



日本の財政悪化が金利高、円安を招くのはなぜか？

客員研究員
古金 義洋

○財政悪化懸念が金利上昇とともに円安を進行させるメカニズムは？

日本の財政悪化懸念が最近の国債利回り上昇、円安の原因と言われている。

積極財政を志向する高市氏が自民党総裁、そして首相に就任したのは昨年10月だったが、昨年9月末から今年8月末にかけて国債利回りは上昇、為替市場では円安が進んだ。

同期間で日本の10年国債利回りは1.64%から2.94%に上昇、ドル円相場は147.9円/ドルから159.7円/ドルへ円安が進んだ。また、予想インフレ率の変化による利回り変化分を除いた実質金利に相当する10年もの物価連動債利回りは0.06%から0.92%に上昇、同様に、内外インフレ格差による為替変動を除いた円の総合的な強さを表わす実質実効円レート（2020年＝100の指数、日銀による推計値）は71.8から65.0（7月時点）へと9.4%円安となった（図1参照）。

さらに、8月末に締め切られた2027年度一般会計予算の概算要求総額は過去最大の143兆円前後となり、前年度概算要求額の122.4兆円を大幅に上回った。危機管理・成長投資の予算枠の上限が設けられなかったことや補正予算も含めた一体予算としたことなどが概算要求額急増の理由だが、財源が提示されていないため、これが財政悪化への懸念を高めたことは事実だろう。

財政悪化懸念を反映してか、翌9月1日に、10年国債利回りは1996年9月以来の3%台乗せとなり、ドル

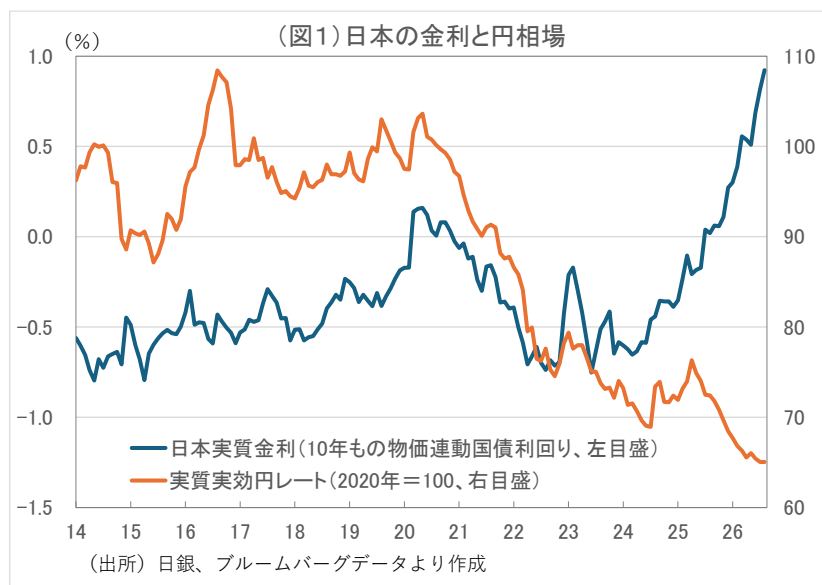
円相場は一時160円/ドルの円安となった。

このように、日本の財政悪化懸念が日本の金利上昇、円安の要因になっていると考えられるが、財政悪化がなぜ金利を上昇させるのか、通常、円高要因とされる金利上昇にもかかわらず、なぜ円安が進むのか、そのメカニズムが必ずしも明らかになっていないように思われる。

そこで、以下では、①貯蓄投資バランスが貿易収支に一致するという実物市場の理論、②為替相場を金利差などによって説明するという為替市場の理論、から、財政悪化懸念が金利と為替相場に及ぼす影響を考えていくことにする。

