

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

円高とどう向き合うか

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部長 兼 開発経済調査部長
佐久間 浩司
koji_sakuma@iima.or.jp

2011年10月21日、円は一時1ドル=75円台に割り込み最高値を更新した。1971年の変動相場制への移行以来、ほぼ一貫して円高に動いてきたが、ドル円相場は、1ドル70円台定着という新たな段階へと進んでいる。

円高でまず考えるべきは、為替相場の水準が日本や貿易相手国のファンダメンタルズ格差から見て割高かどうかであるが、購買力平価の観点で見ても、実質実効相場の観点で見ても、割高感があるという答えは出てこない。

1. 購買力平価分析で見ると1995年春ほどの割高感はない

ドル円の二通貨間の時系列的な分析である相対的購買力平価（図表1）を見ると、足許の購買力平価は輸出物価ベースで62円であり、そこから見れば現状の70円台はまだ割安という評価になる。もちろん、輸出物価は、為替の動向を見ながらの輸出業者の価格抑制努力の結果でもあり、実勢相場がそれより円安水準にあるからと言って、それだけで円の割高感を否定する論拠は弱い。しかし、消費者物価ベースにせよ企業物価ベースにせよ、1995年の円高時から見ると50円以上円高になっており、こうした変化の中で現在の実勢相場の水準を見れば、明らかに当時ほどの割高感はない。また、英エコノミスト誌が世界のビッグマック価格から算出する絶対的購買力平価で測っても、2008年半ばごろからの円高は、それ以前の円キャリートレードなどを背景に進んだ割安感の修正であり、ようやく適正水準に戻ってきたことがわかる（図表2）。

2. 実質実効相場分析からも円高とはならず

インフレ格差を織り込みながら主要な貿易相手国通貨に対する円の加重平均的な水準を算出する実質実効相場で見ても、円相場に割高感はない。

一般に参照されることの多い、BIS（国際決済銀行）が発表している消費者物価をデフレーターとした実質実効相場を見ると、今の円相場は、前回、急激な円高が進んだ 1995 年の水準より 20%ほど低い。輸出物価で実質化すればアジア諸国の生産性向上が大きく反映されるため、もっと円高の水準にあるはずだという見方もあるが、下記的前提で一部推計を入れて輸出物価ベースでの実質実効相場を試算した。すると、やはり 20%ほど低いという答えになる。

