

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：円高に関する極私的感想	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”Prices or jobs?” 「物価か雇用か？」	7p
＜From the Editor＞ 円高論者	8p

\*\*\*\*\*

### 特集：円高に関する極私的感想

今週 9 月 20 日に発表された月例経済報告は、「依然として厳しい状況にあるものの、持ち直している」という前月の基調判断を踏襲しました。とはいえ、「企業収益」の項目が下方修正されるなど、嫌な感じも見え隠れします。「復興に伴う緩やかな景気回復」をメインシナリオとしながらも、そろそろ「海外経済の減速と円高による景気腰折れ」というリスクシナリオを意識せざるを得ない状況だと思えます。

ところで昨今の円高に関する議論には、筆者はやや違和感を抱いています。為替の動きには、かならずメリットとデメリットの両面があるはずなのに、「これぞ国難」と言わんばかりの論調が支配的です。これは経済学よりも心理学の問題ではないのか。以下はこの国でずっと続いている「円高恐怖症」についての私的な考察です。

#### ●起きてほしくないことは考えない？

年末恒例の「エコノミスト懇親会」という企画がある。日経新聞、テレビ東京、日経センター3社の主催により、企業経営者やエコノミストたちが一堂に会する忘年会だ。

この会合の名物は、参加者が来年の日経平均と為替予測、キーワードなどを書いて投稿する企画である。目立ったことを書くと、その場で取材を受けてその夜の「WBS（ワールドビジネスサテライト）」で紹介される。例年、いつも遅刻して会場（ホテルオークラ）に参上する筆者は、いつもこの企画をスルーしていた。

ところが昨年 12 月 7 日は、たまたま開演前に到着したので、真面目に回答することになった。そしてめでたくその夜の WBS 出演を果たしたわけである。

筆者の意見で目立ったのは為替予測であった。2011年は年平均80円と考え、「75円から85円」と回答した。そうしたら、番組では以下のコメントが字幕付きで紹介された。

「2011年は今年に比べたらやはりドルは弱くなる」

「そういう意味ではなかなか70円台を出している人が少ないのは意外」

いつも悲観論を唱える某S元財務官を別にすると、その夜、70円台を書いた専門家はほとんどいなかった。その日の為替レートが1ドル83円であったにもかかわらず、である。

「自分が当たった時の自慢話はしない」というのは、この世界のルール（節度）というものだが、それを敢えて持ち出したのは、昨年末時点で「全員が円安予想」というのは、少々偏り過ぎていたように思えるからだ。

2011年の為替レートが80円以上でとどまる（70円台をつけない）ためには、「QE2」が成功裏に終了し、米国経済の成長率が上がり、少なくとも年の半ばにはドル金利の上昇が始まる必要がある。それはかなり虫のいい話であって、景気が腰折れする確率はそんなに低くなかったはずである。そもそも米国経済の「日本化」シナリオは、かなり以前から指摘されていた。そしてまた、バブル崩壊後のバランスシート不況の最中には、「見せかけの景気回復」が少なくないことは、日本経済が身をもって体験してきたことである。

どうも「1ドル=70円台」は、一種のタブーになっていたのではないか。つまり「円高恐怖症」があまりに根深いために、円高の可能性を無意識のうちに排除していたように感じられるのである。ちょうど原子力発電所の安全神話と同様で、「本当に起こってほしくないことは、考えないようにする」心理がどこかで働いたのではなかったか。

しかしながら、為替は円高か円安のどちらかに振れるものであり、同じ水準を維持することは滅多にない。そして専門家の予測が当たらないことにも定評(?)がある。だとしたら、予想がどちらか一方に偏るときは要注意と受け止めた方がいい。

さらにいえば、円高にはメリットもあればデメリットもある。そこはバランスよく見ておく必要がある。例えば、日本の財政赤字はこれだけの規模になっているのに、ずっと国内でファイナンスができていく。それは経常黒字があって、外からの資金流入が途絶えないからだ。仮に円安になって、国内の貯蓄が海外に向かい始めたら、政府は海外の資金に頼らねばならなくなる。今のような円高だからこそ、財政を油断していられるのである。

あるいはこの夏、日本は原発の停止によって火力発電用の化石燃料を大量に購入している。長期契約の分はさておき、スポット契約分は現在の「お買い得レート」で買えている。これもまことにラッキーな話といえよう。