まず、前者の「貯蓄投資バランスが貿易収支に一致する」というのは、以下のような考え方だ。

需要面からみたGDP＝消費＋投資＋政府支出＋（輸出－輸入）、





所得面からみた $GDP = 消費 + 貯蓄 + 税収$ 、

であり、需要面からみた GDP と所得面からみた GDP は一致するため、

$貯蓄 - 投資 + (税収 - 政府支出) = 輸出 - 輸入$ 、となり、最終的に、

$貯蓄 - 投資 + 財政収支 = 輸出 - 輸入 \cdots \textcircled{1}$ 、と書ける。

そこで、この式の両辺をバランスさせるための金利と為替相場の組み合わせを考えてみよう。

金利上昇は左辺の投資を減少させ、左辺を増加させるため、それに見合って右辺を増加させるには、為替相場は下落（円安に）しなければならない。

つまり、金利が上昇する場合、円安にならないといけない、というのが実物市場の考え方になる。

図2は、金利を横軸に、為替相場の縦軸（円高は上方向）にして、金利と為替相場の組み合わせをプロットしたものだが、金利高は円安、金利安は円高という右下がりの曲線（IS①）になる。

ここで、財政収支が悪化したとしよう。

左辺の財政収支が減少するため、そこで両辺をバランスさせるためには、金利を上昇させ投資を減少させて、左辺全体が減少しないようにするか、あるいは、円高にして右辺の純輸出（輸出－輸入）も減少させることで、両辺をバランスさせる必要がある。

つまり、財政収支が悪化した場合、IS曲

線は、右上にシフトし、IS①は、IS②にシフトすることになる。

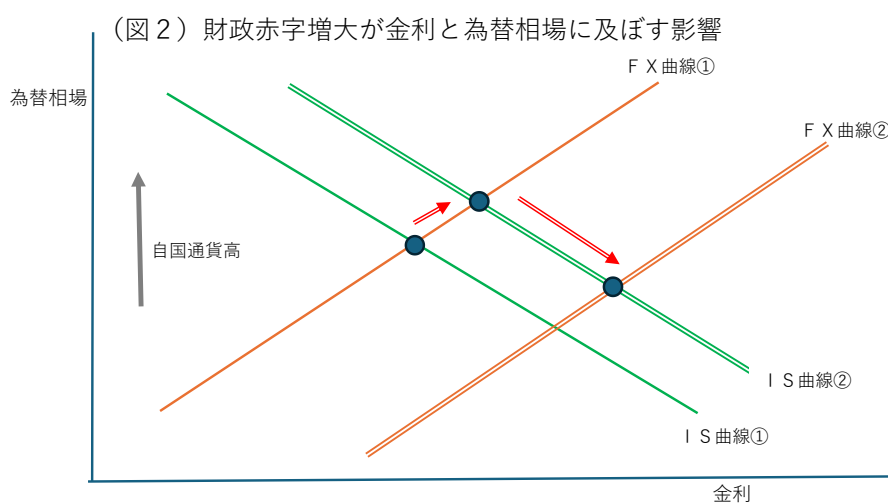
次に、後者の「為替相場を金利差などで説明する」為替市場の理論は、内外金利の格差は為替相場によって調整され、結果的に内外収益率は同じになる、という考え方である。

こうした考え方は、「金利平価説」に基づく。「金利平価説」というのは、内外金利差が為替相場の直先スプレッドに一致するという考え方だ。

例えば、日本の1年もの金利が1%、米国の1年もの金利が4%で、ドル円の直物相場が160円/ドルであった場合、円での資金運用とドルでの資金運用が同程度となるように裁定取引が進むため、ドル円の1年先物相場は155.38円/ドル（ $\div 160 \times 1.01 \div 1.04$ ）となる。

これと同様な考え方で、仮に、購買力平価のような、将来的なアンカー（錨）になるような均衡為替相場水準があるとすると、その相場水準を、前述したドル円相場の先物相場水準として、金利差から直物相場水準を逆算できる。

例えば、日本の10年もの金利が2%、米国の10年もの金利が5%で、アンカーとなる10



(出所) 筆者作成



年後のドル円相場の水準が120円/ドルだとすると、現在のドル円相場は160.35円（ $\div 120 \times 1.05^{10} \div 1.02^{10}$ ）となり、下式のように

国内金利－海外金利＋リスクプレミアム＝アンカーとなる円相場に対する現在の円相場の乖離度 …②、と書ける。

ここで、アンカーとなる10年後のドル円相場の水準が120円/ドルで変化がないという前提で、日本の10年物金利が2%から3%に上昇したとすると、ドル円相場は145.45円/ドル（ $\div 120 \times 1.05^{10} \div 1.03^{10}$ ）となり、日本の金利上昇で為替相場は円高になる。

