講演と記者会見が予定されていた内田副総裁は、こうした事態を招いた日銀の責任追及の矢面に立つことになり、「市場が不安定な状況で政策金利の引き上げは行わない」というメッセージを強く打ち出さざるを得なくなった。

冷静に考えれば、今回の円高・株安の背景には、米国経済の先行きに対するFRBの厳しい見方があり（その後Powell議長はJackson Holeでの会合^{（注3）}で、物価・労働市場の現状に鑑み、次回FOMCで政策金利を引き下げる可能性を明確に打ち出した）、日銀の決定だけで市場の動揺が起こったわけではないことは明らかである。しかも、上記総裁発言には、「『展望レポート』で示された経済・物価の見通しが実現していくとすれば」という条件が明記されており、状況が変化すれば当然政策対応も変化していくことが前提となっている。しかしながら、世論はそうしたことには耳を貸さず、上記副総裁の記者会見は、専ら1週間前に耳に残った「今後とも政策金利の引き上げを続ける」という総裁発言と、「政策金利の引き上げは行わない」という今回の発言との矛盾を追及する場となった感がある。

その後の出来事については既に広く報道さ

れていることでもあり、ここでは時系列的に両中央銀行の決定内容を略記するにとどめる。

FRB—9月17～18日にFOMCを開催して以下を決定（票決は11対1…1名は0.25%ポイントの引下げを主張）。

- ・政策金利（FFレート）を0.5%ポイント引下げ、4.75～5.00%とする。
- ・準備への付利金利も0.5%ポイント引き下げて4.9%とする。
- ・金融資産の買入方針については、これまでと同様、毎月の償還額のうち、国債については250億ドル、MBS（住宅抵当債券）については350億ドルを超える部分（cap）について元本の補填（再投資）を行う（すなわち、残高は国債月250億ドル、MBS月350億ドルのペースで減少する）。

日本銀行—9月19～20日に政策委員会を開催して以下を決定（現状維持で全員一致）

- ・政策金利（無担保コールレートO/N）を0.25%程度で推移するよう促す
- ・長期国債の買入予定額を原則として毎四半期4,000億円ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とする
- ・各種制度の適用利率を以下の通りとする
補完当座預金制度金利（法定準備を上回る部分に付利）—0.25%
補完貸付制度適用基準金利—0.5%

3. 学ぶべき教訓

今回の「事件」からは数多くの教訓が得られた。そのすべてを詳述する余裕はなく、ここではそのうちの一つ、表題の「金融政策と為替相場」との関係に止めるが、日頃は当たり前のように受け止められていることが必ずしもそうではなく、改めて考え直してみる必要があることを感ずる機会となった感が深い(注4)。

円相場が下落する際にいつも沸き起こるのは、それが日本の「国力」低下を示すものだという嘆きの声である。名目GDPの規模の国際比較を行って、日本の順位が過去十数年

の間に如何に低下したかを示し、昨今の円相場はそのことを如実に表している、といった類の論調はその一つである。同様のことは日本の貿易収支についても言える。日本の貿易収支はかつての大幅黒字から赤字基調に転じ、しかも拡大の一途を辿っている、それはまさに日本の国際競争力の趨勢的な低下を表しており、そのことがこのところの円相場の下落に現れている、とされる。

「国力」とは何か、という定義を明確にしないままに繰り上げられるこうした論調が如何に根拠を欠いたものであるかを示すことは易しい。名目GDPの国際的な地位を引き上げる最も簡単な方法は、他国を上回る規模のインフレを起こすことであるが、それは妥当

(図表4) 国際収支の現状

(単位：兆円、端数切捨て)

