

日本経済研究センターは設立50周年を迎える今年、2050年の日本が活力と希望に富む経済社会であるために、今何をすべきかの政策提言プロジェクト「2050年への構想」に取り組んでいます。これはその第一弾の報告です

2013年3月8日

## 為替安定と危機への備えを —デフレ脱却につながる通貨改革—

日本経済研究センター<sup>1</sup>

成長戦略は国内の改革だけではない。経済が乗る大きな器と言えるのが国際金融の枠組みだ。日本がデフレに苦しんできた一因は行き過ぎた円高にある。円が割高に振れやすい根因を絶ち、今後の金融危機にも備える枠組みを築くことは有力な成長戦略となる。日本のデフレ脱却と中長期的な成長を促すだけでなく、国家債務危機にも対応できる為替安定策や国際通貨基金（IMF）の強化など国際通貨制度の改革を推し進めるべきだ。

### 《 要 旨 》

1. デフレ脱却を難しくしている一因は円高である。円高下でも輸出価格引き上げを避け、賃金削減などでマーケットシェアと利益確保を図る企業の対応が、国内の需要不振と価格下落を招いている。
2. 経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）と統合的な円の均衡レートは、1ドル＝90円台半ばである。足元の円高修正は、均衡レートへの回帰と評価できる。
3. 日本の金融緩和強化が通貨戦争であるとの批判は当たらない。日本企業の価格付け行動を前提にすれば、円安は日本の「自国窮乏化」になる可能性がある。戦前の大恐慌後は、各国の通貨切り下げより関税引き上げなどによる保護貿易が経済の阻害要因になった可能性が大きい。
4. 円高に振れやすい原因は、(1)アジア通貨危機後に新興国が為替を割安な水準に誘導し、危機に備えて外貨準備を蓄積する誘因をもったこと(2)国際通貨基金（IMF）に最後の貸し手となる資金力が乏しいため、弱い国の通貨が売り込まれることを見越し、安全と思われる円が「逃避通貨」になりやすいこと(3)アジア域内に発達した債券（国債）市場がなく、投資家が頼れる安全資産が乏しいこと——である。
5. 今後一段と「安全資産」の不足が懸念される。先進国の財政悪化で投資適格の国債が減っているのに加え、肥大化する金融市場に比べてIMFの資金力は相対的に貧弱である。国家破綻などに対する安全網が十分でなく、経常収支調整が円滑に進みにくい従来の「ブレトンウッズⅡ」とも呼ぶべき枠組みを、より頑健な「ブレトンウッズⅢ」に高めるべきだ。
6. 安全資産を増やすため、IMFによるSDR建て債の発行や、アジアでの良質な債券市場育成が重要である。金融危機予防基金は、海外で危機が起きた際、海外通貨の買い手となり円急騰・外貨急落の防波堤となる。日本、海外双方に利益となる。
7. 為替調整のルールをより明確にすべきである。各国が共有できる均衡レートの目安がないことが、通貨戦争への疑念を抱かせる土壌になっている。IMFに専門家会合を設け、均衡レートや変動率の目安など、介入を許容するルールを議論すべきだ。
8. 2050年に向けては、ドルを中心にユーロ、英ポンド、日本円、中国人民元、さらにSDRをあわせた主要通貨が国際金融体制を形作っていくだろう。

<sup>1</sup> 本報告は理事長・岩田一政、増島雄樹、服部哲也が主に執筆したほか、猿山純夫、小林辰男、落合勝昭、松岡秀明、田原健吾の各研究員が協力した。当センターの短期および中期経済予測班の分析内容も取り入れている。

### 1. 円高がデフレ助長——賃金抑制通じ物価押し下げ

日本がデフレに陥った一因は1990年代半ば以降の円高である。円高がデフレを助長した背景は2つある。1つは、企業が輸出価格（ドル建て価格）引き上げを避け、賃金の圧縮などコスト削減によって利益の確保を図ったこと。もう1つは、1つめの点と資源価格高騰が重なり、円高下でも交易条件（輸出品1単位で入手できる輸入品の量、輸出価格/輸入価格として算出）が改善しなかったことだ（図1）。

特にその過程で賃金が抑えられたことがデフレ脱却を難しくした。分析によれば、(1)円高→生産→賃金→物価という経路で負のショックが波及しやすいこと、(2)05年以降12年にかけての円高期においては輸出産業を中心に付加価値が減る以上に賃金を減らしていたこと（図2）、(3)賃金のうちベースとなる所定内賃金を抑えると、その後の物価が低迷しやすいこと——などが見て取れる<sup>2</sup>。家計が円高の恩恵を受できず内需が低迷、物価が下落するという悪い均衡に陥っていた可能性が大きい。

図1. 円の実効レートと交易条件

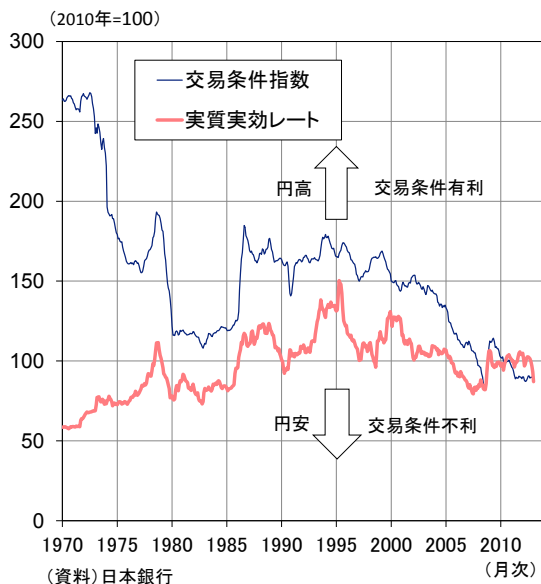
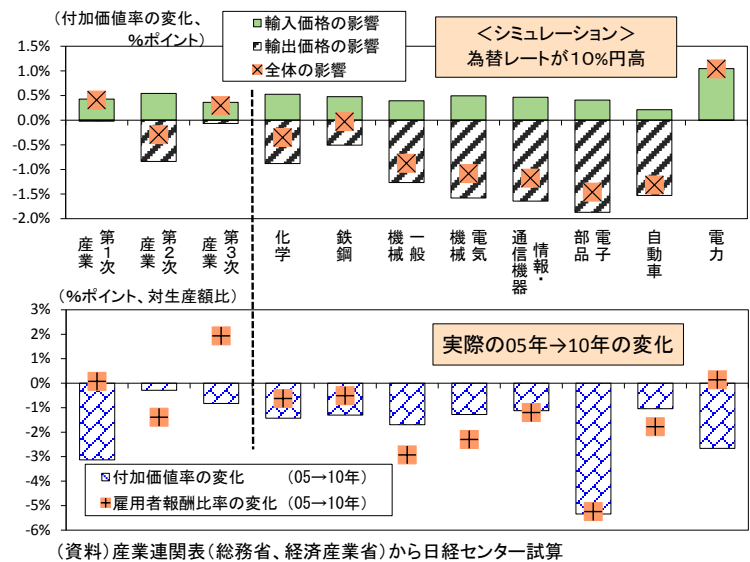


