

黒田総裁は円安の是正に動いたのか？

発表日：2015年6月10日（水）

～国会における為替レートへの言及の意図～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

6月10日のドル円レートは、黒田総裁の発言に敏感に反応して、1ドル124円台半ばから122円台に大きく振れた。国会での発言をよくみると、円安そのものに否定的なことを言っている訳ではない。黒田発言の真意を考えると、むしろ速いペースで進むドル円レートの円安に対して牽制発言を加えることで、円安のスピード調節をしようという意図なのだろう。やや確信犯的に、誤解されやすい発言を行って、ブレーキを踏んだと考えられる。

黒田ショック

黒田総裁は、6月10日の衆議院財務金融委員会で、為替レートについて様々な言及を行っている。

「実質実効為替レートでは、かなりの円安の水準になっている。実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということはない」

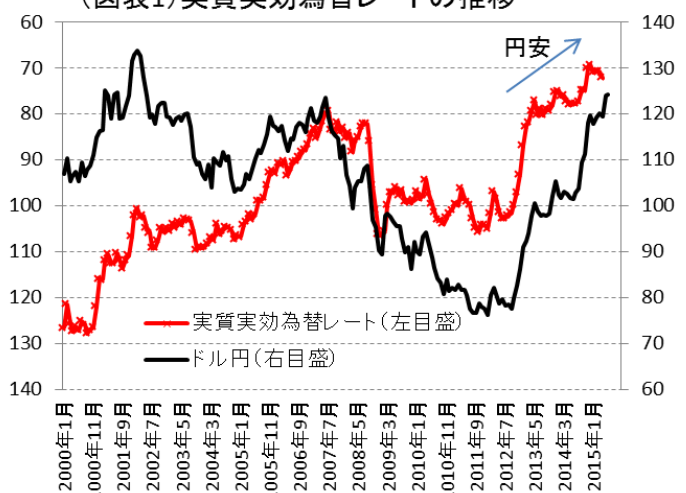
「米利上げが市場にほぼ織り込まれているとすれば、それ以上のサプライズがなければこれ以上のドル高になる必要もないように思われる」

まず、用語について解説すると、実質実効為替レートは、為替レートを物価上昇率で割り引いて実質化したレートである（図表1）。企業のコストは為替が円安になっても、物価上昇でコストアップになれば、その分だけ輸出のコスト競争力は実質的に低下する。実質化は、日本企業のコスト競争力を為替と物価の両面で相対的価値として示そうとするものである。

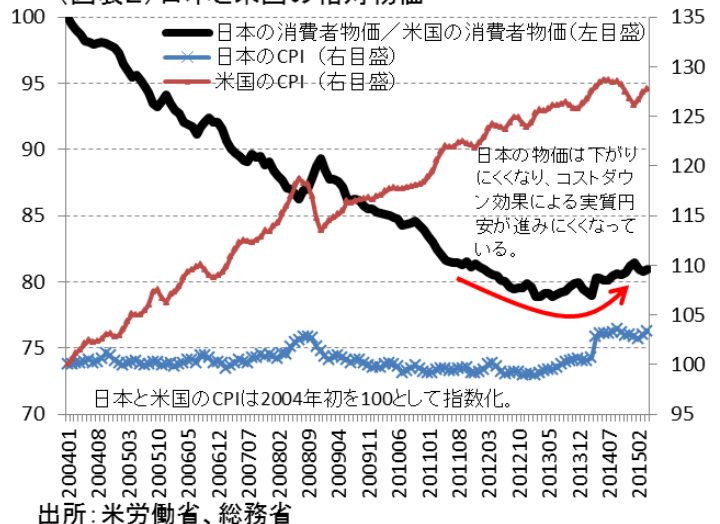
※なお、実効レートとは、対ドルだけでなく、対ユーロ、対ポンドなど他通貨を、貿易取引量で加重平均したものである。他通貨に対して平均的な為替レートを求めようとしたのが、実効レートである。

