



2018年7月23日

日銀「政策修正」と円高警戒 ～試論「自然体だと円高」なのか？～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

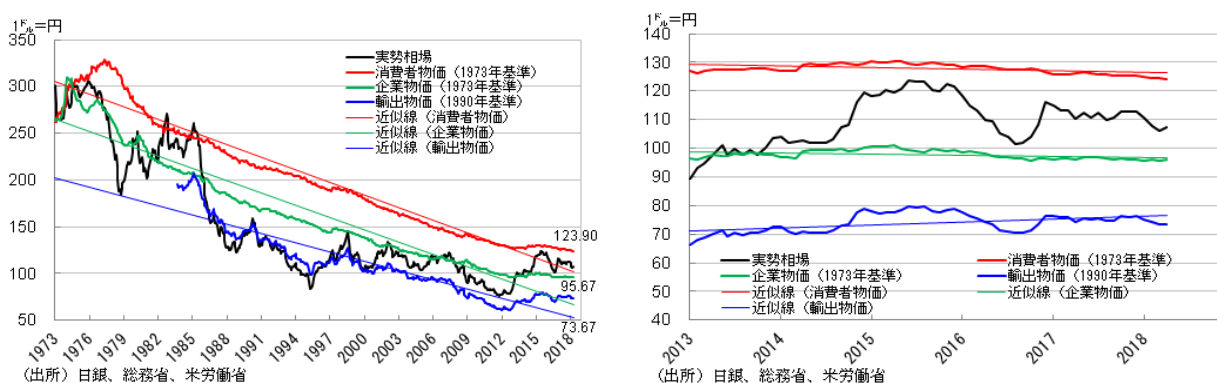
「物価上昇率目標 2%」は未達ながら、大規模緩和継続の副作用等に配慮し日銀が「政策の調整」に動く（べき）かどうか、非常に大きな関心を集めている。是非を巡って議論百出となる中、どの論者も同じような立場を取る論点の1つが「政策修正した場合の円高進行に対する懸念」であり、「政策調整によって円高になるリスクがあるために日銀は修正に慎重にならざるを得ない」等とする「円高回避のための政策修正慎重論」である。

今の日本経済にとって、円高はできれば避けたい事象であることについて、多くの説明は要らないであろう。戦後2番目に長い今次の景気拡大局面は、極めて堅調な企業業績にその多くを依存している。生産拠点の海外移転等によって確かに円安でも輸出数量は伸びにくくなっているが、その一方で直接投資収益が過去最高（2017年19.8兆円）を記録するなどしており、やはり円安による企業収益へのプラス効果は大きい。加えて、円安の実現（円高是正）は、「アベノミクス第1の矢＝大胆な金融政策」の最大の成果の1つであるとの認識が広く浸透しているため、円高の再来・定着はその成果が失われること＝アベノミクスの迷走・頓挫、を象徴的にも意味してしまう政治リスクがある。更に、通貨高によってデフレ圧力を再燃させてしまうことは「デフレ脱却道半ば」の日本経済にとって、そもそも避けたい事態である。こうしてざっと挙げるだけでも、円安のメリット（円高のデメリット）は明らかであり、円高を引き起こす可能性のある政策オプションは回避・排除すべきという点に、あえて反論する向きは少ないだろう。筆者も、勿論、円高はできるなら回避した方が良い、と考えている。

しかしながらその一方で、この「円高回避のための政策修正慎重論」の根底には、「円相場は自然体だと（＝大規模緩和抜きだと）円高になる」という一種の固定観念（もつと云えば思考停止）があるように思われ、その点については若干再考の余地があるように考えている。分析以前の試論・印象論に留まるが、本稿ではその背景として、「日米購買力平価」と「本邦経常収支」の長期的な趨勢変化について、見ておきたい。

2 国間の為替相場の均衡水準を示す基本理論として、購買力平価（以下 PPP < Purchasing Power Parity > は目下のところ、実務家の信頼も得て最も人口に膾炙（かいしゃ）されているアプローチと言えるだろう。しかし、その算出結果を、そのまま短兵急に目先の為替相場の「あるべき水準」として受け入れることについては、次の点で留保が必要だ。1 つに、PPP は、その起点（基準年）をどこに置かよって大きく算出結果が異なること¹。そしてもう 1 つは、同様にどの種類の物価統計（消費者物価・生産者物価・輸出物価等）を選択するか次第で、やはり結果が変わる点である。歴史的に見ると、確かに、日米 PPP は実際のドル円相場の推移を上手く説明している。しかし、それはあくまで超長期の趨勢についてであり、ごく足元の単月・単体の結果を均衡水準とするには、相当の幅をもって見る必要がある。（図表 1 左図ご参照）。

<図表 1 日米購買力平価（左図：1973 年以降、右図：2013 年以降を拡大）>



他方、ここ暫くの日米 PPP については、水準だけでなく、描き出されるカーブの形状も非常に興味深い。「もはやデフレではない」日本の物価指数と米国のそれは、以前のような大きな絶対格差が緩まりつつある。長らく「一本調子で右肩下がり＝円高ドル安進行を示唆」にあった形状（近似線）が、ここ数年は「フラット化＝ドル円相場の横ばい推移を示唆」している（図表 1、右図ご参照）。この点を踏まえれば、日米 PPP から読み取るべきドル円相場に対する示唆は「円に対する趨勢的な上昇圧力は以前より弱くなりつつある」であり、「自然体だとどんどん円高になる」蓋然性は、これまでに比べ後退していると言えるのではないかと。

