

## このまま円高・デフレが持続すれば日本はじり貧 局面転換のための「非常手段」を打て

### 「日銀は円高・デフレを阻止する非常手段を打て」掲載タイトル

#### 円高、本当の理由

円相場が1995年の歴史的な高値だった1ドル=79.75円を更新して続伸している。「米国債の格下げとユーロ圏の政府債務危機で、欧米諸国の状況が深刻化している。そのため消去法で円やスイスフランが買われている」というメディアの市況解説は奇妙だ。

既に日本国債は最上級から4番目の「AA マイナス」(S&P)、米国債は今回初めてS&Pの最上位からひとつ下の「AA プラス」になっただけで、依然日本国債より上位にある。米国債の格付け引き下げが問題の根源であるなら、どうしてより低い格付けの日本円に資金が移動するのか？

筆者は3月11日の東日本大震災の直後に起こった円高に関連して、日本は恒常的な経常収支黒字と低金利である故に、内外の投資家のリスク・テイク意欲が委縮すると、円売り・高金利通貨買い持高が巻き戻される(=円買い)ので円高に振れやすくなる特性があると説明した(「大震災危機でなぜ円高になるのか？」2011年3月20日)。

ただしこれは短期(数か月)から中期(数年程度)の円相場のひとつの要因に過ぎない。長期的な要因としては、「高インフレ=通貨の購買力低下」を意味するので、高インフレ通貨は低インフレ通貨に対して為替相場が下落すると考える「相対的購買力平価原理」の説明力が最も高い。

筆者の元の勤務先である(公益財団)国際通貨研究所の購買力平価と市場相場を重ね合わせた図表をご参照頂きたい(以下サイト)。[http://www.iima.or.jp/research\\_gaibu.html](http://www.iima.or.jp/research_gaibu.html) 短期的、中期的に市場相場は購買力平価から乖離しながらも、長期的には購買力平価に回帰するように変動していることが視覚的にもご理解いただけるだろう。

筆者はこのシンプルな知見とその利用を一般に普及させるために著作や講演で過去5年間説明を繰り返してきた。このことが分かっていたら、2006年前後の円安局面で個人投資家がグローバル・ソブリンなど高金利通貨債券に投資する投資信託を大量に買って、その後の円高で大損することも回避できはずだ。

一方、為替相場の短期・中期的な要因は複数あるが、筆者の知る限り、短期・中期の為替相場の変動を十分な一貫性をもって説明できる理論モデルは考案されていない。人間が予想に基づいて行動選択を変える経済現象では、自然現象と異なり「客観的な予測」が成り立たないのだ。しかし、経験則に基づきながら、ある程度の蓋然性で中期的な見通しを立てることは全く不可能でもない。(円相場を論じる時は、正確には日本の主要貿易相手諸国との円相場の加重平均で計算される実効円相場ベースで語るのが正しいが、それだと話が複雑になるので、以下ドル円相場に絞って説明する。)

#### 8月以降の円高には一定の合理性がある

そこで今の円高の原因と中期見通しを考えてみよう。8月9日の米国FOMCのステートメントで米国景気回復の勢いが弱まっていると判断され、「2013年半ば頃まで超低金利を持続することになりそうだ」と表明された。

これは今から2年間ほぼゼロ金利状態を持続するとFRBがコミットしたわけではない。しかしながら、もしその見通し通りになるとすると、今の円買いの動きは大震災直後に起こった短期的で投機的な動きとは異なり、一定の合理性を持っていると考えられる。従って、目先1~2年は円高が持続する可能性が高いと覚悟した方が良い。

そう考える理由は次の通りだ。まず米国のインフレ率は消費者物価指数(CPI)の総合では対前年比+3.6%、食料・エネルギーを除いたコアCPIでは同様に+1.8%である(いずれも7月のデータ)。一方、日本のCPI(6月)は対前年比で-0.4%(改訂後)である。つまり日米間には2%台~3%台のインフレ格差がある(ちなみに1980年以来の日米のCPIインフレ格差は平均2.6%)。すなわち長期的な相場要因としてのインフレ格差は依然として円高・ドル安を示している。

一方、日本からの外貨投資や円売りキャリー・トレードなどがブームになってドル相場が対円で目立って上昇した過去の時期は、いずれもドル円の名目金利格差(ドル金利>円金利)に市場参加者が誘引され、その結果生じるドル買いに支えられていた。

標準的な経済理論が想定する合理的な市場参加者は、名目金利格差は為替相場の変動で長期的には相殺される(金利平価原理)と考えて行動するので、「高金利通貨ブーム」などは起こり得ない。しかし、現実の市場参加者の合理性は不完全で、場合によっては無知で名目金利格差に誘引されるので、高金利通貨のバブルとその破裂が繰り返されて来たのだ。

ところが、FOMCの見通し通りに短期のドル金利が向こう2年間ゼロ近傍を持続するとなると、日米間の名目金利差もゼロのままだろう。10年物国債金利でも日米間の金利格差は1%近くまで縮小してしまったので、ドル買いの誘引にほとんどならない。つまり名目金利格差がほぼゼロの状態では、相対的なインフレ率の高さの故に長期的に下落が予想されるドルを保有する金利面でのインセンティブが存在しない。

