

政府と日銀は円安依存の 経済政策からの脱却を

駒澤大学経営学部教授 熊倉 正修

くまくら まさなが 1967 年生まれ。東京大学文学部卒、ケンブリッジ大学大学院博士課程修了 (PhD. in Economics)。アジア経済研究所、大阪市立大学等を経て現職。近著に『国際日本経済論—グローバル化と日本の針路—』昭和堂 (2015 年) など。

第二次安倍政権の発足以来、政府と日本銀行は円安誘導を意識した経済政策によって景気浮揚を図ってきた。しかし為替レートを均衡水準に比べて円安の状態を維持しようとする政策は近隣窮乏化策であるだけでなく、景気の振幅を必要以上に大きくする、長期的な産業構造の調整を阻害する、政府の財政再建への意欲を後退させるといった点できわめて好ましくない。政府と日銀は持続性のない政策に頼ることを止め、責任ある態度で金融財政政策を運営すべきである。

1. はじめに

日本銀行は去る 1 月 29 日の金融政策決定会合において「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の採用を決定し、2 月 16 日にその適用を開始した。今回のマイナス金利導入は金融市場参加者にとって大きなサプライズとなったが、それは黒田東彦日銀総裁がつい最近までマイナス金利に否定的な発言をくり返していたことや、日銀が前回の 12 月会合において「量的・質的金融緩和を補完するための諸措置の導入」を決定したばかりだったためだったことによるものである。

日銀はマイナス金利採用の理由として原油価格の下落や新興国の先行き不透明感を挙げているが、これらは 12 月会合においても指摘されている。それにも関わらず 1 月に新たな金融緩

和措置が追加されたのは、諸外国の景気や金融政策の動向を反映して円高が予想以上に加速し、それが株価や景気に与える影響が懸念されたためだと思われる。近年の日本では為替レートと株価の連動性が非常に緊密になっており、わずかでも円高が進むと株価が下落しやすい。日銀は 2013 年 4 月に異次元緩和を開始して以来、今回のマイナス金利導入を含めて三回の政策強化を行っているが、いずれにおいても直前に円高と株安が進行している (図表 1)。

日本ではもともと経済政策が為替相場に左右される傾向が強く、円高が進む時期には金融緩和と為替介入、拡張的な財政政策がフル稼働されることが少なくなかった。政権交代が行われた 2012 年の衆議院選挙において自民党は「円高・デフレ脱却」を経済政策の最優先課題に掲げていたし、その手段として「官民協調外債投資ファンド」を設立することすら検討してい

図表1 為替レートと株価の推移



(注) ① 安倍政権発足, ② 政府・日銀による共同声明発表, 「物価安定の目標」の導入, ③ 「量的・質的金融緩和」開始, ④ 「量的・質的金融緩和」の拡大, ⑤ 「量的・質的金融緩和を補完するための諸措置」の導入, ⑥ 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入。

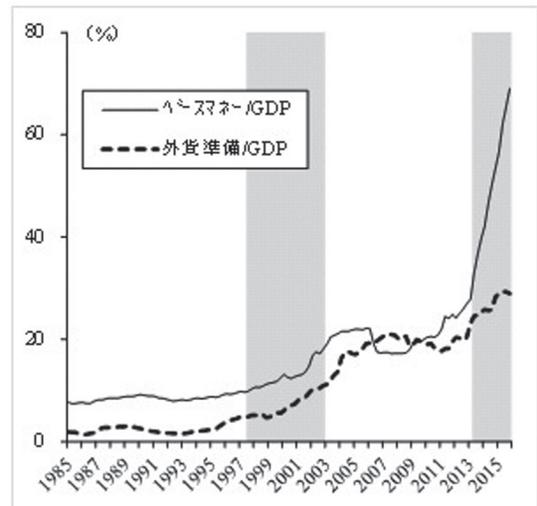
(出所) 日本銀行ホームページ統計等をもとに著者作成。

た。また、安倍内閣によって日銀総裁に抜擢された黒田氏は、1990年代末から2000年代初めにかけて旧大蔵省の財務官として為替介入の陣頭指揮をとった人物である。黒田氏が財務官に就任した1999年以来、日本では円買い介入がまったく行われなくなる一方、円売り一本やりの巨額介入が頻繁に実施されるようになった。その結果、日本の外貨準備は他の先進諸国の数十倍の水準に膨れ上がっている（図表2）。

一国の政府や中央銀行が露骨に自国通貨安を追求すると諸外国の批判的になるため、安倍首相も黒田総裁も就任後は為替相場に直接言及することは避けている。また、円高はそれ自体としてはデフレ要因であるため、政府と日銀がそれを懸念すること自体が間違っているわけではない。しかしその動機がどうであれ、自国通貨の為替レートを意図的に均衡値より割安の水準に誘導したり、そうした状態を維持して輸出