ところが世間的には、「円高で国が亡びる」といった論調が少なくない。「円高を避けられない政治は無能」という厳しい評価もある。そこまでいくと、筆者は政府や日銀に同情したくなる。市場メカニズムに逆らって為替を動かそうという試みは、過去には失敗の連続ではなかったか。問題は円高ではなく、「円高恐怖症」ではないかと思うのである。

## ● 為替レートへの個人的見解

そもそも為替の世界には、フェアバリューというものが存在しない。株価であれば PER があり、債券であれば格付けなどがあって、おのずと理論値や相場観が形成される。ところが通貨の値打ちには、測る尺度が多過ぎる。よく「ファンダメンタルズで言えば…」という言い方はあるけれども、何が「基本」(fundamentals)であるかはそのときどきで違う。時代によって「テーマ」は移り変わり、貿易収支でレートが動くこともあれば、金利差で決まることもある。

一般論で言えば、以下のように整理できよう。

- **短期**では要人発言、市場の気分、投機筋など
  - 実際には何もしていないのに、「米国はドル高政策をとっている」といった認識ゲームで実際のレートが決まることもある。
- **中期**では金利差、経常収支、成長力格差、財政状況など
  - いわゆるファンダメンタルズで、為替レートを決めると目される経済指標の数々。ただしどれが決定的に重要かはそのときどきで違う。
- **長期**では物価（購買力平価）など
  - 「ビッグマック指数」など、さまざまなバリエーションがある。長期的には妥当するけれども、短期の予測にはあまり役立たない。

この議論をするときに筆者がよく思い出すのは、1998年7月の日米財界人会議に事務方で参加したときのことである。当時は米国経済が絶好調で、日本経済は不振の底に沈み、アジアでは通貨危機が続いていた頃である。当時の為替レートは1ドル=140円台で、円安進行が日米間の懸念材料のひとつになっていた。そのとき三菱東京銀行の高垣会長（当時）が、日本語で話されていたのを急に英語に切り替えて、「**円ドルレートの均衡点は120円くらいのはずだ**」と発言したことが印象に残っている。

実際にその年の秋になると、ロシア危機や LTCM の経営破綻が相次ぎ、為替はほんの数日で1ドル=120円前後に移行した。これは鮮烈な体験であった。察するに「均衡点」という言葉にはそれほど深い意味はないのだろう。せいぜい、「**皆がこの程度であれば納得する**」といった**アナログ的な感覚**に過ぎない。しかるに実際のレートがそこから大きく外れたときは、いづれごく自然な形で修正が起きるのである。

それと同じことを現在に当てはめるならば、現在のドル円レートの均衡点はざっくり「1ドル=90~100円」といったところであろう。今は欧州債務危機や、米国経済の腰折れ懸念と金利低下で円高に振れているものの、一部学者が唱えるような「1ドル=50円」に達するというシナリオは、筆者の想像力を大きく超えるものである。