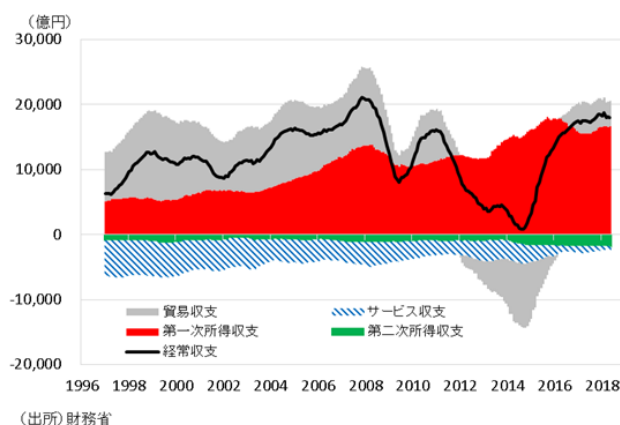
他方、本邦経常収支はどうであろうか。2017 年の経常収支黒字額は 22.0 兆円と、比較可能な 1996 年以降で 2007 年に次いで 2 番目に大きい黒字額を記録。既に良く知られている通り、黒字の中身（＝個別収支項目）には極めて大きな構造変化がおきており、主役が貿易収支から第一次所得収支へ交代して久しい（図表 2）。昨年は貿易収支黒字 5.0 兆円（前年比▲0.6 兆円減少）に対し、第一次所得収支黒字は 19.8 兆円（同+1.0 兆円増加）へ拡大し、実に黒字の 8 割近くが「第一次所得収支＝利益配当金・債券利子率の財産所得等の受払」となっている。

¹ PPP 算出の際の基準年は、教科書的には「過去の内外不均衡が十分に小さかった一時点」を採用する。

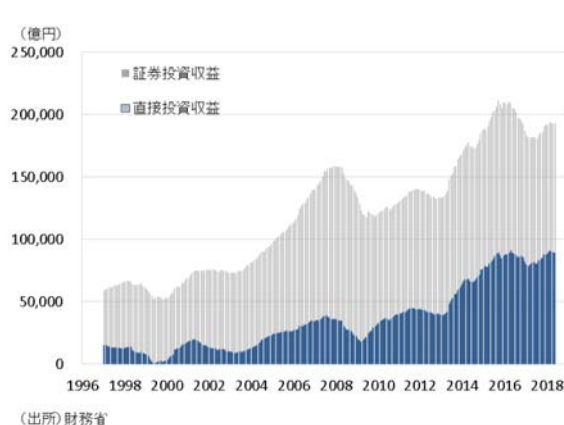
更に第一次所得収支黒字の内訳をみると、例えば 2000 年当時は証券投資収益がそのほとんどを占めていたが、足もとでは直接投資収益（利益配当金や再投資収益）が半分近くへ拡大している（図表 3）。「貿易立国」から「投資立国」へのシフト、すなわち、収益の源泉が「貿易による稼ぎ」から「投資による稼ぎ」へシフトすると同時に、「投資」の中身も、証券投資だけに依存する状況ではなくなり、直接投資の比重が俄然高まっている。

こうして、第一次所得収支黒字は、直接投資と証券投資の収益が拡大・均衡する形により安定化し、貿易収支黒字の変動や減少を吸収できる規模で定着。これが、経常収支黒字全体の再拡大・安定化に大きく寄与している²。一見すると、経常収支黒字額そのものは例えば 10 年前とほぼ同水準であるが、見てきたような個別収支項目の構造変化に鑑みて、そこから生じる為替需給、特に円買い需要については「貿易立国」であった時代よりも小さくなる可能性に目配りが必要となろう。

<図表 2 本邦経常収支>



<図表 3 本邦第一次所得収支の内訳>



注：図表 2、3 ともに 12 ヶ月移動平均

仮に日銀が「政策修正」を行えば、市場の初期反応は円高になる可能性が確かに高いだろう。また、先週のトランプ発言を受けてドル円相場があっさり 111 円台へ戻している事実にも明らかな通り、実際の外為市場におけるトレンド形成の背景は極めて多様・複雑であり、政策修正以外にも円高を促す懸念・材料が山積する中では、当局が政策変更には慎重であるのも当然と言える。

しかし、「もはやデフレではない」物価環境と、「成熟した債権国化」への移行が進む今の日本で、「自然体（＝大規模緩和と抜き）だと円高になる」という従前の認識が日銀の政策対応から柔軟性を奪っているのであれば、これを再検討する必要はある。こうした構造変化から生じる為替相場へのより具体的な影響については、改めて別稿で詳しく分析したい。

以上

² 貿易収支の変動（＝貿易黒字の縮小）をそれ以外の収支項目で吸収している、と言う意味においては、サービス収支が赤字幅の縮小を継続し、黒字転換も視野に入りつつあることも、重要なポイントである。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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。