

## 国際金融のトリレンマと円安抑制の可能性

二日間の FOMC が今日終わり、内容が発表される。市場ではこれまで 0.5% の利上げが既定路線のような見方だったが、昨日で様相が変わった。0.75% の利上げが支配的な見方になった。今後の金利の見通しも上方にシフトした。

金利の先物市場の価格から見ると、今日の 0.75% の利上げに続き、来月の FOMC でも 0.75% の利上げの可能性が高まった。そして 9 月に 0.5%、11 月に 0.5%、12 月に 0.25% と利上げが続く可能性が高くなった。年末にはフェドファンドは 3.50-3.75% になる。現水準からは 2.75% の大幅な利上げになる。米国の 10 年国債も直近では 3.44% と 2011 年以來の高いイールド水準になった。

とにかくインフレ抑制だ。想定以上に高く、長く続くインフレ抑制が FED にとってもバイデン政権にとっても優先課題だ。

こうした状況の中で日本では円安懸念が強まってきた。これまで円安のメリットを強調してきた日銀総裁も懸念を表明し始めた。では円安は止まるのだろうか、止まるとしたらどんな契機が考えられるのだろうか。

基本に戻って考えてみよう。国際金融のトリレンマの考え方がある。為替レートの安定、資本取引の自由、金融政策の独立の 3 つの目標は同時に達成できない。日本の場合、自由な資本取引は譲れない。となれば安定した為替レートか独立した金融政策のいずれかを放棄するしかない。

そこで安定した為替レート、つまりこの局面では円安抑制を優先するなら独立した金融政策の放棄、つまり米国の金融政策に追随するしかない。米国が利上げをすればそれに合わせて日本も利上げをする。それが嫌なら急激であろうが円安を受け入れなければならない。

これが基本だが、短期的な効果を望むだけなら為替の市場介入も円安抑制にはなる。この場合ドル売り円買い介入になる。一般的に新興国などが自国通貨の防衛のために介入する場合、外貨準備の保有が限られていてドル売り自国通貨買いの介入に限界があるケースが多く、それを市場に見透かされ介入の効果が得られないことが多い。

だが日本の場合 1 兆ドル以上の外貨準備を保有しているので介入資金の問題はない。それにこれらの資金は円高抑制のためにドル買い円売り介入で蓄積した資金が多い。ドル売り介入は結果的には利食いの取引になる。買った円は国債の償還にも充てられる。バランスシートの縮小に繋がり悪くはない。

この時点での介入は日銀の単独介入になる。ドル円の介入にはドルが絡むので米国の了解を取るのが普通だ。米国がインフレ抑制でドル円の下落を望まず、介入の了解を得られない場合でも、日本に強い意志があるなら介入は実行できる。

ただ日本の政府金融当局にそこまでの意思があるようには思えない。またそこまで煮詰まった状況でもないようだ。

残る円安抑制の契機はドルの下落を待つことだ。ドル金利上昇が米国の景気悪化に繋がり、ドル下落を促進するパターンだ。だが景気が悪化してもインフレが収まらず金利低下が進まない場合、ドル下落に繋がらないケースもある。

いずれにせよ以上のことはちょっと先の話だ。