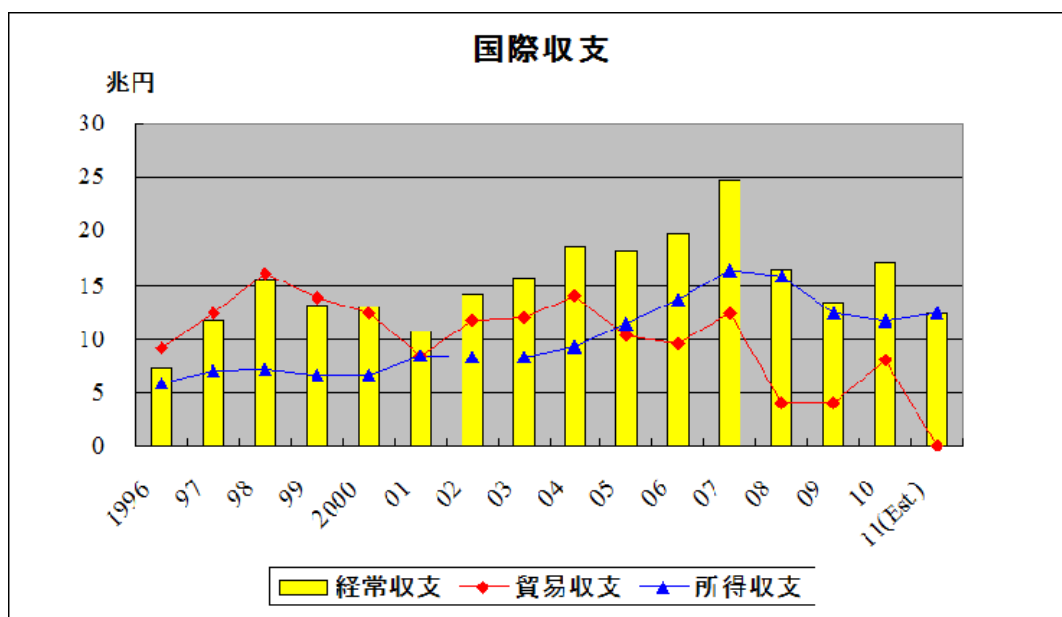
## ●円高の心配を出来る幸せ

通貨は国力を反映する。千年に一度の天災に遭えば、普通はその国の通貨は「売り」となる。ところが「3/11」以降はむしろ円高が進んでいる。「それが理解できない」という声は少ないけれども、ごく簡単な説明が可能である。

日本は世界最大の債権国である。海外資産は利子や配当をもたらすので、コンスタントに所得収支黒字が生じる。昨今の円高や金利低下は、趨勢として所得収支を減少させることになるが、それでも年間 12 兆円程度は堅いだらう。

貿易収支も恒常的な黒字体質で、今年はさすがに赤字かもしれないが、サプライチェーンにあれだけの被害を受けながら、立ち直りが早いのはご承知の通りである。今のところ、2011 年度の貿易収支は 4～8 月の 5 か月分で 1.9 兆円の赤字となっている。年後半はそれなりに輸出が回復し、発電用の代替燃料の輸入もさすがに減少するとみて、それでも通年ではプラスマイナスゼロくらいと見ておきたいところである。

その結果が下記のグラフだが、2011 年度も対 GDP 比で 2～3%の経常黒字が生じることになる。



こうやって営々と流入してくるマネーが、投資や消費などの形で海外に還流していれば円高にはならない。日本企業が元気に海外展開し、「ミセスワタナベ」こと個人投資家の外為投資が活発であれば、為替はむしろ円安に振れるはずである。そして海外には、日本からの資金流入を当てにしている国が少なからずある。日本で天変地異があると、彼らは「日本のカネが来なくなる！」と大慌てしなければならない。つまり世界最大の債権国は、国難に遭ったときに通貨が買われるのである。

何はさておき、われわれはこの幸運を噛みしめるべきではないだろうか。これだけの困難を抱えている最中に、円安ではなく、円高の心配をすればいいのだから。

通貨は上がる時よりも下がる時の方が辛いものである。通貨が売られれば、海外の資金は逃げていく。国内の金利が上昇する。国債に買い手がつかなくなって、政府財政が悪化する。企業や家計は、海外から必要なものを買いくくなる。お金持ちは、自国通貨に見切りをつけて資産を海外に逃避させる。最悪の場合はインフレが起きて、国民全体の資産価値が失われる。

一番まずいのは円高を恐れるあまり、企業や消費者のマインドが冷え込んでしまうことであろう。その場合、資金の海外流出が少なくなり、自己充足的に円高が加速してしまう。われわれが恐れるべきは円高ではなく、円高恐怖症なのである。

## ●昔より円高がコワくなった理由

もちろん円高にはデメリットがある。輸出企業の採算が悪くなる、空洞化を加速する、というお馴染みの議論である。確かに企業の海外移転が進み、海外からの部品調達が増え、国内の雇用が失われるのは日本経済にとって悪いニュースであろう。

ただし輸出企業の悲鳴は、少し割り引いて聞いた方がいい。以前に比べて、円建て輸出の比率が増えているからだ。ドル建ての多い米国向け輸出が減って（16.6%=2010年）、企業間取引の多いアジア向け輸出が増えて（56.1%=同）いる。これが望ましい動きであることは言うまでもない。