	2022年	2023年	2024年上期
貿易・サービス収支	▲ 21.0	▲ 9.4	▲ 4.3
貿易収支	▲ 15.5	▲ 6.5	▲ 2.6
輸出	98.8	100.3	50.6
輸入	114.3	106.8	53.2
サービス収支	▲ 5.5	▲ 2.9	▲ 1.7
第一次所得収支	35.0	34.9	19.1
第二次所得収支	▲ 2.5	▲ 4.1	▲ 2.1
経常収支	11.4	21.3	12.6
資本移転等収支	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1
直接投資	16.8	22.8	13.5
証券投資	▲ 19.1	27.8	▲ 0.4
金融派生商品	5.0	6.5	3.6
その他投資	10.7	▲ 38.1	1.2
外貨準備	7.0	4.2	▲ 8.2
金融収支	6.4	23.3	9.6
誤差脱漏	▲ 4.9	2.3	▲ 2.9

(出所) 財務省

な政策と言えるのか。さらに、GDPのDが“domestic”であること、すなわち国境を基準とした計測手法であることはもう少し強調されてよい。日本の成長力の趨勢的な低下をもって国力低下の証拠とする議論は多いが、過去十数年にわたって活発に行われ、昨今の企業収益増大の主因の一つとなっている日本企業の海外進出は、同時に“D”の拡大を阻む要因でもあったことを想起すべきである。それをもって「国力の低下」と見ることは妥当か。貿易収支の赤字については、それは第一次収支の黒字によって十二分にカバーされており、経常収支では黒字を維持していることに留意すべきである（図表4）。第一次所得の太宗を占めるのは直接投資・証券投資等によって得られる収益（利子・配当金等）であり、このこともまた、上で記した企業等の海外進出に関係する。

一般に、「上昇・低下」「赤字・黒字」あるいは「増加・減少」といった言葉は必然的にある情緒的意味—ポジティブあるいはネガティブ—を持つ。そのことは避けることができないが、論者がそのことを十分に意識せずに用い、それによって状況判断が左右されるようなことがあればそれは問題である。客観的な事象の分析・解釈に影響を与え、判断を誤らせるおそれのあるこうした用語の使用に際しては十分の注意を払うことが求められる。

やや脇道にそれたが、本題に戻って、こうした議論—いうところの「国力の低下」—が、短期的な為替相場の変動と直線的に結び付け

て論じられている点は今一つの大きな問題である。今さら言うまでもないことであるが、同じ「市場」と言っても、為替市場を含む広義の金融市場（証券市場もそれに含まれる）は、他の実物市場、例えば魚河岸でのセリとは根本的に異なる。魚河岸でセリにかけられている魚に対する需給関係の基礎は基本的には「実需」であり、セリ落とされればそれで終わり、という性格のものであるのに対し、広義の金融市場におけるそれは専ら「仮需」—注文は後から何時でも取り消せる（先物の反対取引、あるいはオプションの行使）—という点である。しかも、こうした需給関係を決めるのは専ら「情報」（ニュース）であるということ、そうした情報は必ずしも真実であるとは限らず、故意によるものも含め虚実相交じって飛び交っているということ、しかも、コンピュータの発達によって、ナノ秒の単位で取引が行われていることを指摘しておかなければならない。先に、GDPの国際的地位の低下とか、貿易収支の赤字とかについて、それが為替相場決定要因として如何に根拠のないものであるかを強調したが、超短期的には「情報」（ニュース）の一片として為替相場を大きく動かす重要な要因になっていることは指摘しておかなければならない。

為替相場に対してそれと同等の、ないしはより大きな影響を及ぼすのは、各国中央銀行、とりわけFRBと日本銀行がどのような政策意図に基づき、どのようなタイミングで政策転換、とりわけ政策金利の変更を行っていく

か、ということに関する「情報」である^(注5)。このため、市場関係者は、政策運営当事者の一挙手一投足、片言隻句を細心の注意を払ってフォローしようと努めている。いわゆるFed watcher、ないしは日銀ウォッチャーの腕の見せ所である。中央銀行の側でもそのことは十分心得た上で一言一句を磨き上げる。FOMC、あるいは日銀政策委員会の決定会合後に発出される公表文はまさにその典型であるが、同様なことは、会合後の記者会見あるいは講演会後の質疑応答の場についてもあてはまる。

