

政策・制度解説「コーナー」③1

超円高と金融政策

金属労協政策企画局長／浅井 茂利

東日本大震災以降、超円高がとまらない。震災直後につけた戦後最高値の1ドル＝76円25銭からは、いったん値を戻したものの、7月に入ると70円台が定着し、再び最高値更新を窺う勢いとなっている。2010年9月17日にジェトロが発表したデータによれば、日本企業の採算為替レートは1ドル＝93.4円であり、80円割れという現在の水準は、まさに超円高である。本来、為替相場は一国の経済力を反映するはずであるから、東日本大震災に被災し、生産活動に大打撃を受けた日本の円は、大幅に下落しても不思議ではない。なぜ逆に円高に動いているのか、疑問に思う方も多いだろう。

超円高の理由としては、アメリカ

の政府債務問題や景気回復の遅れ、ギリシャの債務危機などといったことが指摘されている。そうしたことも大きく影響しているのだろうが、日本とアメリカ、そしてユーロ圏の金融政策を比較すれば、現在の為替の動向は、残念ながら不思議なことではない。

物価水準と為替相場

為替相場は、一国の経済力を反映する通知表のようなものである。日本は、戦後1ドル＝360円の固定相場から出発した（ブレトンウッズ体制）が、国力からすれば、当初は大変な円高であったと言われている。しかしながら、戦後復興、そして高度成長を果たし、1ドル＝

360円では円安とみなされるようになり、1971年に1ドル＝308円に改定され（スミソニアン体制）、やがて固定相場を維持することが困難となり、1973年、先進各国は変動相場制に移行した。

経済力と言っても抽象的だが、為替相場と密接に関連する具体的な経済指標としては、物価水準や貿易収支がある。「購買力平価」という（現実のものではない）理論的な為替レートがあるが、これはアメリカで1ドルで買えるものが、日本ではいくらかで買えるか、ということと換算した為替レートである。アメリカで1ドルのものが日本で100円するのであれば、購買力平価は1ドル＝100円ということになる。OECDの発表している購買力平価は、2010年のデータで1ドル＝111円であり、これから見ても、現在の為替レートが異常な円高であることがわかる。

貿易収支と為替相場

次に貿易収支であるが、仮に為替取引が貿易のためだけに行われているとしたら、為替相場は貿易

収支がゼロになる水準で決定される。日本企業が輸出して、代金をドルで得た場合、そのドルを円に換えようと思えば、円を売ってドルが欲しい人に売るほかないが、貿易取引のためだけという前提に立てば、そのような人は日本の輸入業者か、日本に輸出して代金を円で得た人だけである。日本から輸出した人と、日本に輸入した人、この両者が持っているドルと円を交換するわけなので、日本からどんなに多くのものを輸出し、日本への輸入がどんなに少なくなるうと、貿易収支はゼロになる。例えば、日本からの輸出をドル建てで、日本への輸入を円建てで行うと仮定して、日本からの輸出額が1兆ドル、日本への輸入額が50兆円だったとする。輸出業者は1兆ドルを円に、輸入業者は50兆円をドルに交換しようとするので、1兆ドル＝50兆円、1ドル＝50円になるはずで、その場合、輸出額も50兆円になり、貿易収支はゼロとなる。

実際にそうならないのは、貿易による実需以外の、投資のための外貨需要が存在しているからである。国際収支は、貿易収支などの

経常収支と、投資収支などの資本収支とに分類される。経常収支、資本収支、そして外貨準備増減と誤差脱漏を足し合わせると、収支は必ずゼロになる。投資収支には、直接投資も含まれるが、証券投資などの金融資産の取引の方が金額としては大きい。

こうしたことから、貿易収支が直接為替レートに影響を与える効果は大きくないが、政治的な圧力というかたちで、為替レートに影響を与える場合が少なくない。

1985年のプラザ合意は、アメリカの貿易赤字、なかでも対日赤字が膨張する中で、国際協調によって円高誘導を図るものであった。最近の中国・元に対する変動相場制への移行圧力も、値動きに制限のある管理変動相場制から、完全変動相場制に移行させ、元引き上げを促していることと類似している。日本政府が実施する円売り・ドル買い介入も、需給調整による円高是正というよりは、日本政府の意思を市場に伝える政治的圧力である。