貿易の円建て取引が増えているのに、以前よりも円高への恐怖が強まっているように見えるのはなぜだろう。以前から不思議に感じていたのだが、先日、社内を見渡してハタと気がついた。ご存知の通り、商社の内部は商品別の縦割り組織になっている。円高になると輸出の多いセクション（金属、機械など）が悲鳴をあげ、輸入関連のセクション（エネルギー、食料、物資など）が喜ぶ、という構造になっている。もちろん逆の場合もあるわけで、総合商社はいくつもの種類の商品を同時に扱うことで、為替変動のリスクヘッジを行っていたわけである。

ところが昨今は商社も様変わりしていて、貿易商社から投資会社へと変身を遂げつつある。商社単体の取引は相対的に小さくなっていて、海外の連結子会社からの配当が大きく寄与するようになっている。ということは、円高で海外送金が目減りすると、会社の決算を直撃するようになってしまった。逆に円安となれば自然に増収となる。商社もまた「円高はいいことがない」体質に近づいているのである。

商社の変容は、日本経済全体の変化を体現しているのかもしれない。少子・高齢化で国内商売が伸びなくなっているため、企業は海外に出て行くしかない。ゆえに昨今の日本の大企業は、押しなべて海外売上比率が上昇している。その結果として、昔よりも「円高が怖い」体質が強化されてしまったのではないか。

仮に、これから来年3月末のどこかのタイミングで、1ドル=100円くらいに戻る瞬間があるとすれば、各社は「しめた。今すぐ送金だ！」と海外子会社に指令を発するだろう。そうすると、たちどころに円買いドル売りが発生するので、またまた円高に戻ってしまう。これは悩ましい問題といえる。

企業の海外からの配当は、前述の所得収支の一部としてカウントされる。本誌 P4 のグラフをもう一度ご覧いただきたい。2005年以降、日本では所得黒字が恒常的に貿易黒字を上回るようになっている。日本全体が貿易立国ではなく、投資立国に変わりつつあるということだ。ゆえに商社と同様に、以前よりも円高が怖くなっているのではないか。

## ●「円高是正」は民間主導で

かくして円高是正を求める声が、日本中から澎湃として湧きあがる。だが、実際問題としては難しいと言わざるを得ない。

少なくとも震災直後の円高と、この夏以降の円高は分けて考える必要がある。震災直後の円高は、「震災の影響で民間の資金還流が進まないから、政府が代わりに行う必要がある」というロジックで、介入が正当化できた。だから G7 の協調介入が行われた。欧米の通貨当局も、そこは当然と納得してくれたはずだ。

しかるに米連銀が6月末に、非伝統的な金融緩和策（いわゆる QE2）を終了させて以降の円高は、むしろ米国経済の予想外の不振と、米国債格下げなどに伴う債務問題への懸念によるものである。つまり「円高」というよりは「ドル安」である。

さらに欧州債務危機も重なってユーロも安くなっている。世界の二大通貨に不安があるのでは、資本は極端に憶病になる。欧州ではスイスフランが逃避先となり、アジアでは円が安全資産と見なされて買われやすくなっている。欧州や米国よりも財政状況の悪い日本の通貨が買われるのは、皮肉な展開と言わざるを得ない。それでもドル金利が低下して円に接近している現状では、円が強くなるのは無理からぬことである。

それでも政府は何かしろ、という声は後を絶えない。おそらく協調介入を求めても、米欧当局の協力は得られないだろう。日本が単独介入しても、おそらくは衆寡敵せず、外国為替特別会計の含み損を増やすのがオチである。

正しい円高対策とは、民間部門が積極的に海外の資産を買うことに尽きるだろう。企業は M&A、消費者は海外旅行、学生は留学、そしてミセスワタナベは FX 投資、である。政府は外貨準備を利用して、民間の海外投資を後押ししてみてもどうか。ウォン安で好調な韓国企業や、レアメタル鉱山の権益など、買い目はいくらでもあると思うのである。

いずれ円は「均衡点」に戻るはずである。だとしたら今は仕込み時ではないか。今回の円高は、日本にとって最後のバーゲンチャンスであるかもしれない。最悪の選択は、円高が怖いから、と言って何もしないでじっとしていることであろう。

## <今週の”The Economist”誌から>

”Prices or jobs?”