を促進しようとすることは近隣窮乏化策である。また、この種の自国通貨安政策は結果的に景気を過度に不安定化させ、円滑な産業構造の

図表2 ベースマネーと公的外貨準備の推移



(注) 外貨準備は金やSDRをのぞく。網掛けは黒田東彦氏が財務官と日銀総裁を務めていた期間を表している。
(資料) IMF, 内閣府及び日本銀行の統計をもとに著者作成。

調整を難しくするなど、自国にとっても決して望ましいものでない。以下ではアベノミクス開始以降の政府と日銀の政策を振り返りながら、これらの問題について議論する。

2. 円安政策と均衡為替レート

安倍首相は2013年1月28日の首相就任演説において「長引くデフレや円高が、「頑張る人は報われる」という社会の信頼の基盤を根底から揺るがしている」、「これまでの延長線上にある対応では、デフレや円高から抜け出すことはできません。だからこそ、私は、これまでとは次元の違う大胆な政策パッケージを提示します」と述べている¹⁾。この日の円ドルレートは1ドル=91円程度だった。黒田総裁も2013年3月21日の就任記者会見において「最近の状況は、基本的にはリーマン・ショック後の行き過ぎた円高の修正過程だ」と述べ、異次元緩和開始直後の4月5日にも「一般論としてですが、金融緩和した国の通貨は弱くなる」と述べていっそうの円安を促している²⁾。同年3月21日と4月5日の円ドルレートはいずれも1ドル=96円前後だった。この時期にはマスメディアや企業経営者の間でも「国内企業の六重苦」とか「超円高」といった言葉が頻繁に使用されていたが³⁾、当時の為替レートは本当にいちじるしい円高だったのだろうか。

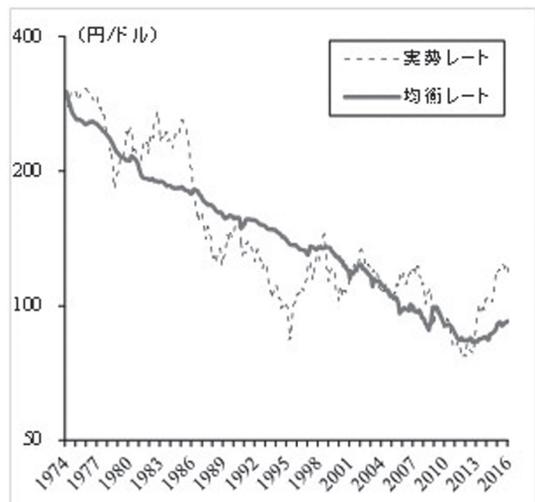
為替レートは短期的には金融的な要因によって激しく変動するが、数年超の中長期では各国の貿易財（貿易可能な商品やサービス）の価格が均一化する水準に回帰する傾向がある。国によって同一の貿易財の価格がいちじるしく異なっている場合、安い国から高い国への輸出が増加し、後者の通貨が売られて前者の通貨が買

われる傾向が強まることに加え、金融市場関係者の間でもそうしたメカニズムがある程度意識されているからである。したがって二国の貿易財の物価が均一化する為替レートを均衡水準だと考えることが適切である。

図表3は、1974年以降の日米の生産者物価指数をもとに推計した円ドルレートの均衡値を実勢レート（実際の為替レート）と比較したものである。生産者物価指数は基本的にサービスを除外して集計されているため、おおむね貿易財に関する物価指数だと考えることができる。また、この図では縦軸に対数目盛を使用しているため、実勢レートと均衡レートの乖離が両者の乖離率を表している。

図表3によると、2010年後半から2012年半ばにかけては実勢相場が均衡レートに比べてやや円高だったが、2012年末までに両者の乖離

図表3 円ドルレートとその均衡値の推移



(注) 均衡レートの推計式は以下の通り。

$$s = 4.504 + 0.958 \times (p - p^*), \bar{R} = 0.758$$

(173.4) (18.9)

ただし s (名目円ドルレート)、 p (日本の企業物価指数)、 p^* (アメリカの生産者指数、農産品を除く系列)。いずれも自然対数値。係数の下の括弧内の数値は t 値。