これは、通常、我々が直感的に考える金利と為替相場の関係であり、国内金利が上昇すれば円高、低下すれば円安という関係になる。日本の金利と円相場の組み合わせをプロットした図1では、右上がりの曲線（F X①）となる。

さらに、海外経済に何らかの問題が生じ、海外での資金運用に対して国内投資家が不安を持つようになったとしよう。その際、投資家は海外運用のためのリスクプレミアムを要求するようになる。

例えば、リスクプレミアムがゼロからプラス0.5%へと上昇したとする。

その際、②式をバランスさせるための国内金利と円相場の組み合わせは、国内金利が2%から1.5%に低下して左辺を同等に保つか、あるいは、為替相場が円高になって右辺を増加させるか、である。

つまり、海外運用のリスクプレミアムが高まると、F X①は、左上にシフトすることになる。

ところが、現在起きていることは、日本の財政に対する懸念という、日本での資金運用に対するリ

スクプレミアムの高まりだ。そうすると、F X①は、逆に、右下にシフトし、F X②となる。

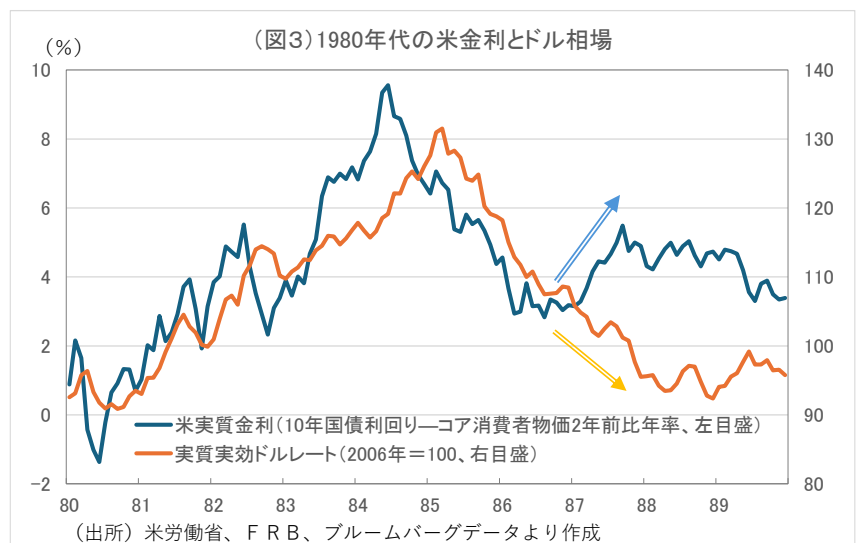
最終的に、日本の財政赤字拡大とそれに伴う財政不安の高まりが金利と為替相場に及ぼす影響は、図2の通りだ。

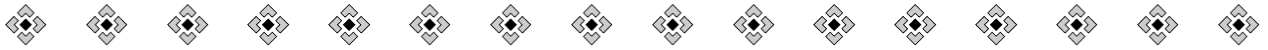
I S曲線は右上にシフトし、F X曲線は右下にシフトするため、日本の金利は上昇する可能性が極めて高く、一方、円相場がどうなるかは、I S曲線とF X曲線のシフトの度合いなどによって変わってくる。

ただ、実際に、日本の財政悪化懸念が円安につながっているという現状を考えると、日本の財政問題に対する内外投資家の懸念が相当程度高まっており、そのためのリスクプレミアムの大幅上昇がF X曲線を大きく、右下方向にシフトさせている可能性が高い。

○1980年代前半の米国の財政赤字拡大は米金利上昇・ドル高を招いた

現在の日本の財政悪化が金利を上昇させ、円安につながっているのに対し、1980年代前半の米国の財政赤字拡大は、金利を上昇させたものの、為替相場はドル高局面が続いた。当時の米国では、最終的に、財政赤字拡大が