【前提】

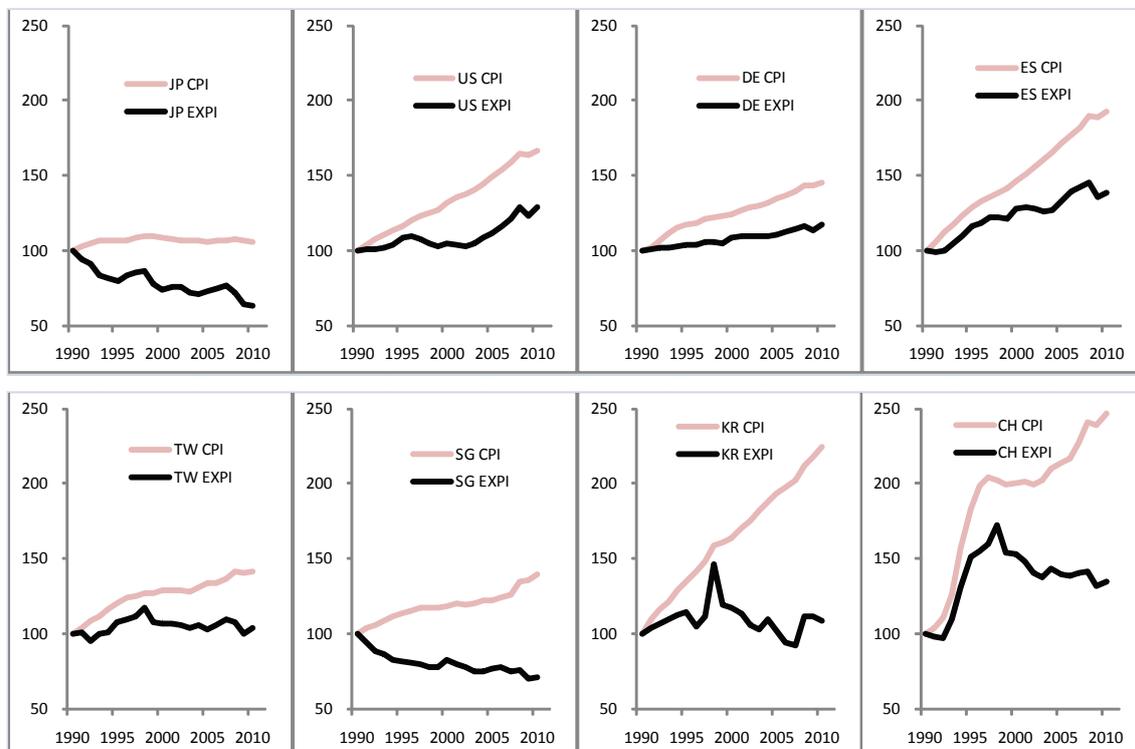
- ・対象通貨やウエイトは日銀（旧）ベースの 31 カ国を基本とする。ただしユーロ圏の小国は計算簡略化のため除外。
- ・輸出物価指数が採れるドイツ、フランス、イタリア、スペイン、イギリス、アメリカ、オーストラリア、韓国、台湾、シンガポール、メキシコ、日本はそれぞれの国の輸出物価指数を使用。
- ・輸出物価指数が採れない国は、以下のように、経済発展段階、輸出における外資系企業の貢献などを参考に、類似国の輸出物価上昇率と消費者物価上昇率の乖離幅を当該国の消費者物価上昇率に加減することにより試算。

<輸出物価指数の試算国>

対象	乖離幅参照先
中国、香港	韓国、台湾、シンガポールの輸出物価の平均値
オランダ	ドイツの輸出物価
ベルギー	フランスの輸出物価
カナダ	米国の輸出物価
マレーシア、タイ	年ごとに韓国、台湾、シンガポールの中から最も生産性上昇が控えめな国の輸出物価を代用
インドネシア、フィリピン	マレーシアより常に生産性上昇を控えめにした輸出物価

前提の主なポイントは、中国の輸出産業は、外資系企業の進出が著しいため生産性向上も大きいという推定に基づいて、同じく生産性上昇の著しい NIEs 諸国の輸出物価と消費者物価の乖離を参照したことである。図表 3 には、主要国ならびに推計による中国の消費者物価と輸出物価の推移を示した。

図表3：実質実効相場分析に使用した各国の消費者物価と輸出物価の推移
(中国は推計/どの指数も1990年初=100)



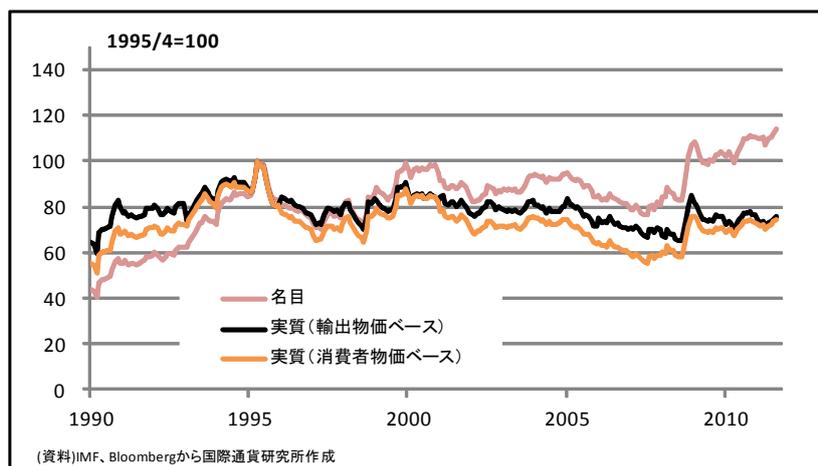
JP:日本、US:米国、DE:ドイツ、ES:スペイン、TW:台湾、SG:シンガポール、KR:韓国、CH:中国、
CPI:消費者物価指数、EXPI:輸出物価指数
(資料)IMF