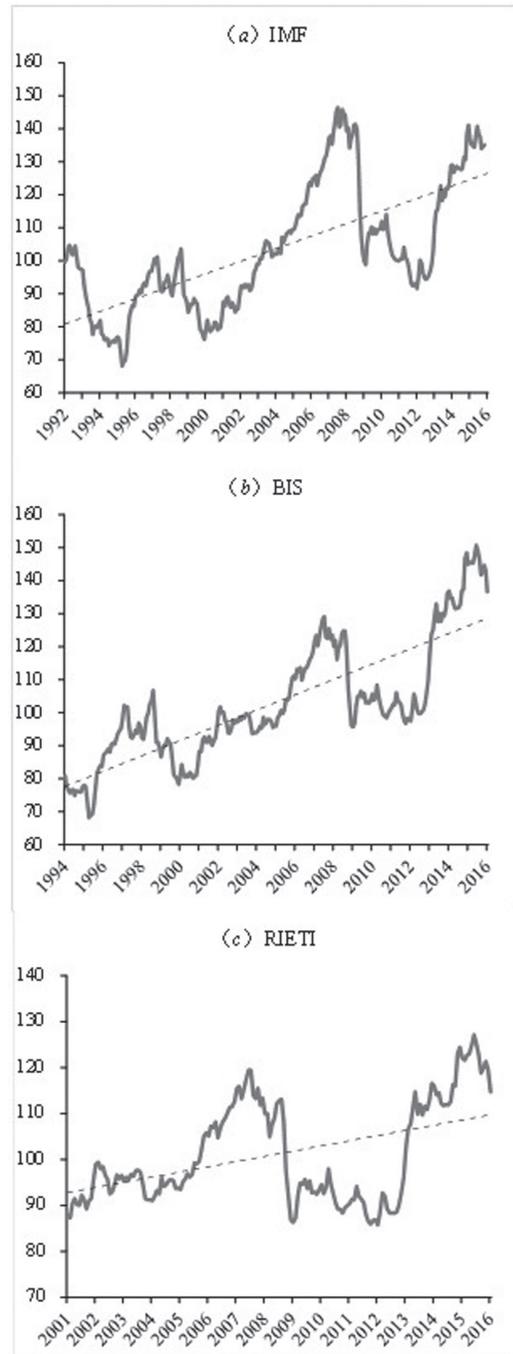
(出所) 日本銀行及び US Bureau of Labor Statistics の統計をもとに推計。

は解消し、その後は実勢レートの方が円安になっている。直近では実勢レートが1ドル＝120円前後で推移する一方、均衡レートは90円台の前半である。すなわち、現行の円ドルレートは相当の円安であり、短期間に10円単位の円高が生じても何らおかしくない状況にある。

ただし上記の均衡為替レートはきわめて単純な推計にもとづいているので、これだけでは判断材料として不十分かも知れない。また、一国の通貨の為替レートの適正水準を論じる場合、本来は特定の外国通貨との名目為替レートではなく、国による物価の違いを考慮して複数の外国通貨との為替レートの加重平均をとった実質実効為替レートを観察することが望ましい。図表4はそうした円の実質実効為替レートの例を示したものである。この図には三つの系列を示しており、いずれも数値の上昇が（実質ベースでの）円安を意味している。

上段のパネル(a)はIMF（国際通貨基金）が集計している円の実質実効為替レートである。この統計は円と他の先進諸国通貨の為替レートを各国の単位労働コスト（＝1単位の付加価値を生産するために支払われる賃金）でデフレートすることによって算出されている。パネル(b)はBIS（国際決済銀行）が作成している実質実効為替レート（broad index）であり、中国など開発途上国の通貨も対象に含める代わりに、物価指標には入手しやすい消費者物価指数が利用されている。最後に、下段のパネル(c)はRIETI（日本の産業経済研究所）が集計している円の実質実効為替レートである。日本の主要な貿易相手国28カ国の通貨を対象とし、物価指標には製造業の生産者物指数が使用されている。RIETIは最初に産業別の実質実効為

図表4 円の実質実効為替レートの推移



(注) いずれの指数も全期間の平均値が100になるように調整した。(a)の指数は2015年11月まで。(b)と(c)の指数は2016年1月まで。点線は一次式（直線）によるトレンド線。

(出所) IMF、BIS及び経済産業研究所のデータをもとに著者作成。

替レートを算出し、それを日本の産業別ウェイトを用いて加重平均する形で工業部門全体に関する実質実効為替レートを計算しているため、国内企業の国際競争力の指標としては最も適切だと思われる。ただしその代わり、パネル(a)や(b)の指標に比べてデータが得られる期間が短くなっている。

実質実効為替レートも採用する物価指標の性質や集計の手法しだいでトレンドを持つことが多いので、その時々均衡値を見極めるのは必ずしも簡単でない。そこで図表4では参考として直線による傾向線を示している。それによると、いずれの系列も2010年から2012年半ばまで実勢レートがトレンド線に比べて円高だったが、やはり2013年初頭までに両者の関係が逆転している。すなわち、名目円ドルレートと円の実質実効為替レートのいずれに関してもアベノミクスと異次元緩和の開始までに水準としての円高は解消しており、それ以上の円安誘導を行うべきでない状態にあったと言える⁴⁾。なお、2007年後半から2009年にかけて欧米の金融危機に伴う外需の落ち込みと急激な円高が同時に発生し、日本経済が近年まれに見る深刻な不況に陥ったことは記憶に新しい。しかし図表3と図表4を見る限り、この時期の円高の約半分はそれ以前の円安相場の調整だったと思われる⁵⁾。

3. 円安政策と経済の不安定化

為替レートが均衡値に比べて円安だとしても、それによって輸出企業の収益が増えて景気が好転するならそれで良いではないか、いっそうの円安をもたらす経済政策は望ましいのではないかと考える人がいるかも知れないが、そう