招いた貿易赤字拡大がドル急落懸念を高めたが、1985年のプラザ合意によるドル売り協調介入で、ドル相場は人為的に押し下げられた。

当時、1981年に米大統領に就任したレーガン氏は、供給重視の経済学を基に、大幅な減税や政府支出の削減、規制緩和を行って「小さな政府」を実現し、米経済の立て直しを目指した。ただ、レーガン政権は、大幅減税を行ったものの、政府支出については目論見通りの削減ができず、結局、大幅減税に国防費増加も加わって、米国の財政赤字は急拡大した。

貯蓄－投資＋財政収支＝輸出－輸入 …①
により、財政赤字の急拡大は、I S曲線を右上にシフトさせ、金利上昇、ドル高を招いた（図3参照）。

財政赤字拡大に見合う投資の減少がなければ、左辺の大幅減少が右辺をも減少させる要因になり、財政赤字拡大は貿易赤字拡大につながる。実際、当時の米国では、財政赤字の拡大とともに、米国の貿易赤字も拡大し、「双子の赤字」と呼ばれた。

I S曲線の右上へのシフトにより、米金利は上昇し、ドル高が進んだ。しかも、財政赤字拡大とともに、当時のボルカーF R B議長によるインフレ抑制のための強力な金融引き締めもあって、I S曲線の右上へのシフトによって想定される金利上昇以上に金利が大幅に上昇し、それが一段のドル高につながった可能性が高い。

では、当時の米国では、なぜ今の日本のように、財政赤字拡大が対米投資のリスクプレミアムを高め、F X曲線を右下にシフトさせなかったのか。理由は、前述した通り、ボルカーF R B議長によるインフレ抑制のための強力な金融引き締めと高金利が、F X曲線を逆に左上にシフトさせる効果を有したからで

はないかとみられる。

だが、米国の高金利は、1982年8月のメキシコ債務危機に端を発した中南米諸国の累積債務問題につながり、それが米銀の信用不安を招きかねない状況になった。これにより、F R Bも強力な金融引き締めの手綱を緩めざるをえなくなった。

1980年代半ばになると、ドル高とともに米国の貿易赤字が増大し、赤字累積による対外債務の膨張で、いずれドルが急落するのではないかと懸念が広がった。さらに、ドル高は米製造業の輸出競争力を低下させ、米議会における保護主義的なムードも高まった。

ドル急落懸念から対米投資のリスクプレミアムも高まり、放置すれば、F X曲線の右下へのシフトによって、ドル急落とともに米金利が上昇し、米国経済に致命的な悪影響を及ぼすおそれがあった。

そうしたなかで、各国通貨当局は1985年9月のプラザ合意によりドル相場を人為的に押し下げするための協調介入に乗り出した。これは、いわば、F X曲線の右下へのシフトによるドル急落を回避するための方策だったとも解釈できる。

協調ドル売り介入による人為的なドル安誘導に加え、日欧が財政面だけでなく利下げなど金融両面からも内需拡大に努めることになったことで、ドル急落懸念、米国金利上昇懸念は和らいだ。プラザ合意は、米貿易赤字拡大によるドル急落懸念という、米国投資のリスクプレミアムが急速に高まる可能性を低下させたと考えられる。

ただ、図3からわかるように、1986年から87年にかけては、一時、原油価格上昇などによるインフレ懸念の高まりで米金利が上昇するなか、ドル安が進む局面もみられた。それが87年10月のブラックマンデーの一因になっ



たが、あくまでも一時的なものだったと考えられる。

奇しくも、今年7月末に実施された日米協調介入は日本の財政悪化懸念によるF X曲線の右下へのシフトに歯止めをかけることが目的だったと言えそう。ただ、今回の介入は、行き過ぎたドル高を適正水準に戻そうとするプラザ合意時の協調介入とはやや様相が異なる。

F X曲線の右下へのシフトを回避するべく実施されたプラザ合意に対して、今の日本では、F X曲線の右下へのシフトがすでに起き、その勢いが強まっている、とみなすことができる。

もし、その動きを逆転させようとするのであれば、そのための協調介入は1985年のプラザ合意時の協調介入に比べてもより強力なものでなければならないだろう。

日本が自分自身で、問題の源泉である財政に対する懸念を解消させることができなければ、日本の金利上昇とともに円安が続く状況は続くのではないかと予想される。

以上