図2. 円高損失の大きい業種ほど賃金抑制



### 2. 均衡レートは1ドル=90円台半ば——産業ごとに温度差も

円高はどの程度「行き過ぎ」だったのか。均衡（適正）水準を推し量る手がかりとして「経済行動から推測される均衡為替レート」(Behavioral Equilibrium Exchange Rate: BEER)を計測した。

まず拠り所になるのが交易条件だ。交易条件は輸出品（国産品）と輸入品の交換比率で、貿易財に限れば「実質（実効）為替レート<sup>3</sup>」に等しい。同レートが1であ

<sup>2</sup> (1)はグレンジャーの因果性を計測した結果による。米国や韓国では生産から賃金への影響が弱い。(3)は消費者物価指数(CPI)と時差相関係数を計測した結果に基づく。この関係を前提にすると、物価上昇率を高めるには、ボーナスなど一時的な所得でなく所定内賃金の引き上げが必要である。

<sup>3</sup> ここでの実質為替レートは、図1のように数値が大きくなるほど、自国通貨が強いことを示す指標

れば、輸出にも輸入にも有利不利がない。そうなるように市場レートが動いたところが、均衡レートとなる。実際にはサービスなどの非貿易財があり、先進国（高賃金国）では物価が高く国産品が割高になる傾向がある（いわゆるバラッサ＝サミュエルソン効果）。さらに、資本フローに影響を与える変数として内外の実質金利差、対外純資産の名目国内総生産（GDP）比率、リスクプレミアム（公的債務残高の対名目GDP比率の内外差）なども織り込む。現実の実質為替レートは、これらの経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）によって規定される均衡レートに回帰する傾向があるとの前提で回帰分析を行うと、足元の均衡レートは1ドル＝90円台半ばとなる。これを基準にすると、2011年、12年（暦年）の円相場（両年ともほぼ1ドル＝80円）は均衡から15%程度円高に振れていたことになる（図3）。また、交易条件のみに着目し、その1980年から2012年までの平均値からの乖離を基に均衡レートを推し量ると2012年の実質実効レートは30%、石油・石炭・天然ガスを除いた交易条件を基にすると15%、それぞれ割高との結果が得られる。

産業によって為替相場の評価は一樣ではない。日銀短観（企業短期経済観測調査）のデータをもとに「平均的な利益率が出せる円ドル相場」を産業別に試算したところ、鉄鋼や化学など素材産業では円安寄り、自動車や電機などでは円高寄りと温度差が表れた（図4）。少なくとも、日本の主要な輸出産業では、1ドル＝80円を切るような円高で安定的に利益を出せる態勢にはない。

こうした推計を踏まえると、安倍晋三首相が大胆な経済政策（アベノミクス）を打ち出して以降の円相場の動きは、均衡レートへの回帰ととらえることができる。

図3. ファンダメンタルズと整合的なレート

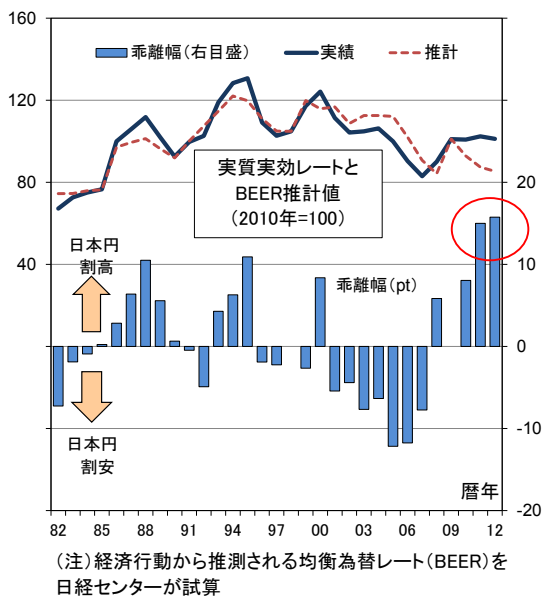
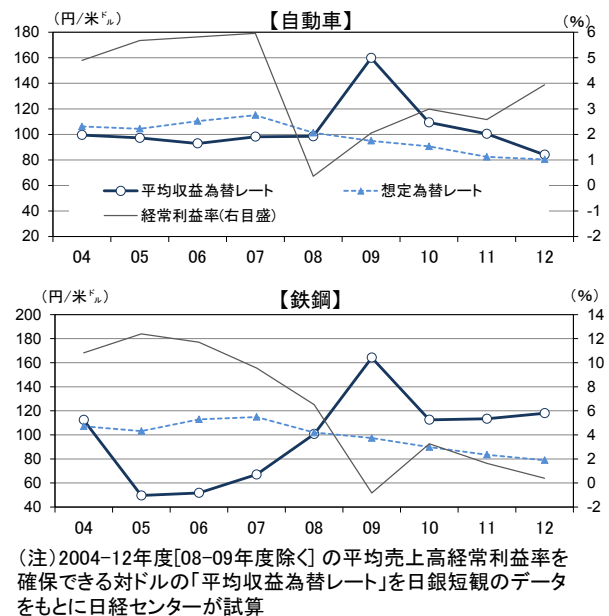