した考えは誤りである。過激な金融緩和や為替介入によって一時的な自国通貨安を演出することは不可能でないが、為替レートが均衡値からいちじるしく乖離した状況は本質的に不自然である。そのような状態では内外の経済状況のちょっとした変化によって急激な自国通貨高が発生し、かえって経済の不安定性を高めてしまう可能性が高い。このことはアベノミクス開始以来の日本経済の動きを観察すると良く分かる。

図表5は、アベノミクス開始直前の2012年第4四半期を起点として、日本の実質GDPとその主要な需要項目がその後どのように変化したかを示したものである。対外要因の影響を推量するために、右側の三列には日本の輸出物価と円の実質実効為替レート（図表4(c)の系列）、主要輸出相手国のGDPの対前年変化率を掲載している。

日本の実質GDPはアベノミクス開始から2014年第1四半期にかけて年率換算で約2.3%増加したが、消費税率引き上げが行われた2014年第2四半期に大きく落ち込み、その後はほとんど増えていない。2014年第1四半期までの経済成長率が高かったのは、政府が「機動的な財政政策」の名目で公共投資を増やしたこと、もともと駆け込み需要が予想されていた住宅・設備投資を減税措置の拡充などによって煽ったこと、そして海外景気が回復する中で急速な円安が進行したことによるものである。円安は輸出数量を増やす効果も持つが、輸出価格の上昇を通じて輸出企業の収益をただちに増加させるため、株価が上昇して景況が改善しやすい。しかし2014年第2四半期に駆け込みの反動で消費と住宅投資が大きく落ち込み、2014年末から外需の増加と円安の進行が減速すると、輸出と実質GDPの増加もあっさり停止し

図表5 アベノミクス開始後の実質国内総生産の推移

	実質 GDP	国内需要	民間需要	公的需要	輸出	輸出 (価格)	円の実質実効 為替レート	海外 GDP
2012Q4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1.0%	7.2%	3.2%
2013Q1	101.0	100.5	100.3	101.2	104.0	7.3%	18.8%	2.9%
2013Q2	101.7	101.3	100.8	102.6	107.2	9.1%	24.5%	3.1%
2013Q3	102.2	102.1	101.6	103.6	106.8	11.1%	25.7%	3.5%
2013Q4	102.1	102.6	102.2	103.8	106.8	10.3%	22.3%	3.9%
2014Q1	103.4	104.0	104.3	103.2	113.3	3.8%	8.8%	3.8%
2014Q2	101.3	101.1	100.6	102.5	113.4	1.0%	0.1%	4.0%
2014Q3	100.6	100.4	99.4	103.1	115.1	1.9%	2.2%	4.0%
2014Q4	101.3	100.6	99.7	103.4	118.7	4.6%	6.7%	3.8%
2015Q1	102.3	101.6	101.2	103.0	121.2	2.1%	6.3%	4.0%
2015Q2	102.0	101.6	100.8	104.0	115.6	3.1%	11.6%	3.9%
2015Q3	102.3	101.7	101.1	103.8	118.7	1.6%	7.6%	3.6%
2015Q4	101.9	101.2	100.5	103.7	117.6	-4.0%	-0.7%	3.3%

(注) 実質 GDP から輸出までの系列は季節調整済の実質値を 2012 年第 4 四半期の値が 100 になるように調整したもの。輸出 (価格) は輸出デフレーターで測った円ベースの輸出物価の対前年同期比変化率。円の実質実効為替レートと海外 GDP も対前年同期比変化率。海外 GDP はアメリカ、中国、EU、韓国、台湾の実質 GDP の変化率を日本からの輸出額の相対的な大きさをもとに加重平均したもの。

(資料) IMF, CEPII-Bureau van Duijk, 内閣府経済社会総合研究所, 経済産業研究所のデータをもとに著者集計。

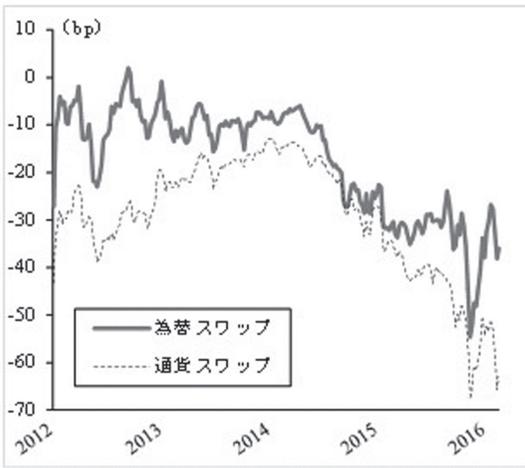
てしまった。このことから分かるように、アベノミクス開始直後の経済の活況はおよそ持続性のない要因にもとづいており、経済政策の成功を意味するものでなかった。

