

混乱する為替政策

盛田 常夫

為替政策が混乱している。本コラムでも年初にこの問題を扱ったが、現在の為替水準について、政府と国立銀行の間で基本的な見解の相違がある。昨年来のユーロの対ドル為替レートの高騰で、ユーロに連動しているフォリントも高騰している。日本政府は必死になって円売りドル買いの介入を繰り返し、アメリカ国債購入で米ドルを支えているから、円の対ユーロ（フォリント）レートも続落。日本政府は経済（身）も政治（心）も、アメリカと心中の覚悟。いつの間にか、100円で交換できるフォリントが、170フォリント台まで下がってしまった。いくらなんでも、これはない。このレートで計算すると、日本のかなりの商品・サービスが、ハンガリーより安い勘定になる。

昨今のフォリント高騰はハンガリー経済の自力によるものではない。ユーロ高騰に引きずられているだけ。ただの「連れ高」。このまま高止まりになれば、今年の貿易収支は記録的な赤字になり、経常収支赤字の手当てが必要になってくる。政府と国立銀行は、この危機認識を共有していない。政府は輸出拡大の観点から国立銀行にたいしてフォリントの切り下げを要求しているが、国立銀行は価格安定の観点から一貫してこれを拒否している。

フォリント切下げ

昨年来のユーロ高騰は金融投資資金のヨーロッパへの還流現象によるものだ。アメリカの景気後退を見越して、株式市場の投資資金だけでなく、ドルの為替差損が予想されるアメリカ国債からヨーロッパの債券へのリスク分散が続いているからである。つまり、ヨーロッパ経済が良いからというのではなく、投資リスクの避難先として、資金が還流している。それがユーロを押し上げ、その流れにぶら下がっているフォリントが自動的に高騰しているだけで、ハンガリー経済が好調だからでも何でもない。だから、この高い為替水準で、ハンガリーの輸出が減退し、輸入が増えるのは当然だ。

明らかに、昨年来、フォリント通貨は対ユーロ、したがって対ドル（円）にたいして過大評価されている。だから、いつフォリント通貨の切り下げが行われても不思議はない。切り下げ幅も5%程度ではなく、最低10%は必要だろう。切り下げで市場は反応するだろうから、10%切り下げれば、15-20%の効果が出るかもしれない。国立銀行は切り下げ政策を不名誉と考えているようだが、これは体面の問題ではない。自力に応じた為替水準を設定するだけのことだ。その国立銀行が、渋々、政府の要求を入れて、6月4日に2.26%のフォリント切り下げに応じた。何とも、みみっちい数字だ。嫌々切り下げたのが明々白々だ。

背景と影響

ハンガリー・フォリントは中心レートを軸に、上下15%幅のバンドで自由変動している。

したがって、為替切下げは、この中心レートを動かすことで達成される。切下げ前は、1ユーロ=276.1 フォリントが中心レートで、15%の上限は 234.69 フォリント、15%の下限は 317.51 フォリントであった。6月4日の中心レート 2.26%の切り下げで、中心レートは 1ユーロ=282.36 フォリントに下がり、それぞれ上限が 240.01 フォリント、下限が 324.71 フォリントに移動した。

国立銀行の胸算用として、概算で、1ユーロで5フォリント程度の切り下げを考えていたようだ。そのことは、国立銀行の通貨評議会のメンバーやヤーライ総裁が、盛んに 1ユーロ=250 フォリントという目標水準を口にしてのことからも明らかだろう。

この切り下げ決定は、政府と国立銀行との共同決定と説明され、切り下げと同時に、政府は 760 億フォリントの財政支出の削減を約束した。切り下げによる物価上昇の効果を打ち消すために、その程度の財政支出の削減が必要とされたわけだ。国立銀行はこの約束と交換で、為替切り下げを渋々受け入れた。これが事の真相だ。

こんな微々たる調整で済むはずがない。いったん切り下げの方向に転換されたと見るや、市場は即座に反応した。翌5日の市中銀行ではフォリントの対ユーロの為替レート、したがって対米ドル（対日本円）レートも、ほぼ 10-15%の幅で下落した。切下げ前には 100円=177 フォリントだった水準が、100円=194 フォリントまで急落した。日本円で見ると、ここらが納得できる水準だが、国立銀行首脳は慌てた。「こんなはずではない。市場は国立銀行の政策を見誤っている。市場は過剰に反応している」と、翌6日の金曜日にはユーロ売りフォリント買いの為替介入をおこなったようだ（あるいは、口先介入だけだったのかもしれない）。その所為か、6日の為替は5%ほどフォリントが値を戻した。

連休明けの10日。国立銀行はこの水準でも安すぎると判断したのか、基本利子率の1%引き上げ（6.5%から 7.5%へ）を発表し、切下げ効果の相殺に乗り出した。月初めにヨーロッパ中央銀行は利下げを発表しており、この引き上げによって、ハンガリーと EU との利率差は再び 5.5%にまで広がった。利上げによる国内消費の抑制と外からのフォリント買いの誘導政策である。ところが、市場はほとんどこの利上げに反応せず、市場は 1ユーロ=265 フォリント前後で動いていた。フォリントが反転しないのを見て、19日の朝、国立銀行は、今度は、2%（200 ベイシスポイント）の引き上げで、市場を驚かした。

この引き上げで、フォリントの軟化は止まったものの、反転するまでにいたっていない。市場はすでに国立銀行の小手先の政策をあざ笑うかのように、实体经济に即した水準を探る動きに入っている。

演繹思考にはまった国立銀行

6月6日に発表されたハンガリーの1~4月の貿易収支赤字はおよそ 14.9 億ユーロ。13日に発表された同時期の経常収支は 15.8 億ユーロの赤字だ。昨年同期の経常収支赤字が 8.2 億ドルだから、2倍弱の赤字になっている。フォリント急騰の影響がもろに見て取れる。政府が通貨の切下げを促すのは当然だろう。

ところが、この段階になっても、国立銀行は ERM-II (ユーロ導入前段階の為替メカニズム) 参加の条件整備を優先するとして、物価上昇率と財政赤字の削減を最優先目標にしている。そのためには、1 ユーロ=250 フォリントの水準が必要なのだという。要するに、ERM 参加の目標から割り出して、この為替水準にしなければならないという信念が政策を決定している。初めにこの水準ありき、という演繹思考で政策を決めている。

ハンガリー経済はキャッチアップ途上の経済だ。自力を付けなければ、形だけ通貨同盟に入っても意味がない。法律的な枠組みと違って、経済活動は枠組みを作れば良いというものではない。割高の為替で通貨同盟に入ってハンガリーに良いことは何もない。国立銀行指導部のアプローチは、本末転倒している。实体经济に疎い面々が金利を弄んで、為替政策を混乱させている。こんなことを繰り返していると、投機筋に狙われる。

(2003年6月)