人件費と為替相場

1985年のプラザ合意におい

て、円高誘導の正当性の根拠とされたのは、日本の製造業の人件費の安さであった。当時、アメリカの人件費を100とすると、日本は60であり、これによる日米の製造コストの差をなくすためには1ドル≒168円程度に円高にする必要があるとされていた。プラザ合意以降、日米の製造業の人件費格差は、アメリカを100として、日本の人件費はおおむね80〜120の範囲内に収まっている。人件費の違いも、政治的な圧力を通じて、為替レートに影響を与え得ると言えるだろう。

リーマンショック以降の金融政策

物価水準の違いは、現実の為替レートが適正水準かどうかを判断する材料となるし、貿易収支は、政治的圧力を通じて、為替レートに影響を与える。しかしながら、時々刻々の為替レートの変化に直接の影響を与えるのは、各国の金融政策である。各国の金融政策の違いが、金融資産の取引に影響を与え、それが為替レートを変化させる。

アメリカが金融緩和を行い、日

本が金融引き締めを行えば、これは円高要因となる。両国がともに金融緩和をしても、アメリカのほうが大規模な金融緩和であれば、これもやはり円高要因となる。リーマンショック以降の超円高も、この金融政策の違いによって説明することができる。

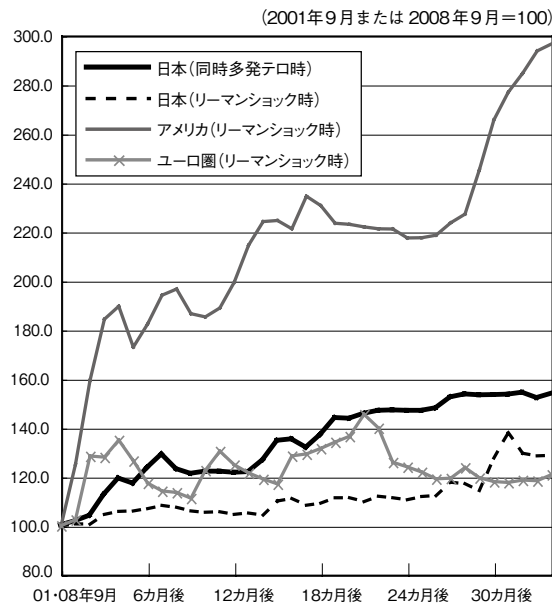
リーマンショックに対応するため、日本、アメリカ、ユーロ圏とも量的金融緩和に踏み切ったが、その規模はかなり異なっている。(図表1)

アメリカの中央銀行であるFRB(連邦準備制度)は、リーマンショック発生直後から、マネタリーベース(経済活動の源となる資金。具

体的には、金融機関・企業・家計の保有する現金と、金融機関が中央銀行に保有する当座預金の総額)の供給を拡大し、リーマンショック発生半年後の2009年3月には、2008年9月に比べ1.8倍のマネタリーベースを供給している。2010年3月に量的金融緩和はいったん中止されるが、それでもただちに金融引き締めには入らず、マネタリーベースの供給量はほぼ横ばいで維持されている。

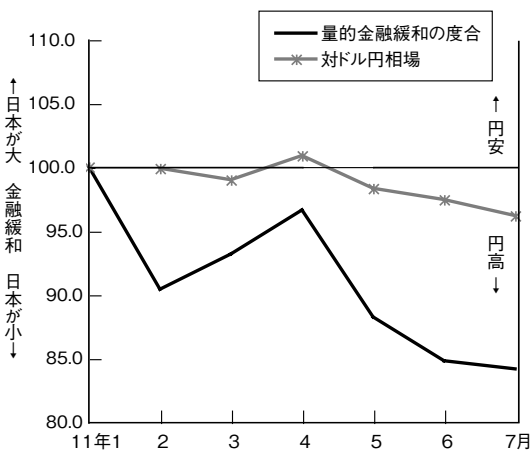
2010年11月からは第2次量的金融緩和(QE2)が実施され、2011年7月のマネタリーベースは、2008年9月の3倍となっている。QE2は2011年6月