ここからもわかる通り、確かにNIEsを中心にアジア諸国では生産性の向上が著しく、デフレーターは、消費者物価から輸出物価に変えることで大幅に上昇が抑えられる結果になる。しかし、日本の輸出物価の下落も勢いが衰えてないため、実質実効相場の上昇は強く抑えられ、結果として、輸出物価を使って算出しても、実質実効相場は消費者物価ベースと同じく1995年の水準より20%ほど低く出てしまう。

日本の輸出物価の下落は、購買力平価の分析でも述べた通り、基本的には輸出産業におけるコスト抑制や生産性向上という企業努力の結果でもあり、そこから見て現状の市場実勢を「まだ円安水準」と取られるのは輸出産業にとっては納得いかないだろうし、同じ輸出産業でも企業規模などによって円高圧力のかかり方が一様ではなく、特に産業ピラミッドの下の方にある中小企業ほど、売上にかかるデフレ圧力をコスト面で調整できる余地が小さくなる。こうしたことを考えれば、過度に円高の圧力がかかりやすいセクターや企業に対しては、何らかの政策的な対応が必要であろうし、平均的な姿としては割高感はないと

しても、欧州情勢を初めとした国際金融市場の不透明感が強まる中で、スイスフランと並ぶ数少ない逃避通貨として、一時的な相場の行き過ぎに対しては迅速な対応が必要であろう。

図表4：円の実効相場



3. 円相場が上昇することのメリット

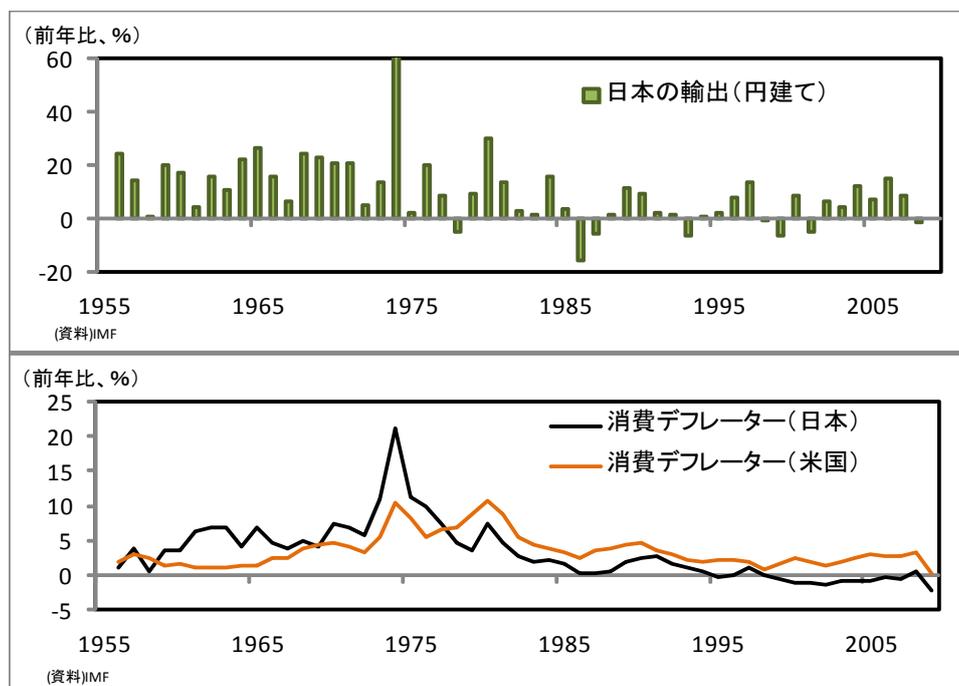
個々の企業あるいは企業群のレベルでの、為替相場変動の圧力の偏りには何らかの緩衝的な対応が必要だろうが、マクロ経済のレベルでは、円高が進むことは、ファンダメンタルズに沿った動きであり、むしろ 80 円台、70 円台という名目的な水準に驚いて過度な悲観を抱くことこそが、株価低迷などを通じて悲観的な現実を作ってしまう。円高が進んでもそのたびにセンチメントを悪化させず、もっと為替相場上昇のメリットに目を向けるようにならない。

