

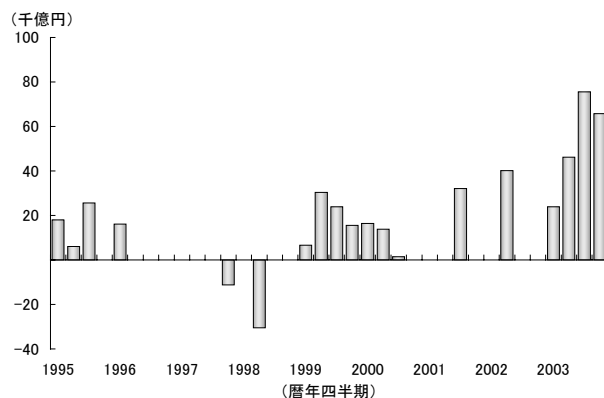
## 膨張する為替介入

### 【ポイント】

1. 円高の進行を食い止めるために多額の為替介入が行われており、それによって外為特会が抱える含み損も拡大の一途を辿っている。
2. 円高による弊害は否定できないが、近年、輸出の価格弾性値は低下しており、為替の変動が輸出数量へ与える影響度はかなり限定的である。
3. 停滞する内需を放置し、それが唯一無二の景気対策であるかのように闇雲な為替介入に走ることは政策としてのバランスを欠いている。内需中心の安定した経済へと転換を図るためにやるべきことは山積している。

円高基調が続いている。昨年前半には1ドル120円台で推移していた円は、日本の景況感の改善や米政府のスタンスの変化もあって上昇に転じ、10月には110円台を割り込んだ。円高が景気に与える悪影響を懸念し、政府は巨額の為替介入を繰り返しているが、円の上昇に歯止めはかからず、足元では105円～106円台での推移となっている。今回のG7における為替についてのコメントは微妙な言い回しとなったが、米国の低金利政策の持続や日本の景気回復期待から、円の先高観は依然残っている。

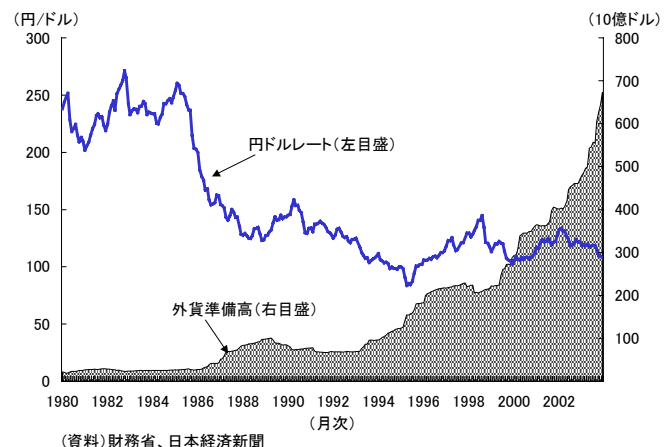
図表1. 為替介入の実績



### 1. 積み上がる外貨準備高と外為特会の含み損

今年度の介入額は既に25兆円を超えており、年度を通しては30兆円を超えることが確実な勢いだ。多額の介入を反映して日本の外貨準備高は急増、昨年12月末現在で前年を2,000億ドル強上回る6,735億ドルに達している(図表2)。そのかなりの部分が米国債の購入へと向かい、双子の赤字に苦しむ米国経済の重要な資金供給源となる一方、一向に円高が反転しないことで、外国為替資金特別会計(以下、外為特会)が抱

図表2. 為替レートと外貨準備高



える含み損は16年度末には約7兆8千億円に達する見通し（政府予算案ベース）となっている。

外為特会においては、為替の評価損が発生するのは売却時のみで每期処理する必要がないことに加え、過去の運用収益の積立金が11兆円強あることから、抱えている評価損が直ちに問題化することはない。そのため、外為特会の損益計算書上では、政府短期証券の発行によって国内で低コストで調達した介入資金を米国債で運用し、安定した利鞘を稼ぐという図式が成り立っており、今年度についても、借入金利子の822億円に対して運用収入が1兆5,308億円とフローの収支は大幅な黒字が予定されている。ただし、一方で評価損が2兆1,251億円発生することから、それを考慮すれば実際には7,000億円程度の運用損になる。加えて、予算段階の前提為替レートは1ドル115円であり、現在のレートを考慮すれば含み損がさらに拡大する可能性が高い。

今年度予算時に設定された外国為替資金証券（政府短期証券）の発行限度額は79兆円であったが、年度途中で限度額に近づいたため、財務省は急遽日銀に対し自己が保有する米国債の売却をし、円資金を調達する契約を締結、1月半ばに5兆円を調達している。また、来年度の限度額は今年度補正後の100兆円に40兆円積み増され140兆円となる。急激な円高が日本経済に与える影響を無視することは出来ないが、一歩間違えば巨額の損失が発生するというリスクを抱えながら、今後も政府は大量の為替介入を繰り返すことになりそうだ。