図表1 各国の金融緩和の度合

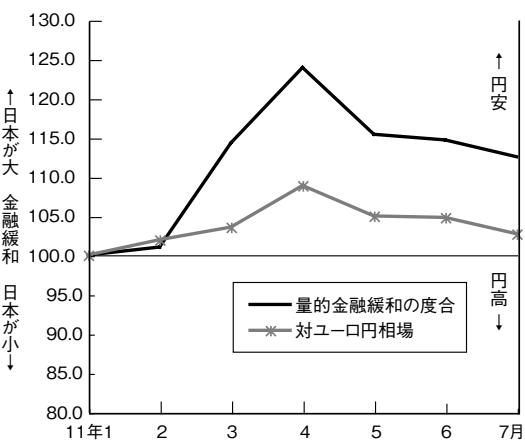


(注) 1. 2001年9月または2008年9月を100としたマネタリーベースの水準の比較。月数は2001年9月または2008年9月からの月数を表す。
2. マネタリーベースは、家計・企業・金融機関が保有する現金と、金融機関が中央銀行に保有する当座預金の総額。
3. アメリカ連邦準備制度、欧州中央銀行、日本銀行資料より金属労協政策企画局で作成

図表2 金融緩和と為替相場の動向 (対ドル)



図表3 金融緩和と為替相場の動向 (対ユーロ)



(注) 1. 金融緩和の度合は「日本のマネタリーベース(2011年1月=100) + アメリカ・ユーロ圏のマネタリーベース(同)」。
 2. したがって、100より低い場合は日本のほうが金融緩和の度合が小さく、100より高い場合は日本のほうが度合が大きい。
 3. 為替相場も2011年1月を100とした。
 4. アメリカ連邦準備制度、欧州中央銀行、日銀、日本経済新聞資料より金属労協政策企画局で作成

に終了しているが、その後もマネタリーベースの量は維持されるとのことであり、また景気回復の遅れに伴って、QE3実施の可能性についても、とりざたされている。

一方ユーロ圏では、マネタリーベースは、リーマンショック発生4カ月後の2009年1月に、2008年9月の1.3倍に拡大している。その後、緩和と引き締めを繰り返し、2010年6月には2008年9月の約1.5倍程度となっていたが、同年10月以降は、1.2倍程度の水準で推移している。ECB(欧州中央銀行)は、2011年4月、7月と2度にわたって政策金利の引き上げを行っているが、マ

ネタリーベース自体は、4月以降逆に増加傾向となっている。

日本では、リーマンショックに対応した量的金融緩和はきわめて小規模なものに止まった。マネタリーベースの量は、東日本大震災が発生するまで、2008年9月の1.2倍以上となることはなかった。アメリカ、ユーロ圏と比較して、量的金融緩和が過少であっただけでなく、2001年9月の同時多発テロに対応して日銀が行った量的金融緩和に比べても、過少であることがわかる。為替レートは、2008年9月に1ドル≒106.75円、1ユーロ≒115.325円だったのが、2011年7月には1ドル≒79.47円、

1ユーロ≒113.52円となっているが、この間、一本調子で円高だったわけではない。ドルに対して円高が進行したのは、

- ① 2008年9月～09年1月
 - ② 2009年4月～09年11月
 - ③ 2010年4月～10年10月
 - ④ 2011年4月～
- の4期間、ユーロに対して円高が進行したのは、

- ① 2008年9月～09年2月
 - ② 2009年6月～10年6月
 - ③ 2010年10月～10年12月
 - ④ 2011年4月～
- という同じく4期間であるが、どちらの場合も、③を除いて日米、日欧の金融緩和の違いが拡大した時期と

一致している。

2011年に入ってから金融緩和の違いと為替レートの動向を示したのが、図表2と3であるが、このふたつが完全に連動していることがわかる。

日米欧の金融政策の違い

リーマンショック以降の日米欧の金融政策を比較すると、

- ① アメリカは大胆な金融緩和を行い、緩和終了後もマネタリーベースの量を維持している。
- ② ユーロ圏は、大幅な金融緩和を行ったが、比較的早期にマネタリーベースの量を抑制している。
- ③ 日本の金融緩和はきわめて小さかった。東日本大震災後には金融緩和を行ったが、すぐに引き締めに転じている。