図4. 平均的な利益率を確保できるレート



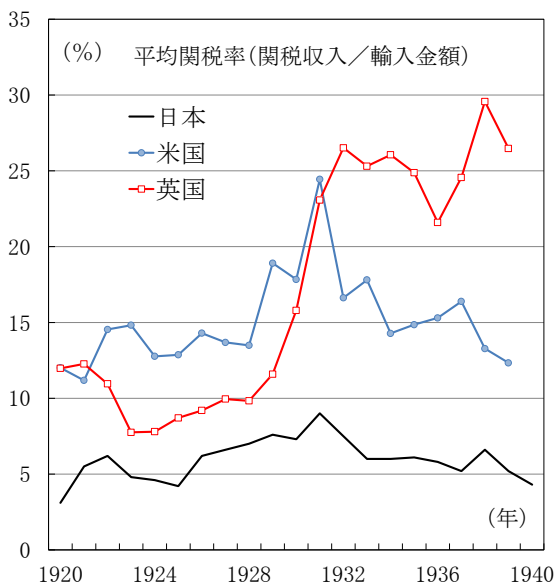
として考えている。実質レートが高いと、輸出品（国産品）に比べて輸入品が割安となる（つまり交易条件が有利）。

### 3. 金融緩和には「自国窮乏化」の側面も——「通貨戦争」論は当たらず

海外からは、最近の円高修正に対して近隣窮乏化を図る通貨戦争だと批判が出ている。金融緩和には様々な波及チャネル（経路）がある。自国通貨の減価を促す効果はそのうちの1つに過ぎない。金融緩和には海外への正のスピルオーバー（波及効果）もある。世界全体の金利低下を促したり、政策実施国への輸出が景気要因から伸びるといった効果だ。

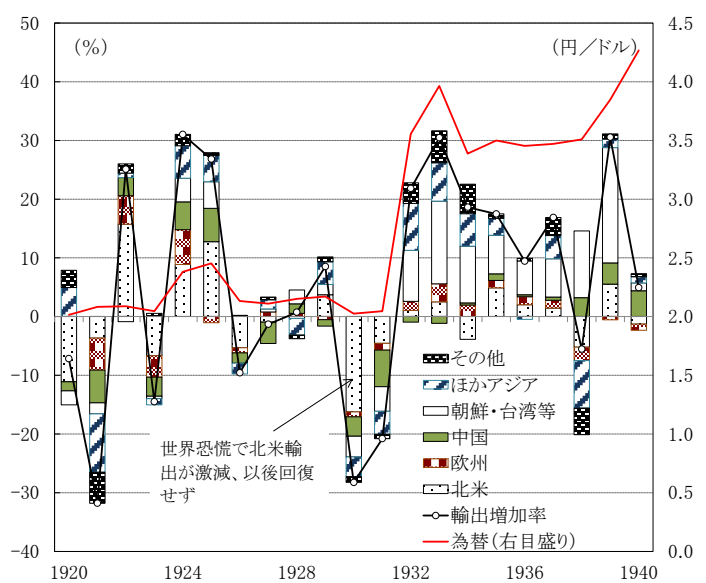
通貨戦争論は戦前の大恐慌期に起きた通貨の切り下げ競争が、経済状況の悪化を招いたとの認識に立っているとみられる。しかし、戦前のデータを検証してみると、大恐慌後の貿易の動きからは、関税引き上げに伴うブロック化を反映した動きが見て取れる（図5）。日本の輸出は1930年頃まで、北米向けが大きな変動要因になっていたが、それ以降は欧米向けの存在感が薄れ、日本が支配下に置いた地域との関係が密になっていることがわかる（図6）。米カリフォルニア大学のアイケングリー教授らは、金本位制（固定レート）を維持した国ほど、関税や輸入割当、為替管理などの保護・管理貿易に頼る度合いが高かったと指摘している。<sup>4</sup>

図5. 日米英、戦前の関税率



(資料) 山澤逸平、山本有造「長期経済統計 貿易と国際収支」(1989年 東洋経済新報社)  
B.R. Mitchell 『International Historical Statistics “The Americas 1750-1988” “Europe 1750-1988”』(STOCTON PRESS 1993)

図6. 日本の輸出先と寄与度



(資料) 山澤逸平、山本有造「長期経済統計 貿易と国際収支」(1989年 東洋経済新報社)

日本企業は、最近ウエートを高めている対アジア貿易では、輸出を円建て、輸入をドル建てで取引していることが多い。このような価格設定の場合、円安時には円建て輸出価格は変わらず、同輸入価格は上昇する。この場合、かえって「自国窮乏化」につながる可能性もある。「通貨戦争」論は必ずしも当たらないと考えられる。

<sup>4</sup> Eichengreen, Barry. and Douglas A. Irwin "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" The Journal of Economic History, Vol. 70, No. 4 (DECEMBER 2010), pp. 871-897

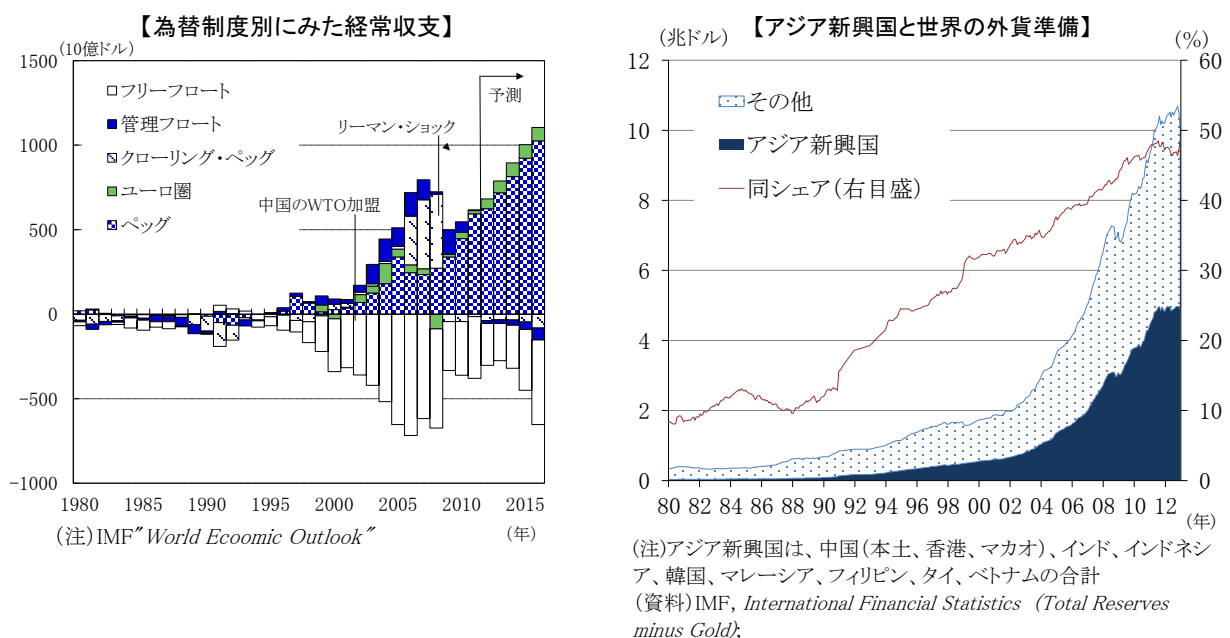
3月19日、日本銀行の新総裁に黒田東彦・アジア開発銀行総裁が就任すれば、日銀は一層の金融緩和に取り組むとみられる。それはデフレ脱却の第一歩だが、それだけで目標とする消費者物価の2%上昇を実現するのは容易ではない。需給ギャップの縮小につながる需要の拡大が必要だ。イノベーションや規制緩和を通じた新市場の創造などにより企業が成長期待を高め、所定内給与など雇用者報酬の拡大に踏み出せる状況をつくる必要がある。企業が雇用者報酬を2%増やせば、物価の2%上昇を達成していた1990年代前半と同じような状況に近づく。