この問題に関連して、現在中央銀行の金融政策運営上重要なインスツルメントの一つとなっているフォワードガイダンスについて一言しておきたい^(注6)。中央銀行による金融政策運営の一手段として、フォワードガイダンスが登場したのはそれほど古いことではない。1990年代以前のFOMCの決定は、いわば神秘のヴェールに包まれた神殿から下される神託としてその価値を発揮した。Greenspan議長時代はまさにその典型であり、ジョージ・オーウェルのディストピア小説『1984年』に出てくる「Newspeak」をもじった「Fed speak」などという言葉が流行ったものである。こうした傾向はその後漸次変化し、政策形成にかかる透明度は高まってきたが、その背景として、中央銀行がどのような意図で政策運営を行っているのか、今後どのような方針で臨もうとしているのかを広く一般に知らしめることは、民主主義の原理

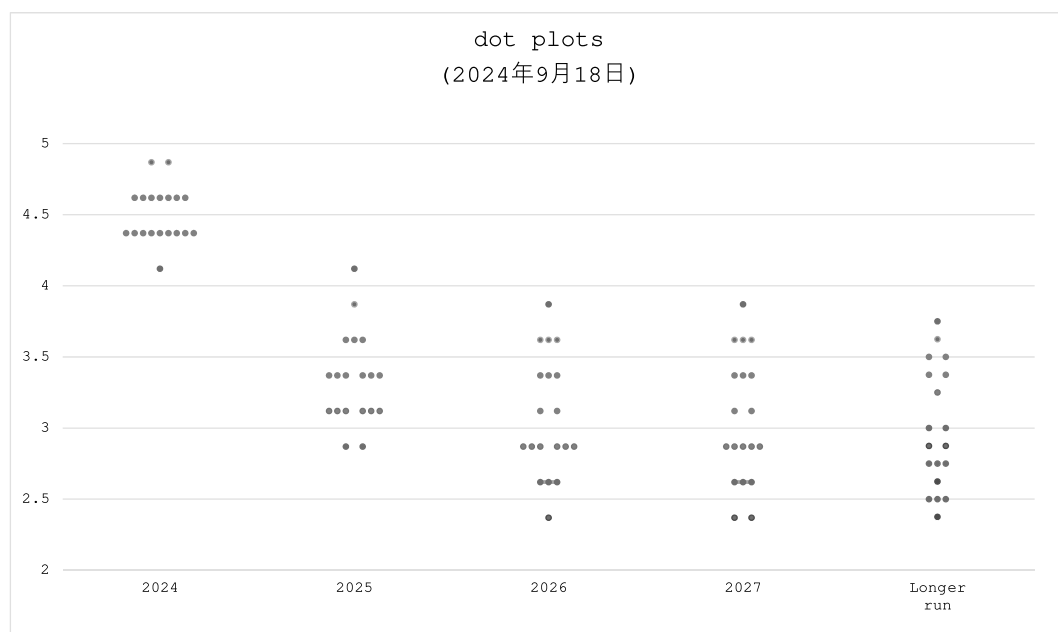
(金融政策の透明性確保は、中央銀行が国民に対して説明責任<accountability>を果たす上で不可欠)という見地から重要であるが、それだけではなく、金融政策の有効性を高める上でも重要である、という考え方が定着していったことによる。目標値の設定はその一つの手段であるが、その達成に至る経路を示すこともまた必要であるとされた。かくして現在、各国中央銀行は、様々な手段を駆使してこれでもかと言わんばかりの情報公開を行っているが、その最たるものがFRBの“dot plots”であることは言うまでもあるまい(図表5)。

しかしながら、金融政策運営に関する透明性の向上に全く問題がないかと言えば、そのようなことはない。とりわけ問題は情報受信者である一般国民の方にある。それが、いわゆる業界用語を十分に理解しないためであるとするならば、政策当局と一般国民との間にあって媒介役を果たしているエコノミストの一群にもその責任がある。国民に対して情報を伝えるメディアの方の責任はより重大である。一例として、上記FRBのdot plotsの扱い方を見てみよう。3カ月に一度、FOMCの後で公表されるSurvey of Economic Projections (SEP)の一環として発表されるdot plotsは、FOMC参加者が持つ今後の経済動向の予測を前提とし、それが実現したとすれば、政策金利(FFレート)はどのような水準にあると思うかを問うた結果を集約したものである。その意味で、まさにdata-