ということがわかる。こうした金融政策の違いは、アメリカがリーマンショックの発生源であること、日本の金融機関が、リーマンショックの原因となったサブプライムローン関連の金融資産をもともと抱えていなかったこと、などによって説明されているが、リーマンショック後の経済の落ち込みは、

政策・制度解説コーナー 超円高是正への道

日本が一番大きく、この間、日本ではデフレが継続していたことからすれば、結果的に日本の金融緩和が不十分だったと判断せざるを得ない。

中央銀行の基本的なスタンスを反映

日米欧のこうした金融政策の違いは、それぞれの中央銀行の基本的なスタンスの違いによるところが大きいものと思われる。

アメリカで建国以来の経済危機といえ、1929年に始まった大恐慌なので、FRBはデフレを強く警戒している。「暗黒の木曜日」が大恐慌に深刻化したのは、経済危機の最中に金融引き締めを行うという、FRBの失敗が原因だったので、なおさらである。FRBのバーナキ議長は、日本のバブル崩壊以降のいわゆる「失われた10年」における日銀の金融政策について、詳細な分

一方ECBは、ドイツ連邦銀行の影響を強く受けているが、ドイツの最大の経済危機は、第1次世界大戦後のハイパーインフレなので、ドイツ連銀は世界最強のインフレ・ファイターとして知られており、ECBの基本姿勢もインフレ阻止が最重要視されているようである。

日本では、1973年の第1次石油危機の際の狂乱物価、そして1980年代後半の資産インフレ・バブル経済が、政治的な圧力による過度な金融緩和が原因であったことから、やはりインフレ警戒型の金融政策となっているようである。

狂乱物価は、第4次中東戦争による原油価格急騰が原因のように受け止められているが、第1次石油危機勃発の直前には、マネタリーベースの増加率は前年比で実に40%台に達していた。台風が来る直前に窓をすべて開放していたわけで、被害が甚大となったのは当然であった。

こうした苦い経験があれば、日銀が過度なインフレ警戒姿勢を持っていたとしても不思議ではない。また民間の側でも、デフレを通じて非効率的な企業が淘汰されれば、経済が強くなるを考える「清算主義」を支持する者が少なくなく、日銀の姿勢を容認する雰囲気があったことも否定

できない。

強いインフレ警戒姿勢による過少な金融緩和は、超円高とデフレを招くことになっている。

日本再生に向けて金融緩和を

わが国再生のためには、わが国の基幹産業たる金属産業の復活が不可欠である。しかしながら、このまま超円高を放置していれば、電力料金などのエネルギーコスト増、TPP（環太平洋パートナーシップ協定）をはじめとするFTA（自由貿易協定）締結の遅れなどと相まって、ここ数年高まっていた国内生産重視の流れが反転し、国内生産拠点と国内雇用が失われることになりかねない。

為替相場はわが国の政策だけでなく、コイントロールできるものではないが、わが国が円高方向の政策を採っている、円高を是正できないことは明らかである。わが国のものづくり産業が引き続き世界市場をリードしていくようにするためには、金融政策を含め、行うべき政策はすべて実行することが不可欠であろう。

中国をはじめとする新興国の台頭により、資源価格が上昇しやすい状

況にあり、こうした中で金融緩和を行うことは確かにリスクがある。しかしながら、インフレ発生の兆候があれば、またその時点で適切に判断すればよいのであって、そうしたファイナンチューニングこそが中央銀行の役割である。インフレにしないというだけの金融政策ではなく、産業や雇用の長期的な動向を見据えた政策の実施が必要である。2011年8月、日本は単独でドル買い介入を行い、日銀も金融緩和策を発表したが、市場からの評価は得られず、円高修正に至っていない。2000年代前半の量的金融緩和とは異なり、マネタリーベースの拡大を明確に示唆するものでなく、日銀による「資産買入等の基金」の増額という内容だったので、現実にとれだけ資金が供給されるか不明確で、むしろ消極的とのメッセージを与えた可能性もある。

政府・日銀は、円高是正・デフレ脱却までは金融緩和を継続することを市場に対し明確に約束し、実際の行動でそれを示していくことが必要なのではないだろうか。【なお本稿の考え方は、金属労協の討議方針に沿っていますが、公式見解を示すものではありません】