日銀の異次元緩和は、貨幣量を増やして国民のインフレ期待を醸成することに加え、円資産の収益率を低下させて金融機関の海外へのポートフォリオ・シフトを促すこと、そしてそれによって生じる円安(ないし円高の阻止)を梃子に輸出を促進し、国内の経済活動を活発化させることも狙っている。政府も事業会社や金融機関、公的年金基金に対して海外投資を強く求めており、そのことは現政権の「メイド・イン・ジャパンでもう一度栄光を取り戻す」とか「世界に飛び出し、世界を惹きつける」といったスローガンにも表れている⁶⁾。しかし企業や金融機関が円安時に対外投資を行えばコスト高になるし、後に為替レートが揺り戻すとすぐに赤字になってしまうだろう。もちろん民間機関が為替リスクを放置したまま対外投資を行うこと

は多くなく、デリバティブ取引などを利用して為替リスクをヘッジしながら慎重な投資を行うことが多い。しかし政府や日銀が人為的に対外投資を煽ると内外投資のバランスが崩れ、国内の事業会社や金融機関が外国の企業や投資家と公平な条件で競争することが難しくなる。

このことは図表6に示したドル調達の上乗せ金利を見るとよく分かる。国際金融論のテキストにおいて説明されている「カバー付き金利裁定式」によると、日米のように民間部門の国際投資が自由化されている国の場合、直物と先物の為替レートの関係が二国の金利差を反映して調整するため、為替リスクをヘッジしながら外国に投資した場合、どちらの国でも収益率が同一になるはずである⁷⁾。しかし現実の投資家は同じ条件なら外国より自国の資産を保有することを望むため、円をドルに換えて運用することを望む投資家がドルを円に換えて運用することを望む投資家に比べてずっと多い場合、上記の関係は必ずしも成立しなくなってしまう。

図表6 ドル調達の上乗せ金利



(注)「為替スワップ」は円ドルの直物レートと1年後の先渡しレートのスプレッド(変化率換算値)から1年物の円とドルのLiborのスプレッドを引いた値。「通貨スワップ」は1年物ベース・スワップのスプレッド。いずれも単位はベースポイント(0.01%)で負の数値が円を元手にドルを調達する際の上乗せ金利の大きさを表す。

(出所) Bloomberg データ等をもとに著者作成。

今日の日本では日銀が金利を極限まで引き下げながら大量の円資金を金融市場に注入しているため、民間金融機関はその一部をドルなどの外貨に換えて海外に投じざるを得なくなっている。しかしこれらの金融機関の為替リスクヘッジ取引の相手になる主体が不足しているため、日本の投資家が円を1年間ドルに換えて運用する場合、最近では年率0.5～0.6%程度の上乗せ金利を要求されるようになってきている。逆に海外投資家がドルを円転して運用する場合、円ベースのリターンがゼロであっても0.5～0.6%の収益を稼ぐことができる。米国や中国の経済の先行きの不透明観が高まり日銀が金融緩和を強化した2014年末から短期国債の利回りが負になり、マイナス金利導入後に償還期間5～10年程度の国債の利回りまで一気にマイナスになってしまったのはそのためである。巨額の債務を抱える日本政府にとってこうした状況は

大歓迎だろうが、一国全体としては海外に不必要に富を流出させる原因になっている。

なお、あまり知られていないことだが、日本政府は内外投資の需給バランスが崩れている現状から直接的な便宜も得ている。図表2に示したように、日本政府は過去の円売り介入の結果として100兆円超の外貨を所有している。その大半は米国債などに投資されているが、最近はその一部が為替スワップによって円兌換されている。すなわち、ドル資金を調達する国内投資家の相手になって超過利潤を得ている海外投資家と同じことを日本政府も行っているわけである。

図表7は日本の通貨当局(財務省と日銀)が取り組んでいる為替スワップの残高を示したものである。円・ドルの為替スワップには「直物のドル買い・円売り/先物のドル売り・円買い」と「直物のドル売り・円買い/先物のドル買い・円売り」の二種類があり、日本の企業や金融機関が為替ヘッジ付きで対外投資を行う際に取り組むのが前者、その相手となる海外投資家に取り組むのが後者である。図表7は未決済の先物取引の残高だけを示しているため、負の値(ショート)が「直物のドル買い・先物のドル売り」、正の値(ロング)が「直物のドル売り・先物のドル買い」のポジションを表している⁸⁾。

図表7では2008～2009年と2011～2012年にドル・ショートのポジションがある。これらの時期には金融危機の影響で民間企業や金融機関のドル資金調達に困難が生じたため、日銀がFRB(米連邦準備銀行)とのスワップ協定を利用してドル資金を調達し、それを国内の金融機関に貸し出すことを行った。日本政府が大量の外貨を保有しているのだから、外国の中央銀行に頼らずに手持ちのドル資金を融通してもよ