「物価か、雇用か？」

Economic focus

September 17<sup>th</sup> 2011

**\*米連銀のミッションは物価の安定と雇用の安定。物価はともかく、失業は深刻な状況です。これをどうするか。The Economist 誌が語る金融政策論議の最前線。**

<要約>

経済危機に際して、米連銀は創造性を発揮した。短期金利をほぼゼロに下げ、量的緩和政策（QE）を2度実施し、政府証券を購入した。8月9日には、2013年中頃までゼロ金利を続けると示唆して市場を驚かせた。この声明で長期金利は低下。さらに他の政策オプションも検討中だと公表した。次のFOMC（9/20-21）への期待に火を点けた。

市場はQE3の是非に注目しているが、その可能性は低い。QE2は一次産品価格を上昇させて内外で物議を醸した。連銀は購入済みの2.6兆ドルの資産の構成を変えて、同様な効果を期待できる。短期国債を売れば長期金利が下がる「ツイストオペ」というわけだ。そんな予想もあって、10年もの国債の金利は過去50年で最も低い2%前後である。さらに連銀には、現状0.25%の準備預金金利を引き下げる手もある。長期金利の目標を宣言してもいい。が、市場を驚かせるには、みずからの任務を乗り越える過激な発想が必要だ。

連銀は低インフレと低失業を目指すことを法律で定められている。意外にも2007年末からの景気後退期において、インフレは全体でもコアでも概ね目標値たる2%以下で収まっている。他方、失業率は9%前後で高止まりしている。米国の自然失業率は6%以下と考えられている。シカゴ連銀のエバンス総裁は9月7日の演説で、インフレが3%に高まったとしても、「焦眉の急にある中央銀行は、失業を低下させねばならない」と述べた。

物価と雇用の二兎を追うのは連銀次第である。例えば4%のインフレ目標を宣言する。インフレ期待は上がる(?)ので、実質金利は下がって需要を加速する。バーナンキ議長はこの手法を却下した。連銀の信用が損なわれ、企業や人々の計画を傷つけるからだ。

名目GDPに目標を置き換える手もある。名目5%成長ならば、3%のインフレでも2%成長というわけだ。ただし問題も少なくない。もっと過激な方法で失業に挑戦することもできる。エバンス総裁曰く「(事実上のインフレ目標である)平均2%のためには、2%を前後しなければならない」。2%目標は上へも下へもぶれかねないが、連銀は上ぶれリスクを許容すべきではないか。デフレよりもインフレの方が克服しやすいのだから。

エバンス提案は、失業率が7.5%以下になり、物価が3%を越えるまで金融緩和を続けるものだ。その通り信じてもらえるか、自然失業率の推計に信認が得られるかという問題は残る。「連銀は2%の中期インフレと、1.5~2.5%のコアインフレ目標を明示せよ」との意見もある。これなら2%を越えても市場の金利上昇を抑止できるというものだ。

連銀の運営方法はかくも変わった。だがその効果は明らかではない。連銀の任務はQE3的手法を正当化するが、単に長期金利を下げれば良いのかも含め、批判の余地があろう。

## <From the Editor> 円高論者

『新潮 45』10月号の「大いなる少数意見」という特集に、「円高、強い円、大いに結構」という小文を寄稿しました。別に暴論ではないと思うのですが、自国通貨の価値が上昇することが、これほど嫌われる（それも昔から一貫して！）国はめずらしいのではないかと思います。昨今は「円高論者」と呼ばれる人がめっきり減りましたので、不肖筆者ごときにこんな役目が回ってくるのかもしれませんが。

そこであらためて、本物の円高論者である速水優・第28代日本銀行総裁の語録を紹介してみたいと思います。

「円が強くなるのは良いことだ」

「古来、通貨が高くなって減んだ国はない」（逆の例はいくらでもある）

「円高とはわれわれの労働の対価が、国際的に高く評価されることだ」

「平時の円売りは国売りである」

速水さんが経済同友会代表幹事であった頃に、秘書として同友会に出向していた筆者には、いずれも「耳タコ」の懐かしいセリフです。そして、記者会見などでこれらの発言が飛び出すたびに、四方八方から批判が殺到し、事務方としては右往左往したものです。

今でも、これらの速水語録が間違っているとは思えません。自国通貨が強くなることをなぜ喜べないのか。せめてもう少し円高メリットに目を向けられないのか。わざわざコストをかけて、自国通貨を押し下げる必要がどこにあるのか。

あまり曲げたくない「少数意見」であります。

\*次号は2011年10月7日（金）にお届けします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03) 5520-2195 FAX: (03) 5520-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)