

今日、為替レートは、あらゆる経済現象の理解に不可欠でありながら、俗説も多く、正確な理解が難しいものが少なくない。当研究所の調査研究対象である土地・住宅関連でも、例えば、「円高が進んだので、外国人の対内土地投資が沈静化した」とか「円安により、木材の輸入価格が上昇したので、戸建て住宅価格の上昇を招いた」との説明はどの程度信憑性を持つのか、自信を持った正確な回答は必ずしも容易ではない。本書は、専門的理論や知識を十分に持ち合わせない素人にとっても、為替レートに関する俗説に惑わされずに、経済の本質の理解を深めるために、啓発されることの多い良書であると思われる。ここでは、レポーターとして同調できる印象深い論点を4点紹介しておきたい。

（為替レートとアベノミクス）

第一に、アベノミクス政策がスタート（2013年4月4日）してから3年有余。現在、今後、更にこの路線を突き進むのか、多少なりとも軌道修正の道を辿るのか、アベノミクスの本格的な総括が必要な岐路の時期を迎えている。本書において、筆者は、為替レート問題を解説しながら、金融緩和を中心としたこれまでのアベノミクスについて明確に否定的な総括を行っている。まずこのことを紹介しよう。

著者は、アベノミクス政策発動の半年前の2012年9月と施行後2年半を経過した2015年9月との時期を比べて、マネタリーベースを2.7倍に増やしたものの、マネーストックはこの間、11パーセント程度しか増えていない事実を挙げ、実質金利が下がったことは事実であるとしても、それは、マンデル・フレミングモデルに基づいた、マネーストックの増加によって生じたものではないことは明らかであり、日銀が高値の国債を買い続けたことの効果として生じたものであるとする。換言すれば、金利はマネー市場の需給緩和の結果として下がったのではなく、力づくで抑え込まれて生じた金融抑圧の結果であるとの認識を示したうえで、「金融緩和は、本来、マネーストックを増加させ、金利が下がる効果を通じて、投資や輸出を増やすことが期待される政策であるが、これが実現せずに、株価を上げてバブルを煽る効果しか持たなかった」と総括している¹。

¹ 安倍総理は5月5日、伊勢志摩サミットに先立つ欧州訪問の最終日にロンドンで内外記者会見を行い、冒頭発言部分の一節で次のように（内閣府ホームページから抜粋）述べた。

「世界経済の「下方リスク」と「脆弱性」が高まっている。こうしたリスクに、G7が、いかにして協調して立ち向かうことができるかが、伊勢志摩サミットの最大のテーマであります。G7がリードして、世界経済の持続的かつ力強い成長への道筋を示す。政策協調への力強いメッセージを打ち出さなければなりません。なすべきことは明確です。アベノミクスの「三本の矢」を、もう一度、世界レベルで展開させることであります」。ここで気になるのは、「アベノミクスの世界レベルでの展開」の持つ総理発言の意味である。

安倍総理は5月初頭のメルケル独首相との会談で「機動的な財政出動が求められており、G7で一段と強いメッセージを出したい」として、政策協調に理解を求めたと伝えられている。これが、「アベノミクスの世界レベルでの展開」という発言に至ったとも考えられるが、5月15日の日経新聞は、書面インタビューでのドイツのショイブレ財務相の「目先の効果にこだわり、借金を積みあげてしまうという事態は避けたいとG7のみんなが思っている」との認識を紹介し、仮に要請があっても、追加の財政支出は難しいとの考えを示したと報じた。5月26日の初日の討議で、安倍首相は各国に財政出動を含む強力な施策の実施を促したものの、各国の反応は首相の期待とは微妙に異なるものであったと報道されている。

（円安のもたらしたもの）

第二に、アベノミクスの典型的な効果としてよく引用される円安については、「円安は、円建ての輸出額を増加させ、売上高を増やすが、（実際には、企業が円安に対応して輸出価格を引き下げないために）輸出量（生産量）が増えない以上、これは計算上のものにすぎないのであって、そのメリットが中小企業にも波及しない。他方、円安になると、輸入物価が上昇するが、これがタイムラグを伴い消費者物価を上昇させる。そして賃金があまり上がらない中での消費者物価上昇は、実質賃金を落ち込ませ、消費の拡大を抑制している」とした。