さそうに思われるが、公的外貨準備の大半は債券などの形で運用されており、それを一気に取り崩すことは難しい。このことから分かるように、外貨準備は突発的な資本流出や対外流動性危機の際には必ずしも使い勝手の良い資金ではなく、それが多ければ多いほど安心だとは言えない。政府が短期的な景気浮揚を目指してドル買い介入を乱発し、それを海外資産に投資してしまうと、価格が暴落しても簡単に売り抜くことができず、一国全体としてはむしろ余計なリスクを抱え込むことになる⁹⁾。

一方、図表7では2011年以降に「直物のドル売り・先物のドル買い」の為替スワップの残高があるが、この種のスワップは過去にまったく取り組まれていなかったものである。政府と日銀の財務諸表を参照する限り、これは明らかに財務省によるものである。その目的は必ずしも明らかでないが、図表6と照らし合わせて言えるのは、現状では財務省がこの種の取引を増やせば増やすほど政府の歳入が増加することである。政府債務の拡大が止まらない中で財務省が外貨準備の運用方法を工夫することは必ずし

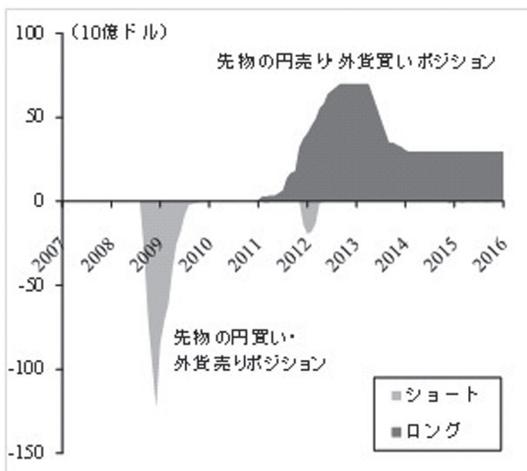
もおかしなことではないが、民間投資家に損失覚悟で対外投資を増やすことを迫っておきながら、政府が逆の為替取引を行って収益を稼ぐことが適切かどうかは大いに議論の余地がありそうである¹⁰⁾。

4. 為替変動と産業構造の調整

円安誘導のもう一つの大きな問題点は、それによって円滑な産業構造の変化が阻害され、産業調整の社会的なコストが必要以上に大きくなってしまふことである。国内では今日でもものづくりこそが日本経済の生命線だという意識が根強いが、所得水準の高い先進国においてはGDPや雇用に占める製造業のシェアが縮小し、代わりに知識・技術集約的なサービス産業のシェアが拡大してゆくことが自然である¹¹⁾。そのような国の政府や中央銀行は製造業の縮小そのものを問題視したりそれに抵抗したりすべきでなく、安定的な経済運営を心がけ、産業構造の変化が一時期に集中しすぎないように配慮すべきである。貿易財を生産する製造業の収益は為替レートに敏感に反応するため、持続性のない自国通貨安によって一時的な好景気を煽ることは、そうした観点からするときわめてよくない政策だと言える。

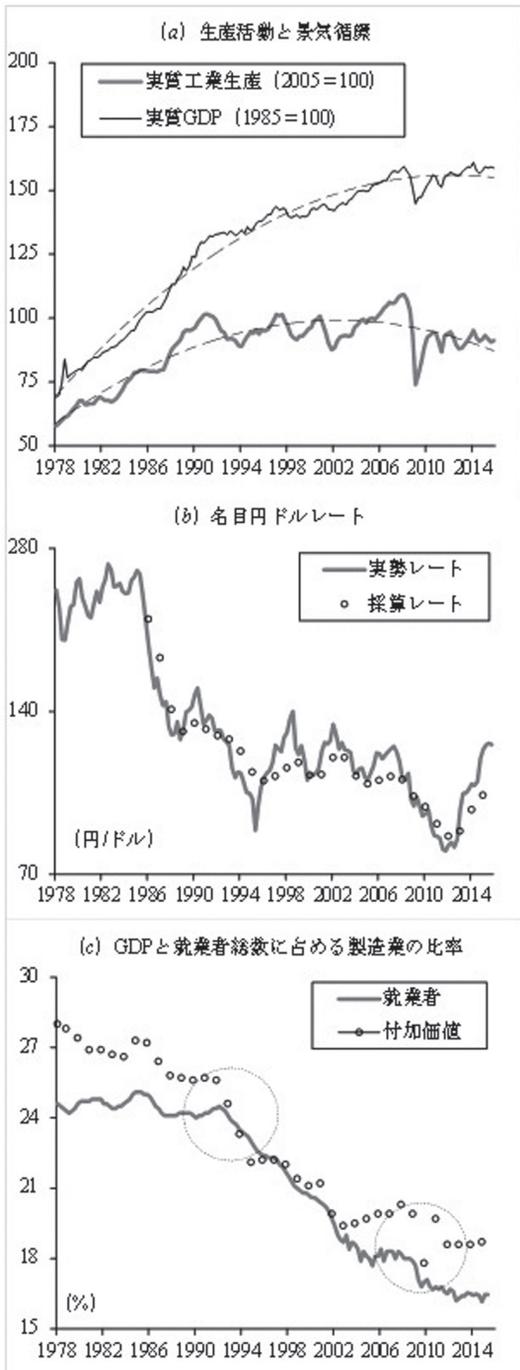
上記の点を理解するために、ここで図表8を見てみよう。この図のパネル(a)には日本の実質GDPと実質工業生産残高の推移を示している。中段のパネル(b)には円ドルの名目為替レートと日本の輸出企業の採算レートをプロットしている。この採算レートは内閣府のアンケート調査によるもので、これ以上円高が進むと事業が採算割れするという損益分岐点を意味している。最後に、下段のパネル(c)は日本の