変動相場制に移行して以来、輸出企業は、ほとんど休む間もなく円高への対応を迫られてきた。しかし、もし、固定相場制がもっと長く続いたり、政府の積極的な為替介入によって円高の進行が非常に抑えられたものであったらどうだったであろうか。固定相場制時代の日本は、通貨高のブレーキが全くかからないままに輸出が拡大し、その勢いは年平均 17%と、変動相場制以降の平均 5%の 3 倍近かった。しかし、高い輸出の伸びの代償として、バラッサ・サミュエルソン効果¹による国内の高インフレを受け入れなければならなかった。インフレ率の日米格差を見ても、かつては日本の方が高いという今日とは逆の状況になっていたことが分かる(図表5)。仮に日本が固定相場制を長く続けていれば、輸出はその後強い伸びを続けたろうが、国内経済全体としては高イン

¹ バラッサ・サミュエルソン効果：輸出産業の強い生産性向上を背景とした賃金上昇率が他の産業にも伝播し、結果としてインフレ率が高まる現象。特に新興工業国で見られる。

フレに悩まされていたはずだ。また、輸出産業にしても、固定相場に護られたことが逆に将来の災いとなり、今ほどは非価格競争力のある強靱な産業に育たなかったかもしれない。

図表5：日本の輸出とインフレ率の長期推移



東日本大震災後の日本経済の大きなテーマのひとつに原子力問題があるが、当面は、明らかに原子力以外の電力源への依存が高まる。そうでなくても資源高の環境下で、従来以上に石油・天然ガスを輸入しなければならない状況にあるのだ。この点でも自国通貨が上昇するメリットは大きく、円高はむしろ神風的な幸運と言わなければならない。

また企業の経営戦略の中で、M&Aの選択の幅を広げるのも円高の大きなメリットのひとつだ。2000年代半ばの円キャリートレードの盛り上がりの中で進んだ円安により、輸出産業は生産と雇用を伸ばし、日本経済全体も戦後最長と言われる景気拡大を享受した。しかし、そのころの海外のM&A市場では、日本企業は非常に不利な立場に立たされていた。日本企業に海外企業の買収意欲があっても、日本側が提示する金額が小さすぎて交渉の俎上に乗らないのである。そうした意味では、円高の恩恵により、日本企業のグローバル戦略における選択肢は広がっており、新たな活力を見出す機会が広がっているとも言える。円安がもたらす価格競争力は、成果は簡単に得られるが、為替環境が変われば失うのも早い。これに対し、円高を梃子に構築した販路拡大、権益確保、技術提

携などの競争力強化は、簡単に崩れるものではない。

円高と円の割高感とは別ものだ。ファンダメンタルズに沿った円高であるならば、日本人の購買力の向上につながる。我々にとって海外投資の選択が広がり、内から外への資本流出を促す。一方では、日本が経済協力協定などの締結を各国と進めていくことで外に向かっても窓を広げ、海外からの資本とアイデアを取りこみ成長の糧となる。マネーが動くことにより内外ともに実体経済の新陳代謝が進む。もちろん短期的な調整過程においてはセーフティネットの提供は必要だが、基本的には、事実を歪んで捉えマネーの動きを阻止しようとしても、経済は成長しない。

円高のデメリットだけに焦点を当てて一面的に捉えるのではなく、事実を正確に把握することから、正しい政策が生まれ、正しい企業の選択が可能になることを忘れてはならない。

<参考文献>

1. 「実質実効為替レートについて」 日銀レビュー2011-J-1、2011年2月、日本銀行 http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2011/data/rev11j01.pdf
2. 「円の実質実効為替相場にだまされるな ～円高の深刻度を読み解くヒント～」 Newsletter, No.32, 2010, 国際通貨研究所 http://www.iima.or.jp/pdf/newsletter2010/NLNo_32_j.pdf

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>