#### 4. アジア新興国が黒字志向に——逃避通貨となる円、変動も大きく

為替が円高に振れやすかったのは、輸出企業が価格やコストを抑えて収益を確保し、円高と共存できるよう順応したという面が1つあったが、より根本的な原因はこれまでの国際金融システムの側にあったと考えられる。

契機になったのは1990年代のアジア通貨危機だ。韓国など危機に陥った国では、IMFから救済を受けるための厳しい条件（コンディショナリティ）を突きつけられた。同様の状況に陥ることを恐れたアジアを中心とする新興国では、それ以降、為替をドルに対して割安な水準に誘導し、経常黒字を貯め込む誘因が生まれた（図7）。黒字分のドルを介入で買い取り、厚めの外貨準備を危機に備える「保険」として蓄積するインセンティブである。

図7. 一部に偏る経常黒字と外貨準備

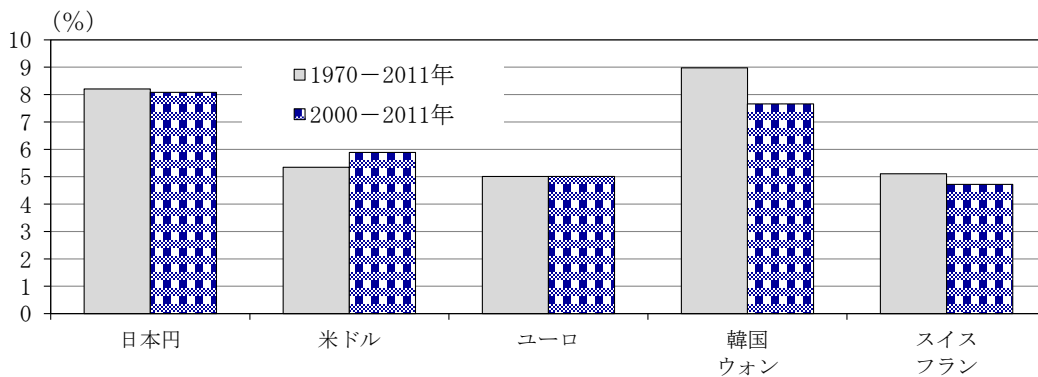


現在の国際金融システムには、国家債務危機のような大型危機が生じた時に最後の貸し手となる機関・仕組みがない。それが、個々の国が個別に保険としての外貨蓄積に向かう土壌をつくっている。ひとたび危機が生じれば、弱い国の通貨が売り込まれることを見越し、安全と思われる通貨（逃避通貨）に買いが集中する。それが日本円であり、スイスフランである。円は韓国ウォンと並んで変動率（ボラティ

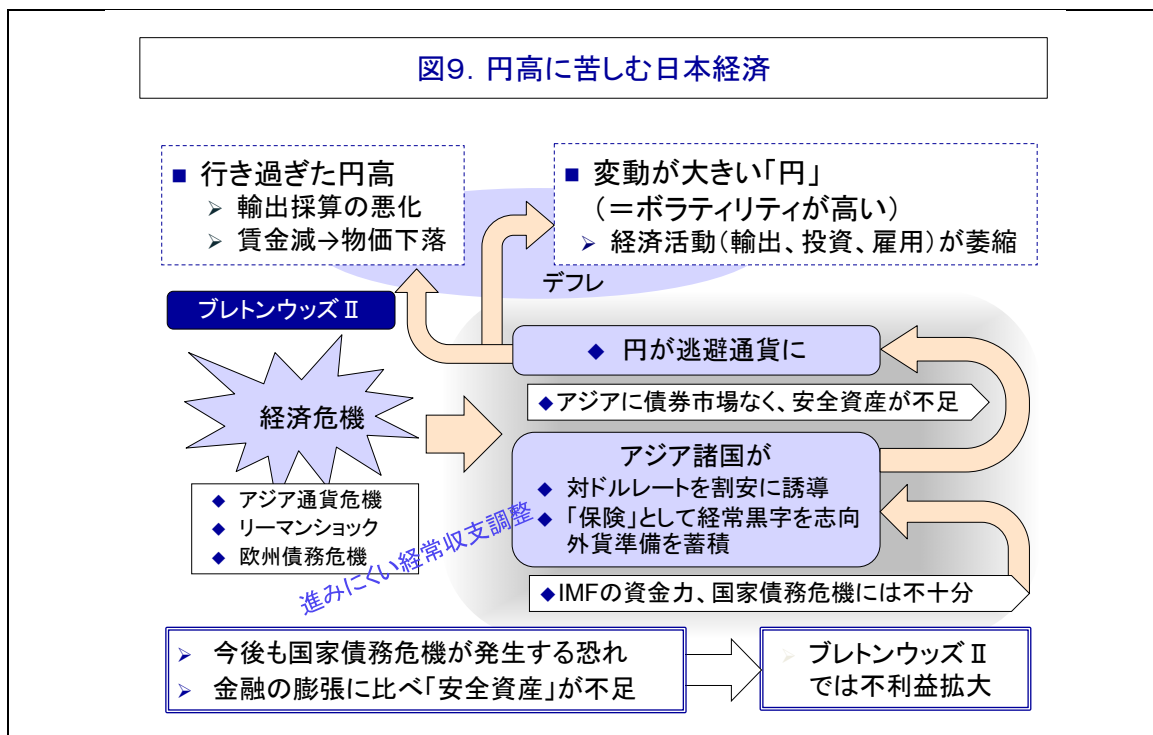
リティ)が大きく(図8)、特に円高方向でその傾向が強い<sup>5</sup>。スイスはユーロ危機に直面する形でデフレに陥った。通貨高がデフレを招き寄せていることがうかがえる。