図表7 通貨当局の為替スワップ残高



(出所) 財務省統計をもとに著者作成。

図表8 景気変動と産業構造の調整



(注) パネル(a)の実質工業生産高は実質付加価値ベース。パネル(b)の縦軸は2を底とする対数目盛による。採算レートは製造業企業に関するものでデータが得られる1986年以降のみ記載している。

(出所) 内閣府，経済産業省，総務庁統計局，日本銀行等の統計をもとに著者作成。

GDPに占める製造業の付加価値のシェアと就業者総数に占める工業製品メーカーの就業者の比率の推移を示している。

パネル(a)に示されているように、日本では工業生産とマクロの景況がきわめて密接に連動しているため、政府が円高による製造業の不振を懸念すること自体は必ずしもおかしくない。しかし上述した経済の脱工業化・サービス化傾向を反映して、実質工業生産高のトレンドは1990年代末をピークにマイナスに転じている。こうした状況において一時的な円安によって生産増を煽ってもすぐに息切れするため、輸出や設備投資主導の経済成長政策は成功しがたいし、それを追求すべきでもない。

次にパネル(a)とパネル(b)と比較すると、2000年代までは円ドルの実勢レートが採算レートに比べて大幅に円安になった時期にしばしば工業生産残高と実質GDPがトレンドを超えて増加していたことを確認できる。とりわけリーマン・ショック発生前の数年間には主要国の好況による外需の急増に円安が重なったため、1980年代末のバブル期並みに工業生産残高が増加した。こうした状況の後には大きな揺り戻しが生じることが確実なので、政府と日銀は引き締め気味の経済運営を行うべきだったが、当時そうした問題意識は皆無だったと言ってよい。

最後にパネル(a)とパネル(c)を比較すると気づくように、製造業の景況が改善して工業生産高が大きく増加すると、GDPと就業者総数に占める製造業のシェアの低下が停止し、その後の不況期にシェアの下落が集中する傾向がある¹²⁾。ひとたびこうした事態が発生すると工業製品メーカーの間で倒産や人員整理が相次ぎ、他の産業がそれらの人々を吸収することも難しいため、産業調整の社会的コストが非常に

大きくなる。リーマン・ショック後には製造業と建設業において大量解雇が発生して社会問題になったが、少なくともその一部は政府がそれ以前に適切な景気管理を怠ったためだと考えられる¹³⁾。

パネル(b)によると、ここ1~2年の円ドルレートは採算レートに比べて相当の円安であり、従来なら設備投資が急増して景況が大きく改善してもおかしくない状況にある。現実にならなっていないのは、脱工業化傾向の進展によって製造業が経済成長のエンジンになりにくくなっていることや、工業製品メーカーが国内より海外における生産・販売力に力を入れていることによるものと思われる。しかしパネル(c)によると、過去2~3年はGDPや就業者総数に占めるシェアで測った工業部門の縮小が再び停止しており、近い将来に再び大きな調整が発生する可能性が考えられる。これらのことから、円安によって輸出を促進し、一時的に景気を良くしようとする政策が危険であることが分かるだろう。

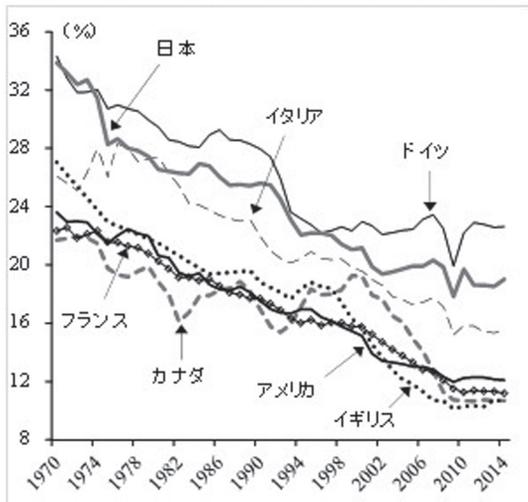
なお、しばしば聞かれる意見として、天然資源や土地に恵まれない日本では資源や食料品を輸入する見返りとして工業製品の輸出が必要であり、そのために国内に製造業を維持しておくべきだという考えがある。そうした考えは必ずしも間違いではないが、そのことを強調しすぎるのは誤りである。資源や土地の賦存状況がどうであれ、先進国では例外なくサービス部門が経済活動の主体になっており、たとえば世界屈指の農産品輸出国であるオーストラリアやアメリカにおいてもGDPに占める農業の比率はすでに日本とほぼ同じ1%強にまで低下している。