実例を示すと、1ドル=100円がずっと維持されていたとしても、日本の物価が▲20%下落して海外物価が横ばいならば、実質的なドル円レートは1ドル=120円の実質円安になる。日本の場合、長期のデフレが続いて物価面から実質円安になっていた。その頃は、円高局面であっても「実質実効レートでみるとそれほど円高ではない」と言われていた。最近では、2014年4月に消費者物価が消費税要因で上昇したので、一転して実質レートでの円安に歯止めがかかっていた（図表2）。

（図表1）実質実効為替レートの推移



（図表2）日本と米国の相対物価



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

黒田総裁の「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということはなかなかありそうにない」という理屈は、これからは消費者物価2%に向けて物価が上がるので、物価面から実質為替レートが従来のように実質円安に振れることはない起こりにくい、と発言したのだと理解できる。こうした傾向は、各国の実質実効為替レートと比較して、日本の通貨安がかなり大きく進んでいることを踏まえて発言している面もある（図表3）。

注意すべきは、黒田総裁がここで、円安が望ましくないとか、これ以上の円安を望まない、と言った訳ではない点である。

※※実質実効為替レートの「実質化」で用いられる物価指標は、BISの計算に統一して、消費者物価指数ベースの購買力平価で実質化している（以前は企業物価）。実効レートは、44種類の通貨（59か国分）を対日貿易額の加重平均で合成している。

この発言は、為替レートには効果観面（てきめん）だった。ドル円レートは一時125円/ドルまで円安が進んだ後に、6月10日に124円台半ばで落ち着きどころを探していたタイミングで、黒田総裁発言があった。それから為替は一転して円高方向に引きずられて122円台後半に変わった。

黒田総裁は、誤解されやすい表現を取って用いることで、シンボリックな125円という水準を容認しないという構えをみせたという思惑が成り立つ。実は、最近では不明確な噂が散見されるようになっている。6月8日にオバマ大統領がドル高懸念を伝えるニュースが走った。サミットの中で米大統領が為替に言及することは異例中の異例である。流石にこれはすぐに否定された。5月28日には麻生財務大臣が「荒い動きがある」と123～124円台のときに発言している。

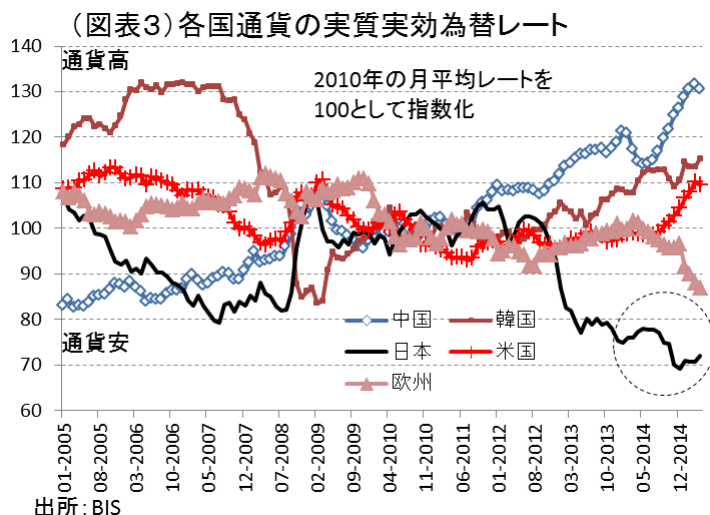
その前後の為替レートの動きは、5月中旬に1ドル124円10銭台の水準を抜けて125円近づく、その後は抵抗線もなく130円を目指すという見方が語られた。そうした円安の思惑が広がりやすいつ時期だったために、カウンターパワーとして高官発言が注目されやすくなっていた。黒田総裁は、125円を超えて円安になっていくと、さらに高官発言によって為替が揺さぶられるリスクがより高まるので、今のうちに円安のペースを足止めしようという意図があったのかもしれない。