為替が振れ、その結果として売り上げの変動率が高まると、实体经济にも悪影響を及ぼす。輸出や設備投資が低調になる<sup>6</sup>のに加え、企業は正社員よりは非正規雇用のウェイトを高めて<sup>7</sup>将来のショックに備えようとする。水準としての円高だけでなく、変動の大きさも経済に弊害を与えている。

図8. 主要通貨のボラティリティ



(注) 名目実効為替レート(国際決済銀行)の変動率(年率換算)の標準偏差



<sup>5</sup> 木村武・中山興(2000)「為替レートの変動率と企業の輸出行動」、『日銀調査月報』

<sup>6</sup> 輸出への影響は上記の木村・中山(2000)。設備投資については宮尾龍三(2009)「日本の設備投資行動：1990年代以降の不確実性の役割」『金融研究』や、同論文が引用している多数の研究がある。

<sup>7</sup> 森川正之(2010)「企業業績の不安定性と非正規雇用」RIETI-DP、11-J-051

アジア域内に債券（国債）を取引する市場が育っておらず、安全資産が足りないことも、逃避通貨としての円の立場を際立たせる。もし、アジアの多様な国の国債が取引されていれば、危機に際して逃避先となり得る通貨（国債）を買うことができる。円だけが騰貴する状況はなくなるはずだ。

## 5. 「安全資産」が一段と不足——経常収支調整進みにくく

今後、一段と安全資産の不足が懸念される。第1に先進国の財政悪化により投資適格の国債が減りつつある。第2に、安全資産への需要が強いのは、相対的に資金制約が強い新興国だと考えられるが、新興国は高い経済成長を遂げており、「保険」としての外貨準備に対する需要が拡大している。それに対し、安全資産の主たる供給源と期待される先進国は低成長であり、政府保証のついた銀行預金などを増やすには限界がある。第3に、IMFの資金力が膨張する金融市場に比べて相対的に貧弱になっていることも、「保険」（最後の貸し手）として頼ることのできる枠組みの不在につながっている。

十分な安全網が整えられておらず、かつ事実上のドルペッグを採用する国が存在する「ブレトンウッズⅡ」の下では、行き過ぎた円高が生じやすく、円の変動率も大きくなる。

為替変動の芽となる経常収支不均衡が拡大しやすいことも「ブレトンウッズⅡ」の問題点である。例えば、米国の経済赤字を是正しようとするれば、通常ならドルを他通貨に対し減価させることで調整が進む。ところが、「ブレトンウッズⅡ」の下では、ドルに対して為替レートをペッグあるいは割安に誘導する国が多いため、米国の対外競争力が改善せず、経常収支赤字が残ってしまう。また経常赤字国への資金流入が突然止まったり流出に転じると、為替や金融面に加え、実体経済も大きな調整を強いられる可能性がある。実際に危機が起きた時に外貨準備を取り崩して対応しようとするれば、それが他国（準備通貨国）の資産売却を伴うため、危機の波及（コンテイジョン）を誘発する恐れもある。

## 6. IMFの最後の貸し手機能を強化——アジア債券市場も安定に寄与

以上のような不安定性を抱える「ブレトンウッズⅡ」を、より頑健な「ブレトンウッズⅢ」に強化すべきである。

具体策の1つは、IMFの財務基盤を、最後の貸し手機能を十分に果たせるよう高めることである。これまで、IMFは基本的には加盟国政府からの出資によって、融資枠を満たしてきた。2009年に初めてSDR（特別引き出し権）建てのIMF債を発行し、資金調達手段の多様化を図ったが、同債の譲渡はIMF加盟国、中央銀行、加盟国財政機関に限定されており、民間部門への譲渡ができない。これは市場から直接調達ができないこと、IMFがいわば会員相互間で資金を融通しあう信用

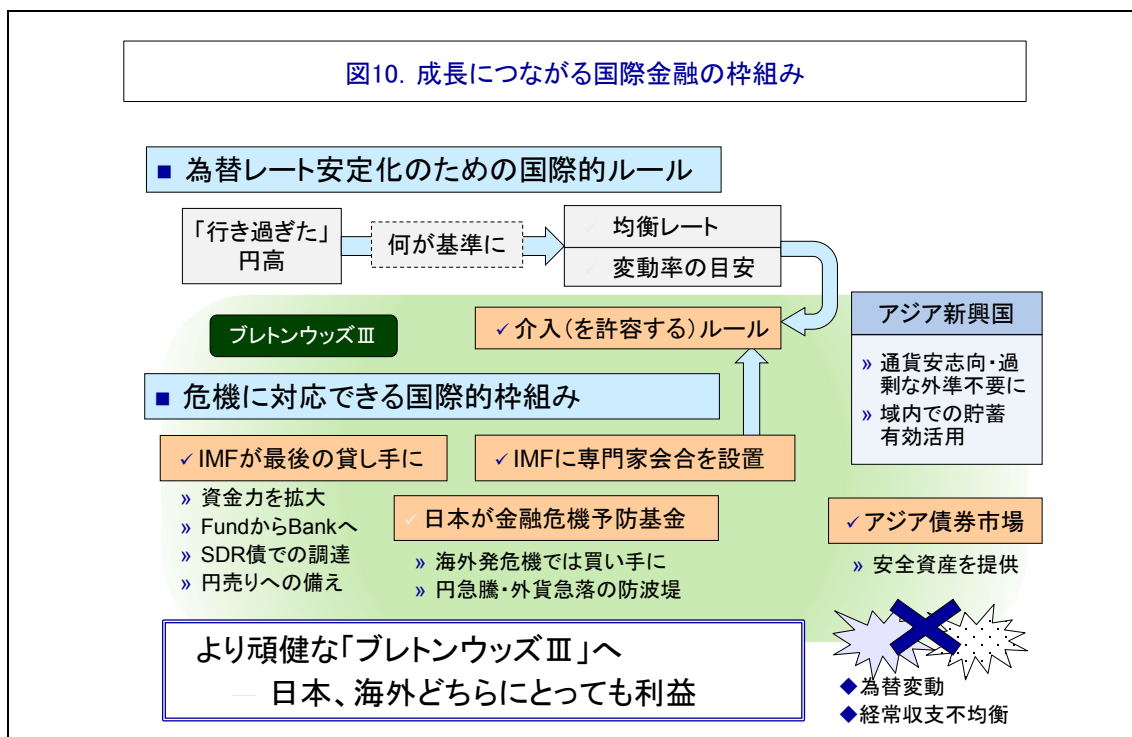
組合のようなものにとどまっていることを意味する。これを会員外の民間からも資金を調達できるよう改めるべきだ。FundからBankへの格上げである。SDR債は、危機に際しても民間部門が頼る安全資産としての機能を十分果たすだろう。