それにもかかわらず日本の個人のFXプレーヤー層がドル円でドル買い持高に大きく傾けているのは、「ここまでドル相場が下がれば反転の可能性が高いのでは・・・」という心理だろう。逆にシカゴの通貨先物取引を見る限り、海外プレーヤーの持高はドル売り・円買いに傾いている。

こうした海外の円買いの動きを全て「ファンダメンタルズに反した投機的な動き」と呼ぶのは必ずしも妥当ではない。金利差がゼロでインフレ率の相対的に高い通貨(ドル)が売られるのは、以上説明した通り、一定の合理性があるからだ。むしろ際限なく下がるわけではない。どこまで下がるかの程度の問題である。筆者は前述のFOMCの発表後、2012年末までの見通しとして1ドル=70円前後まではありそうだという予想を修正した。

## 為替相場と実質金利格差の相関関係で読み解く

図表をご覧頂きたい。図の横軸は米国の短期金利(フェデラル・ファンド・レート翌日物)と日本の短期金利(コール・レート翌日物)をそれぞれ日米のインフレ率(CPI対前年比)で調整した実質金利格差である。プラスはドルの実質金利が円より高いことを示す。

縦軸はドル円相場の対前年比の変化(%)であり、プラスはドル高への変化を示している。ただし短期的な相場変動は、雑多な要因による振れが大きいため、12か月移動平均をとることで変化を均してある。

図表上の点は2003年1月から2011年6月までの各月の分布を示しており、右肩上がりの分布になっている。つまり「実質金利格差プラス＝ドル相場上昇(逆は逆)」の相関関係が存在している。実質金利格差と為替相場の変化の相関係数は約0.7、決定係数は0.5024である。これはグラフに示されたドル円相場の変化の50%は実質短期金利格差の変化で説明できることを意味している。

日米の実質金利格差と為替相場の関係は、実は相関性のかかなり高い時期と、相関性の低い時期があり、一定ではない。しかし2003年以降現在まではかなり相関性が高い時期に該当する。その原因は、円売りキャリー・トレード持高の累積やその取り崩しが大きな相場要因になっている時期だからかもしれない。

現状は左下の象限、つまり実質金利格差マイナス、ドル相場の変化もマイナス(ドル下落)にある。左上の象限にはほとんど分布がないので、2003年以降の相場環境では実質金利差がマイナスのままドル相場が対前年比で上昇することは可能性がとて低いことを示唆している。

これは大震災で病み上がり状態の日本経済にとっては困ったことだ。震災からの生産面の普及は比較的速やかに進んだが、依然としてGDPギャップは需要不足である。従って、外需が伸びてさらに多少でも円安に戻ってくれば、輸出の増加でGDPギャップも埋まり、2003年～07年のように景気の回復が期待できる。ところが円相場は実質で見ても円が割高な状態が今後2年も続いてしまいそうな状況にあるのだ。

名目金利はマイナスにできないので、日米実質金利差をプラスに転換させて円安に誘導するためには、日本のインフレ率をマイナス(デフレ)からプラス(マイルド・インフレ)に変えるしかないのだが、これができずに長く苦勞しているわけである。

### 円高・デフレを反転させる非常手段

ゼロ金利近傍では日銀が国債を買って、マネーを民間に供給しても、マネタリストが期待するようなデフレ解消(リフレ)効果は出ない。なぜならゼロ金利近傍では、国債利回りがゼロに近く、マネー(＝原理的には中銀の債務)と国債の性質が著しく近似して、代替資産になってしまうからだ。

これはどういうことかと言うと、あなたが1億円の現金と1億円のゼロ金利に近い国債、合計2億円を持っていると想像して頂きたい。日銀マンがやってきて、あなたから国債1億円を買い取り、代金に現金を1億円渡し、あなたの資産は2億円の現金になったとしよう。しかしそれであなたの投資や消費行動は変わるだろうか？ ほとんど変わらないはずだ。従って、ゼロ金利近傍でマネー供給増によるリフレ効果を出すためには、日銀はマネーから性質の遠い資産を買って、円マネーを供給する必要がある。

先ほどの例で日銀があなたの住んでいる住宅を1億円で買って、代金を現金で渡した場合にはどうなるか？ あなたは日銀に家賃を払わなくてはならない。受取った代金の1億円を現金で持っても家賃コストを埋め合わせる所得は生じないので、あなたは1億円で賃料の得られる不動産や配当の得られる株を買う選択をするだろう。つまり民間のポートフォリオの変化が生じる。その結果、

資産価格が上がり始めると、正の資産効果が働き、消費も増え始め、こうして投資と消費行動の変化が生じることになる。

こうした効果は私ひとりが唱えていることではない。ゼロ金利下の量的金融緩和効果に関する論理的な結論として、例えば日銀系エコノミストとして著名な翁邦雄教授が「ポスト・マネタリズムの金融政策」(日本経済新聞出版社 2011 年、p.207、p235)でほぼ同様のことを述べている。