黒田総裁の立ち回り

そもそも、筆者は、黒田総裁が円安を否定する発言をするはずがないと考えている。なぜならば、金融緩和によって円安が進むことを否定すれば、消費者物価上昇率2%の達成は不可能になるからだ。自ずと追加緩和予想も消えてなくなる。だから、為替が円安に向うこと自体に否定的な見解を述べることはしない。

しかし、日米の政治がドル高・円安が進み過ぎることに強い警戒感を抱いていることを、黒田総裁なりに察知したかもしれないという仮説をつくることはできる。TPP交渉を前進させるために、米議会に対して円安誘導の疑念を与えてはいけないとか、日本の庶民感情が輸入物価上昇に反発を感じるムードがある、といった様々な思惑を考えることができる。様々な思惑を頭に入れながら、円安のスピード調整を意識して、疑心暗鬼を誘うような口先介入を行ったという可能性はある。無論、黒田総裁は元財務官であり、口先介入を多用すると、相場形成に人為的な影響を与えて、過度な変動を生み出しかねない弊害は承知しているのだろう。

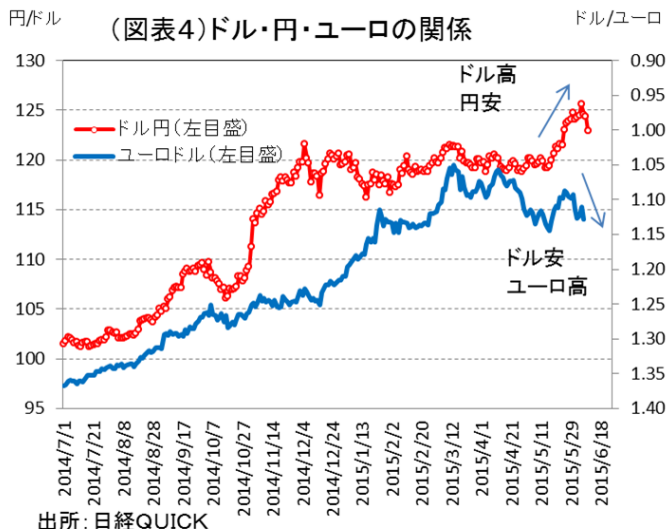
従って、口先介入をしないでこのまま円安がどんどん進んだときのリスクと、ここで曖昧な口先介入をして円安



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を牽制したときのメリットを頭の中でしたたかに計算しながら、市場の思惑を揺さぶるという選択をしたのであろう。

一方、ユーロドル相場の推移をみると、ギリシャ問題を巡って、次第にユーロ高・ドル安に傾いていく流れもあった(図表4)。ドイツの長期金利は、遂に1%を超えて上昇し、ユーロ高の流れが見えてきている(ギリシャ次第ではあるが)。ここでドル円レートが円安方向に向かえば、円独歩安の図式になって、海外からみてまずい構図になるという思いがあったのかもしれない。G20などの会合でも、水面下には主要国が通貨切り下げ競争を促していることに対する疑念があっただろう。



それでも円安なしの物価上昇は考えにくい

日銀の金融政策は、物価上昇率2%を達成するために、趨勢的に円安が進むことを前提としている。ただし、円安のペースが速すぎると、為替の乱高下が企業行動を攪乱したり、政治や世論の反発も予想される。だから、黒田総裁は、円安進行に対して時限的にブレーキを踏むようなことも行っていくのだろう。これは、円安予想に基づく「物価上昇期待を損なわない限り」という限定をつけた采配になる。

今後、ドル円レートが1ドル125円に近づいたとき、黒田総裁が敢えて誤解を生むような発言を意識して話すかもしれないという点には警戒しておく必要がある。また、そうした限定的な円安牽制のスタンスが、どのくらい維持されるのかも見極めなくてははいけないだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。