以上を纏めて、筆者は以下のように総括する。「異次元緩和は期待の変化を通じて為替レートや株価に影響を与えた（これらは、資産価格であるため、期待により大きく変化する）。他方で、輸出数量や消費などの実物変数には影響を与えられなかった。円安は輸出企業の利益も増加させて株価を上昇させたが、反面、生産コストを引き上げ、消費者物価の上昇を通じて家計を圧迫する。結局のところ、円安は労働者を貧しくすることにより、企業収益及び株価の増加・上昇をもたらす、所得格差を拡大させた。このように、発現が期待されていたトリクルダウン効果などはもともと起こりえない構造になっており、アベノミクスは実態経済を改善する力を持たないどころか、むしろ日本経済を悪化させている。しかし円安が進行すると、企業利益が増大して株価が上昇するため、あたかも経済活動が改善したようにみえる。株価上昇に幻惑された人々は経済の深刻な問題から目をそらされている。この意味で円安は異なのだ」。

なお、アベノミクスの成果としてしばしば引用される失業率の改善を筆者はどう評価しているのか。明確な指摘はないが、賃金率があまり上がらない中での消費者物価の上昇が実質賃金を下げているという主張から判断して、おそらく、限界生産性の低下を通じた雇用量の相応の増大に結びついているという理解に立つのであろうが、これは賃金・物価の好循環を通じた雇用拡大という、想定した望ましい政策経路とは異なるというべきであろう。

（円キャリー取引と為替レート）

第三に、筆者は円キャリー取引に言及している。円キャリー取引とは、金利の低い日本円を借りて円から高金利国の通貨に転換し、高利回りで運用する取引のことである。この場合、円の先物を買っておけば、将来時点で円高になった場合のリスクをヘッジ出来る。しかし、金利平衡式によって高金利国の通貨に対する先物は、必ず円高になる。だから、ヘッジしてしまえば、利回りは日本で運用した場合と同じように低い水準になってしまうはずである。にもかかわらず、現実には、円キャリー取引が継続的に生じている。この現象をどう理解すべきだろうかという問題提起である。

ここで、金利平衡式とは、金利の高い米国と金利の低い日本との間の関係で考えると、

$$(\text{米国の金利}) - (\text{日本の金利}) = (\text{先物で評価した円の増加率})$$

となる関係を言う。

これは日本の金利が米国の金利より低い限り、均衡先物レートは、スポットレートより円高になることを意味している。米国の高い金利で運用しても、先物が円高になることでそれが帳消しになり、結局、理論上は、円で運用したのと同じ結果になるはずだということだ。 そうだとすれば、「アメリカの金利の方が高いと資金がアメリカに流出して円安になる」という単純な通説は誤りであり、正しい解釈は「日米金利差が広がると、いったんは円安になるが、その後は徐々に円高になる」というのが理論上は正し

い理解となる。もし通説が正しければ、無限に日本から米国に資金流失が生じてしまうはずであるが、そうしたことが起きないのは先物の円高予想が形成されるからである。

しかし現実には、この金利平衡式は以下の理由で成立していない。つまり通説は必ずしも、実態から見て否定されない。それについて、筆者は、今の市場参加者の間では、日米金利差から要求される円高期待を打ち消すほどに、円安減価期待が大きいいため、アメリカへの資金移動が続いていると考えられるからであると説明する。

具体的には、「このような円の減価期待が大きい理由として、第一に、日本の経済活動の生産性が低下していることがあげられる。生産性が低下すれば、日本で資産を運用すると利益率が低くなるため、日本への投資が減少し、日本の資金は外国の有利な運用先を求めて流失するのである。第二は、財政の巨額の赤字の存在である。これまでの歴史をみると、財政赤字は財政ファイナンスにより賄われ、将来の日本の物価上昇率を高め、名目金利が上昇して、長期的に円の実質価値を低下させ、円安になる蓋然性が高いと考えられる。このため、日本売りという自己増殖メカニズムが発生し、それがインフレをもたらし、それが更なる円安をもたらすという悪循環に陥ることが懸念されているからである」とする。

（日本の産業力強化が先決）

第四に、筆者は、だからこそ、そうならないように、日本の産業力を強くする必要があるとして、以下のような主張を展開する。

日本がこれまで行ってきたことは、半導体産業の救済に典型的にみられるように、競争力を失った製造業産業に政府が介入し、その結果、産業構造の調整を遅らせたことである。この政策の誤りはもとには戻せないが、同じ轍を今後踏まないようにしなければならない。これからも製造業の海外移転は国内産業の空洞化を招くとして、産業の国内回帰を目指す動きはなくならないかもしれない。しかし、これに与すべきではない。産業の海外移転は極めて合理的な選択であって、資本生産ストックが国内にあるか海外にあるかは重大な問題ではない。海外生産の利益を国内に還流させれば済む問題だからである。問題の本質を見誤ってはならない。

（荒井 俊行）