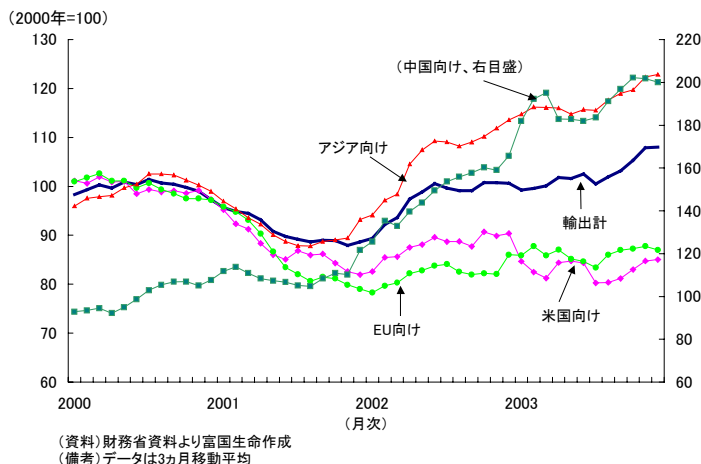
## 2. 円高にもかかわらず景気は堅調

欧米で不満が燦る中でも多額の為替介入が行われる背景には、財政金融政策の行き詰まりから、それが唯一無二の景気対策だという雰囲気がある。また、含み損は実際のコストとして認識されず、思惑通り円安に反転すれば解消、さらには含み益に変わる可能性があることもそれを助長している感がある。

一方、円高が進行する中でも、足元の景気は堅調に推移している。牽引役は引き続き外需であり、円高の影響で幾分伸び悩んでいた輸出金額は12月には前年比8.5%増と勢いを取り戻した。また、数量ベースでは高い伸びを持続しており、地域別にみると、中国を中心にアジア向けが高い伸びを示す一方で、低水準にある米国向けも昨年の7月を底に上昇傾向に転じている（図表3）。輸出相手先としてウエイトの高い中国・米国向けが上向いていることが、日本の輸出を大きく押し上げることに繋がっている。

また、図表4は生産指数の推移を財別にみたものであるが、消費財が概ね横ばい傾向で推移しているのに対し、生産財と投資財の水準上昇が際立っている。前述の全体の輸出数量指数と全体の生産指数を比較すると、両者はほぼリンクして動いており、最近の生産活動の好調は輸出によって主導されているということが確認できる。その一方で個人消費を中心とした内需は停滞傾向が続いており、デジタル家電など一部数量ベ

図表3. 輸出数量の推移



ースで好調な分野はあるが、小売全体の売上は依然として低迷したままである。さらに、雇用環境についても、新規求人の増加など先行指標面での改善は続いているが、就業者数が引き続き伸び悩むなど全体に低調であり、川上部分（輸出企業）の好調が川下部分（家計部門）になかなか波及してこない状況となっている。前回の IT 景気の時の循環もそうであったが、外需の好調が内需に伝わらないまま景気後退局面を迎えるという循環を繰り返すうちに、名目 GDP に占める貿易額（輸出 + 輸入）のウエイトは上昇傾向を辿っており（図表 5）、日本が内需拡大に向けて舵をきり始めたプラザ合意（1985 年 10 月）当時の水準に迫ってきた。

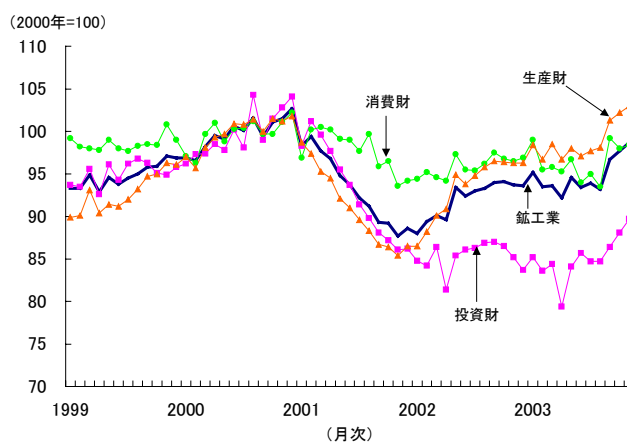
図表 6 は 1986 年以降の日本の輸出数量の価格弾性値を推計したものであるが、90 年代前半まではマイナスであった輸出物価指数の係数が、90 年代後半から最近までの推計期間ではプラスに転じている。中国向け輸出のウエイトが高まっているためにやや低下しているが、所得要因としての米国 GDP が引き続き有意であるのに対し、価格弾性値は説明力も大きく低下している。近年の傾向としては日本の輸出数量の決定要因は専ら海外需要動向であり、価格の影響力は大幅に弱まっているということになるが、このことは、世界的な IT 需要の拡大の中でデジタル関連の電子部品については日本製品が強い競争力を維持している分野が多いこと、あるいは中国を中心に現地化が進展していることで、為替動向にかかわらず一定の取引が行われることと整合的である。特に中国経由の欧米向け輸出などは、ドルにリンクした元の競争力が部品段階の価格上昇を十分に吸収している可能性もある。いずれにしろ価格の影響度が弱まる中、経済に占める輸出のウエイトが趨勢的に高まっていることで、日本経済自体が海外の需要動向に大きく左右され易い性質になっていると考えるべきだろう。