(図表 5) FRBのSEPとdot plots

	2024	2025	2026	2027	長期
実質成長率	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
失業率	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
消費者物価上昇率 (PCE)	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
予想FFレート	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

(注) FOMC参加者各自が予想する経済・雇用・物価見通し (中央値 2024年9月18日)



dependent (状況依存) の典型と言ってよいものであるが、それにもかかわらず一般国民は (そして、政策当局と一般国民との間に立つエコノミスト及びメディアの一群は) これを、FRBが正式に決定した政策金利変更のスケジュールであるかのように大々的に取り上げ、それを巡って長短金利や為替相場が大きく変動するのが通例となっている。こうした状況を前提とした場合、情報発信者としての政策当局者の一言一句はさらに重要性を増

しており、その含意が一般にどのように受け取られるかという、先の先まで考え抜いた上での発言を求められることになる。このことは、冒頭で取り上げた先般の為替相場の変動と、それに誘発された株式市場の大波乱への対応についてもあてはまる (注7)。

問題は情報受信者である国民の側にもある。国民は、日頃から金融為替問題について興味と関心を持ち、流れてくる無数の情報 (上述したように、その中には確たる根拠もなし

に発せられた言葉や、悪意の虚報もある)を正しく認識し、その是非を判断する能力—広義の「メディア・リテラシー」の向上—to 努める必要がある。

今一つ付け加えるならば、日本銀行は日銀法によって定められた責務 (accountability) を果たすべく、日本経済の現状とそれに対する日銀の政策運営姿勢についての情報発信に怠りなきを期している (その中には国会への報告も含まれる)。前述した、総裁を招いての閉会中審査もその一環としてみることもできないではないが、見方によっては、為替・株式市場での大波乱を招いた責任追及の場とも受け止められかねぬ行為であることを念頭においておくべきであろう。日本銀行の決定は、多かれ少なかれ長短金融・為替市場に影響を及ぼすものであることは当然であり、それを最小限に止めるべく努めるのは日銀の責任であるが、立法府がその都度その是非について口を出すことは、法律 (日銀法) が定める日銀の独立性・自主性に抵触するおそれはないかどうか、改めて考えてみる必要があるのではなかろうか。

(注1) 「金融政策の基本的な考え方と経済・物価情勢の今後の展望」(2023年5月19日)

(注2) 勿論、日銀の決定は政策委員会の多数意見であり、総裁一人で決めるものではないが、その意向が他の委員の思考に相当の影響を及ぼすことは容易に想像できる。

(注3) J. Powell “Review and Outlook” (2024.8.23)。なお、Jackson Hole Conferenceについては、拙著『サブブラ

イム危機後の金融財政政策』(2010、岩波書店)、pp.3～5を参照。

(注4) 詳細は拙著『新金融政策入門』(2023、岩波書店)、第2章、第4章を参照

(注5) 念のため付け加えるならば、このことは為替相場決定理論としての金利平価説を支持することを意味しない。机上の理論としてはともかく、現実の為替相場の動き (とりわけ短期のそれ) を説明する上で、金利平価説の実務的価値はゼロである (同様のことは購買力平価説についても言える。上記『新金融政策入門』、pp.127～130参照)。

(注6) 拙著『デフレ下の金融・財政・為替政策』(2011、岩波書店)、pp.210～225参照。

(注7) FRBのdot plotsは、単なる政策金利の見通しの公表といったものではなく、むしろ一定の政策意図を持ったforward guidanceの一つとみるべきではないかという意見があり、それはその通りであると考ええる。ここでは、それを確定的なスケジュールとして扱いがちな市場の風潮を批判している (SEPの枠組みそれ自体をforward guidanceの一形態とみることができる)。