ただし、そうしたリスク性資産の中央銀行による大規模購入は、中央銀行の自己資本を毀損するリスクも伴う。そうした事態になれば金融政策を委ねられた中央銀行の独立性を損なうことになるので、あくまでも慎重であるべきだと翁氏は主張している。これはFRBバーナンキ議長も含め、程度の違いこそあれ、先進国の中央銀行が共有する慎重さでもある。

平常時ならそれで良いのだが、今私達が直面している状況は通常の金融政策も財政政策も行き詰まっている非常時ではなかろうか。日銀の自己資本が足りないのであれば、政府の出資で数倍に増資し、リスク耐久度を大幅に引き上げればよい。その上でREITや株式ETFも現在の数百億円規模ではなく、兆円単位で購入し、マネーを供給すれば、リフレ(通貨膨張)効果が出るだろう。

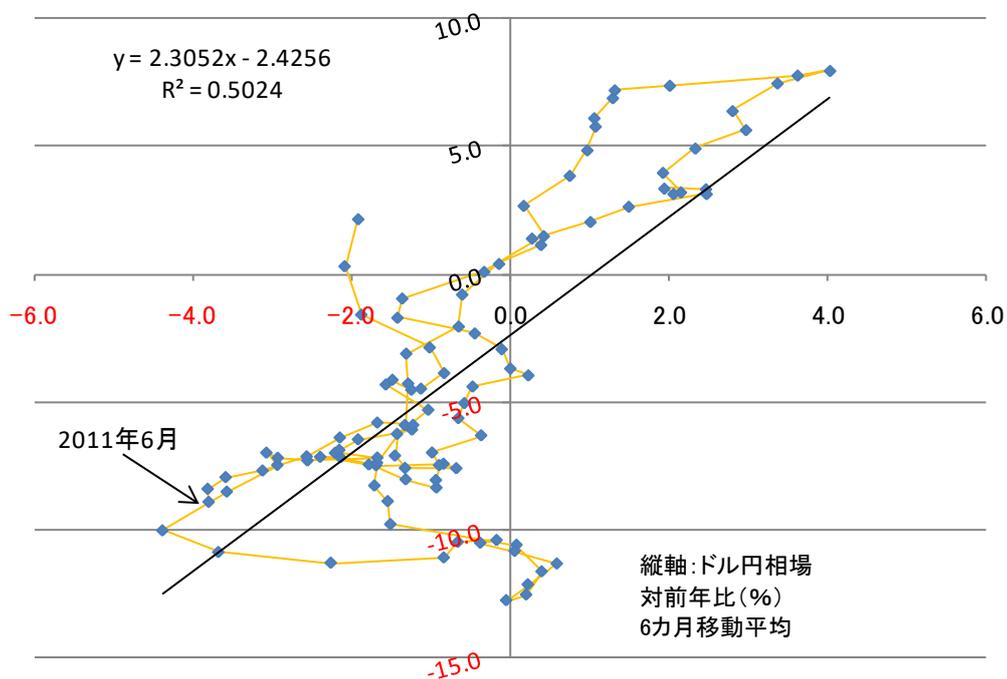
さらに外為市場では政府の円売り介入で増やしたマネーもそのまま放置し(非不胎化)、インフレ率はCPIの対前年比で+2%程度が望ましいと日銀が宣言したらどうであろうか。期待インフレ率が現在より2ポイント上がると国債利回りも上昇(国債価格は下落する)ので、既に77兆円ほど(2011年3月末)保有している日銀の国債に多額の評価損が出る。

そこで「日銀自身のインフレヘッジのためにREITやETFも買うのだ」と合わせて宣言すれば、デフレ予想に安穏として超低金利の国債を買い続けてきた金融機関や機関投資家に一種のリフレ・ショックを引き起こすだろう。その結果、国債から実物資産への資金シフトが生じよう。そして執拗なデフレ期待の故に割安圏にあった株式や不動産など資産価格が上昇すれば、資産効果による消費の増加と、リフレによる円安で輸出の増加が実体経済を押し上げる効果を生む。

このようなリフレ・ショック療法は非常手段であり、ある程度のリスクを伴う政策である。中長期の国債ばかり保有し、デフレ環境に過剰適応してきた金融機関や投資家の一部には大きな損失も生じる。しかし経済全体では実物資産の名目価格も上がるので損失は穴埋めできるだろう。

このまま無策でデフレ・円高による経済停滞と赤字国債の膨張コースを辿れば、最後には最も望ましくない形での経済的なカタストロフィーに日本は直面することになる。それを回避するための舵を切る決断をすべきだろう。

## 日米実質短期金利格差とドル円相場 (2003年1月-2011年6月)



横軸:日米実質短期金利格差  
 =(ドル名目金利-米国インフレ率)-(円名目金利-日本インフレ率)  
 データ:FRB、日銀、米国労働省、日本厚生労働省

以上