同時に、危機時において、IMFが準備通貨国の中央銀行に対してSDR建て資金を出し、SDR建て資金を受け取った各中央銀行が必要とされる通貨を市場に供給するシステムを構築すべきである。

IMFが最後の貸し手になることが明確で、危機時に円滑に借り入れができれば、新興国が金融危機に備え過度に外貨準備を持つ必要がなくなる。為替を割安な水準に固定させていると、輸出を通して所得を稼ぐことはできるが、それを海外からの物資調達に振り向けて生活水準を高める機会を放棄していることになる。みすみす、貴重な貯蓄を主に米国債を買う形で米国に放出し、米国の金融機関がアジアなどに再投資する。金融活動の付加価値をも米国に差し出している構図になっている。

この意味で、アジアに債券市場を育てることは、為替市場の安定だけでなく、アジア域内の金融ビジネスの発展にも資するはずだ。産業構造という面でも、割安な為替は、新興国が生産性の低い部門に安住する誘因を高め、長期的にはかえって経済成長を遅らせる可能性もある。

当センターは国際金融システムの不安定性に対処する1つの方策として、危機に備えることを目的に、日本銀行と財務省が共同で50兆円程度の金融危機予防基金を設けることを提言してきた。同基金は、海外で危機が起きた際、海外通貨の買い手となり、円急騰・外貨急落の防波堤となり得る。これは、日本、海外の両方が恩恵を享受する一挙両得（パレート改善あるいはウィンウィン）の政策のはずである。





## 7. 為替調整ルール共有を——IMFに専門家会合設けよ

企業収益に対して為替水準も影響を与えるが、大きな変動は経営計画を立てる際の大きなリスクとなる。しかし、現在の為替市場への介入ルールは、非常に曖昧なままである。そこで、為替市場への介入ルールを客観的な基準に基づくものにすべきである。まず、各国で為替レートの均衡値またはファンダメンタルズを反映した為替レートに関する複数のベンチマークの必要性を共有する。その上で、介入が可能となる「為替レートの無秩序な動きまたは為替レートの破壊的な短期の動き」といえる「ベンチマークからの乖離幅」を明らかにすべきであろう。それらを共有・議論する場として、IMFに専門家会合を設置すべきだ。

例えば、当センターの「経済行動から推計される均衡為替レート」(BEER)の推計では、2012年の均衡為替レートは90円台半ば、実質実効為替レートは均衡から15%程度割高との結果だった。さらに、交易条件を基準とする均衡為替レートからの乖離幅は15~30%であった。企業活動にゆがみを与える急激な為替変動を抑えるために、客観的な基準に基づく介入ルールを国際的な基準として確立するよう、日本発で提案してはどうか。

行き過ぎた円高を是正し、過度な変動を抑えることは、デフレからの脱却と中長期的な成長を促す成長戦略となる。IMF改革や介入ルールの透明化など、通貨制度をより強固なものとし、日本と世界経済の成長を支える枠組みを2050年に向けて整えるよう訴えたい。

## 8. 2050年に向けての国際金融システム

最後に、2050年に向けた国際通貨制度を展望すると、同システムはドルを中心として、ユーロ、ポンド、円、人民元、SDRが準備通貨として機能する複数準備通貨制度へと移行していくことになろう(1+4+1体制)。グローバルな準備資産としてはドルと、ドルを補完するSDRが用いられ、欧州ではユーロとポンド、アジアでは円と人民元が地域的な準備通貨として用いられるようになるだろう。IMFは加盟国に対する最後の貸し手機能を強めることになろう。

問い合わせは、研究本部(TEL:03-6256-7740)まで

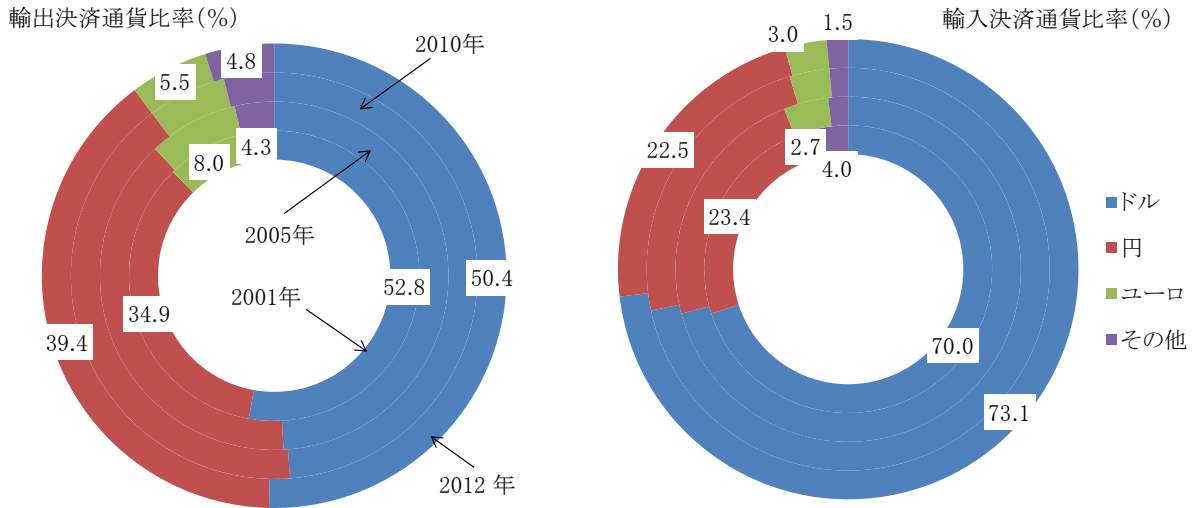
※本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務・事業本部までご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター

〒100-8066 東京都千代田区大手町1-3-7 日本経済新聞社東京本社ビル11階  
TEL:03-6256-7710 / FAX:03-6256-7924

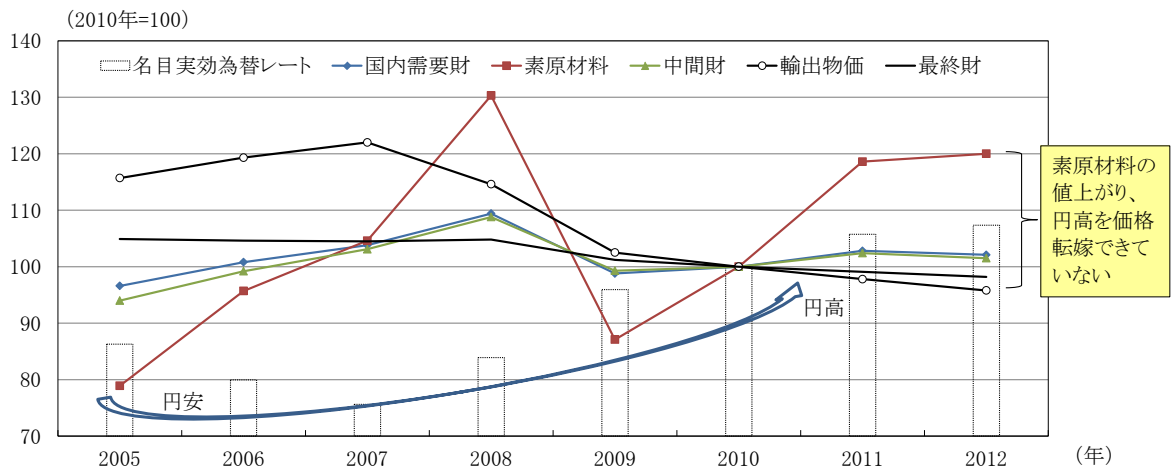
《参考資料》

付図1 日本の貿易決済通貨比率



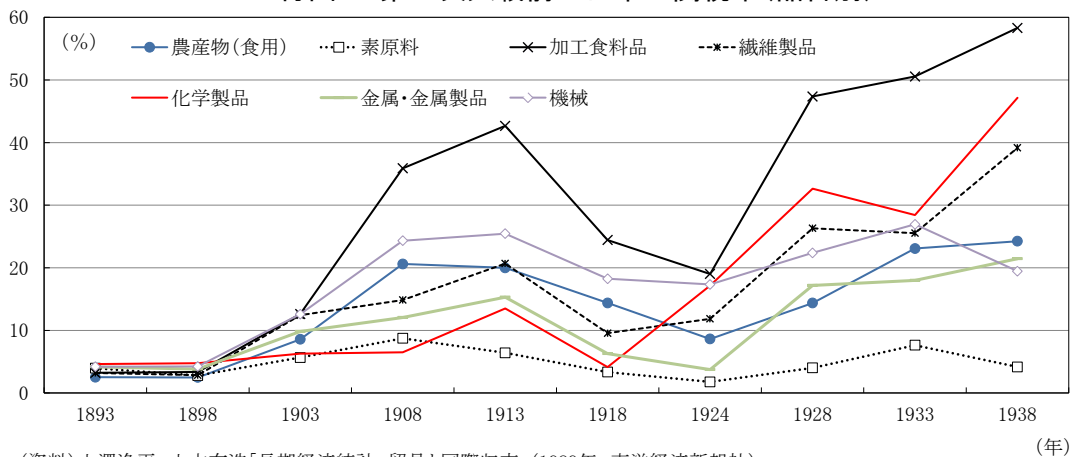
(資料)財務省「貿易統計」

付図2 財別の国内企業物価と為替レート(名目実効為替レート)



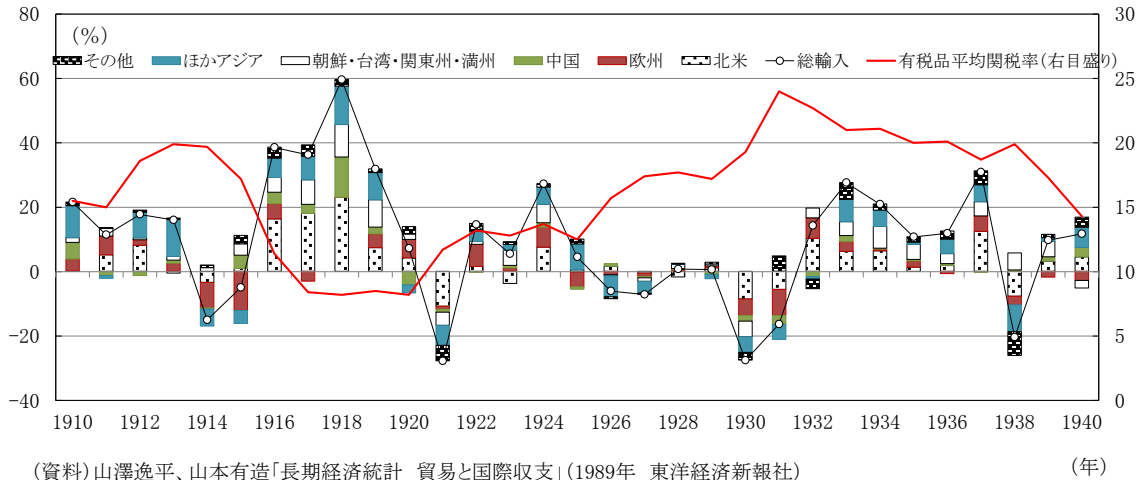
(資料)日本銀行「企業物価指数」など

付図3 第二次大戦前の日本の関税率(品目別)