図表 6. 弱まる輸出に対する価格の影響度

	定数項	価格弾性値	所得弾性値	自由度修正経済決定係数
		輸出物価指数 (契約通貨ベース)	米国実質成長率	
1986～1995年4Q	-4.75	-0.34	1.21	0.85
	-7.78	-1.65	9.02	
1995～2003年2Q	-6.81	0.29	1.10	0.68
	-1.55	0.83	3.52	

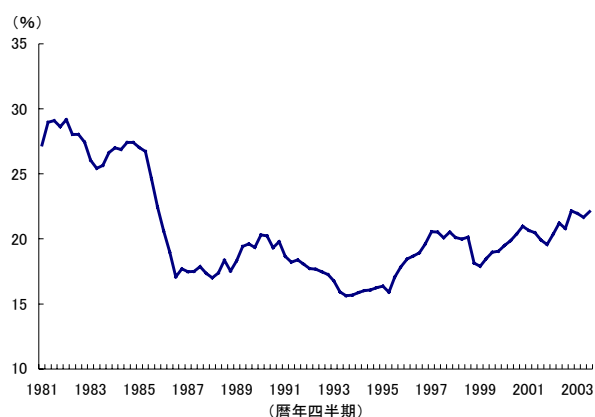
(資料)財務省、米商務省等より富国生命推計  
(備考)下段はt値

図表 4. 財別生産指数の推移



(資料)経済産業省

図表 5. GDP に占める貿易額の推移



(資料)内閣府

## 3. 多額の為替介入とその経済的効果

そうなると、円安による輸出数量の増加効果は期待できず、為替介入は専ら円高によって輸出金額の手取り額が目減りする企業の収益を下支えするという効果に限定される。図表6は日経NEEDSのマクロモデルによって、円高による日本経済への影響をシミュレーションした結果であるが、2004年度を通して105円で推移するシナリオを仮に標準ケースとして、2004年4～6月期に一気に1ドル98円まで円高が進んだ後、その水準が年度一杯続いた場合と比較すると、名目輸出で2兆円強、法人企業の経常利益で1.2兆円程度減少することになる(ケース )。また、年度を通して98円に向かって趨勢的に円高が進む場合は

図表7. 円高が景気に与える影響

(単位:10億円)

	2004年			2005年
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
標準ケース(円/ドル)	105.0	105.0	105.0	105.0
円高進展・介入なし (ケース①)	98.0	98.0	98.0	98.0
名目輸出	▲ 2,179			
法人企業経常利益	▲ 1,240			
実質GDP	▲ 1,331			
円高進展・介入あり (ケース②)	105.0	102.7	100.3	98.0
名目輸出	▲ 1,006			
法人企業経常利益	▲ 554			
実質GDP	▲ 451			

(資料)日経NEEDSモデルを使用したシミュレーション

は名目輸出の減少幅は1兆円程度、経常利益は5千億円強の減少となる(ケース )。このことは100円割れを目指して円高が急速に進展する中で、完全に歯止めをかけることが出来なくとも、介入によってある程度そのテンポを緩めることが出来れば1～2兆円程度の経済効果が生じるということを示している。ただし、単純計算になるが、

のケースでも介入資金として2003年後半並みの四半期当たり7兆円程度を投入すると、介入による経済効果に匹敵する評価損が発生することになる。

この試算が想定するのは円が全面高になったケースであり、現状ではユーロ高によって実効為替レートベースの円高が対ドルよりも若干緩やかになっているため、やや負の影響が過大評価になっている。また、財務省が発表する貿易取引通貨別比率をみると、日本からの輸出に占めるドル建て取引の比率は、それまで全体の50%を超えていたものが2003年には48%まで低下している。対米輸出におけるドル建て比率に変化はないものの、アジア向けで円建て取引のウエイトが高まっていることから趨勢的にドル建て比率が低下しており、この点からも従来よりは円高の影響が緩和されていると考えられる。

ドル安が深刻視され国際的な協調介入がなされれば別だが、単独で円を意図する水準まで引き下げることにはかなり難しいと考えるべきであろう。円安がデフレを緩和する可能性や介入資金を不胎化することによる金融緩和効果は否定しないが、ただでさえ日本経済の輸出依存度が高まる中、価格感応度が低い輸出をてこ入れするための大量の為替介入の効果はもう少し吟味・検証されるべきではないだろうか。

政策的に手詰まりな状態が為替介入に依存する体質につながっているという指摘がなされるが、日本政府がコントロールできない海外需要に依存する経済を前提とするような政策は政府の怠慢であり、仮に為替介入が奏効して円安に転じたとしても、一旦中国や米国経済が鈍化すればその努力が水泡に帰すような性質のものである。日本経済が安定した拡大基調を辿るためには内需の活性化が重要なポイントとなるはずだが、それに対しては基本的にデフレ政策をとっているのが現状である。内需中心の安定した景気拡大路線を歩む米国を参考に住宅投資並びに関連支出の増加を刺激するなどまだまだやることはたくさんある。

(財務企画部 渡部 毅彦)