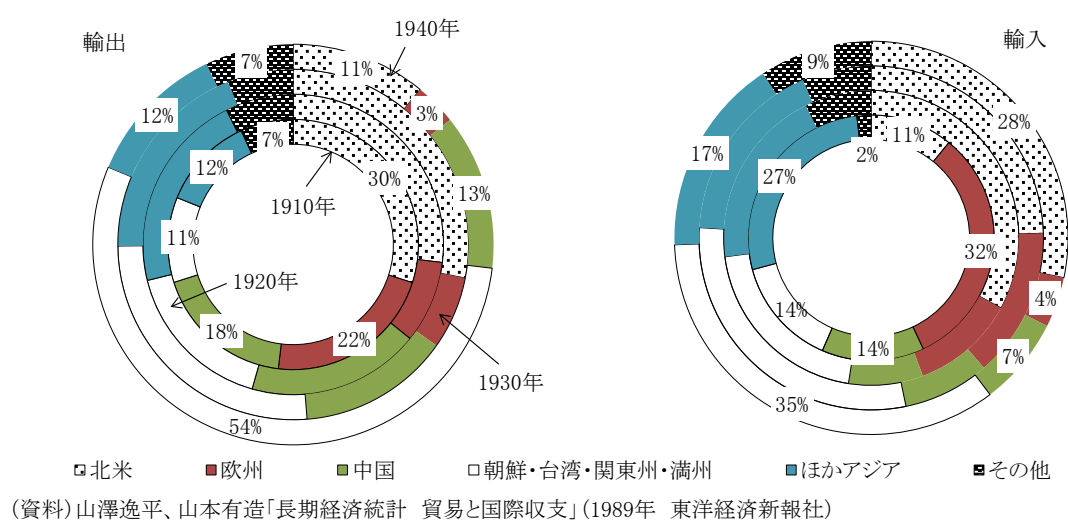


(資料)山澤逸平、山本有造「長期経済統計 貿易と国際収支」(1989年 東洋経済新報社)

付図4 戦前の名目輸入の伸び(寄与度)と平均関税率



付図5 戦前の貿易構成(国・地域別)



付図6 米国、欧州連合、英国の為替介入制度

	米国	欧州	英国
介入の決定	財務省及びFRB	ECB	大蔵省及びBOE
	ただし、政府に優先権。	欧州理事会が策定する一般指針と整合的である必要。ただし、一般的指針は、(1) ECBに諮問した後、決定されるほか、(2) 物価の安定目標を妨げるものであったはならないとされている。	ただし、BOEの介入は、金融政策目標達成に必要な場合に限定。
介入の実務	ニューヨーク連銀	ECB、各国中央銀行	BOE

(出所) 日本銀行

## 均衡実質実効為替レートの推計方法

### (1) 推計式

対象国・地域： 日本、米国、ユーロ圏(独仏伊)、英国、韓国、中国、カナダ、豪州  
 期間： 1981～2011 暦年(但し政府債務を変数に用いる場合は 1991～2011 暦年)

(t 年、i 国の)

$q_{it}$  実質実効為替レート  
 $tot_{it}$  交易条件  
 $tnt_{it}$  非貿易財／貿易財相対価格  
 $nfa_{it}$  対外純資産  
 $\lambda_{it}$  政府粗債務残高  
 $r_{it}$  実質金利差

基本的な推計式は

$$q_{it} = c_0 + c_1 * tot_{it} + c_2 * tnt_{it} + c_3 * nfa_{it} + c_4 * \lambda_{it} + c_5 * r_{it}$$

推計方法は、固定効果パネル回帰分析や、さらに場合によっては、一部のパラメータのみが国に依存するモデルも検討した。(例えば政府粗債務残高は、危機時に安全資産としての逃避先になる国の場合、影響しないことも考えられる)

### (2) データの説明、出所

#### (i) 実質実効為替レート $q$

OECD の CPI ベース REER をそのまま利用。  
 出所： OECD “Main Economic Indicators”

#### (ii) 交易条件 $tot$

自国の交易条件と海外の交易条件(貿易額ウエート加重平均)の比  
 交易条件は、輸出価格指数／輸入価格指数

出所： 日・米・韓・加・・・IFS の unit value of exports/imports  
 ユーロ圏・・・独・伊の貿易額ウエート加重平均、出所は同上  
 英・豪・・・IFS の unit value of exports/imports in USD  
 (自国通貨建てが見つからなかったため当面ドル建てで代替)  
 中・・・1981～2004 年は世銀 WDI の export value index / export volume index の割り算で輸出価格指数を算出(輸入も同様)。  
 2005 年以降は CEIC の unit value of exports (imports) index で接続。

#### (iii) 非貿易財／貿易財相対価格 $tnt$

バラッサ・サミュエルソン効果を捉えるための変数だが、CPI/PPI で代替。  
 自国の CPI/PPI と海外の CPI/PPI(貿易額ウエート加重平均)の比。

出所： CPI、PPI ともに OECD、但し中国は CEIC。  
 ユーロ圏の CPI は独仏伊の GDP 加重平均、PPI は独伊の GDP 加重平均。

- (v) 対外純資産 nfa  
対外純資産(net foreign assets)の GDP 比。  
出所: 原則的に IFS の international investment position の assets - liabilities  
但し直近 2011 年は、米国:BEA、豪州:豪統計局  
ユーロ圏は独仏伊の合計  
韓国(~2000年)、中国(~2003年)、豪州(~1985年)は IMF のデータが無かったため、  
Lane & Milesi-Ferretti (2007)の推計値で補完。
- (vi) 政府粗債務残高  $\lambda$   
リスクプレミアムの代替変数。元々は政府「純」債務残高を用いていたが、中国のデータが  
無いため、gross の方を用いた。  
出所: IMF の WEO。ユーロ圏が 1991 年以降しか取れない(ドイツも)。  
この変数はユーロ圏の general government net debt をそのまま利用。
- (vii) 実質金利  $r$   
自国の実質金利と海外の実質金利(貿易額ウェイト加重平均)の差。  
実質金利 = 長期金利(10年債利回り) - CPI 前年比  
データの制約から、海外の実質金利の計算に中国は含まない。  
出所: 長期金利は中国を除き IFS  
中国は 2003 年以降 CEIC (2002 年以前のデータはなし)  
CPI は(iii)と同じ。