先進諸国における脱工業化傾向を確認するために、図表9においてG7諸国のGDPに占め

る製造業のシェアの推移をプロットしてみた。この図によると、ドイツ以外の国々では製造業の比率がほぼ一貫して低下傾向にあり、一部の国ではすでに10%強にまで下落している。日本の値はまだ20%をわずかに下回る程度であるため、今後もシェアの低下が続くと考えることが自然である。こうした変化は国内と海外における分業の進展を意味しており、そのことを闇雲に問題視することは適切でない。

なお、欧州屈指のものづくり大国であるドイツにおいて過去20年ほどGDPに占める製造業のシェアが下げ止まっていることから、日本においてもそれが可能だ、それを目指すべきだと考える人がいるかも知れないが、それは誤りである。ドイツにおいて製造業の縮小が進んでいないのは、1990年の東西ドイツ統一によって労働力が急増したこと、そのことを背景として工業部門における労使の交渉力の関係が変化し、賃金や就業時間の柔軟な調整が可能になったこと、そして1999年にユーロが導入されたことにより、近隣諸国との間で名目為替レートの変化を通じた貿易収支の調整が進まなくなったことによるところが大きい。その結果、生産性の上昇率に比べて賃金上昇率の低いドイツの輸出競争力が急上昇し、最近は他のユーロ圏諸国との収支不均衡がきわめて大きくなっている¹⁴⁾。一国内であれば所得が減少した地域から所得が増加している地域に自然に労働力が移動し、財政政策を通じた地域間の所得移転も行われるため、そうした不均衡が大きな問題になることはない。しかしユーロ圏の国々の間ではこの種の調整が限界的にしか進まないため、各国の経済が不安定化し、ユーロ圏全体の将来すら危ぶまれる状況になっている¹⁵⁾。このことから、一国が経済の安定を確保しながら円滑

図表9 G7諸国のGDPに占める製造業の付加価値の比率の推移



(出所) United Nations Statistics Division ホームページ統計をもとに著者作成。

な産業構造の変化を遂げる上で名目為替レートの柔軟な調整が必要なこと、それを人為的な方法で操作すべきでないことが分かる。

5. おわりに

本稿では、日本政府と日銀の経済政策が円安頼みの様相を強めていることを確認した上で、そうした政策の問題点を検討した。本稿の分析によると、アベノミクスと異次元緩和の開始時点で円の為替レートはおおむね長期的な均衡水準にあり、それ以上の円安を追求すべき状況にはなかった。しかし日銀はその後の円安の進行を放置しただけでなく、途中で一時的に円安が反転するたびに金融緩和を強化してきている。日銀は円高によるデフレ圧力を封じるためにそうした行動を採っていると主張するかも知れないが、均衡値を超える円安を演出することによって一時的にインフレ率を引き上げてもそれが持続するはずがなく、そうした政策を追求する中央銀行は無責任である。ここ数年は他の先

進諸国の中にも景気に対する懸念から自国通貨高を警戒する国が増えているが、日本では従前からそうした傾向が非常に強く、近隣窮乏策と批判されても仕方がない状況にある¹⁶⁾。

また、為替レートが中長期的に均衡値に回帰する性質を持っている以上、人為的な円安政策は経済の不安定化の原因となり、日本自身にとっても決して望ましくない。アベノミクス開始後しばらくの間日本経済が活況を呈したのは、財政拡大や人為的な投資奨励策を実施したことに加え、外需が増加する中で政府と日銀が円安を煽ったことによるところが大きく、これらの条件が失われたとたんに経済成長が止まってしまった。本稿の執筆時点でも円の為替レートは均衡値に比べて相当円安であり、輸出企業が収益を確保しやすい環境にある。しかしその結果、ここ数年は産業構造の調整がストップしてしまい、近い将来にそれが一気に進行する可能性がある。

なお、日銀が過激な金融緩和を行って円安を追求することは、政府に対して持続性のある財政政策を求めてゆく上でも障害になる。著者が別稿において詳しく解説しているように¹⁷⁾、日銀が国債をどれだけ大量に買い入れても政府の債務が日銀の債務（日銀当座預金）に切り替わるだけであり、政府と日銀を含む広義の政府の債務残高は変化しない。しかしそうした買入れによって一時的に金利が低下して円安が進行すると、政府債務の利払いが減少する一方、好況によって税収が増加する。すると政府は財政制約が緩和されたと錯覚し、支出を増やすことを考えるだろう。これはまさに過去三年間に安倍政権が行ってきたことである。しかしそうしたことが続くと、いずれ政府債だけでなく円という通貨そのものに対する信頼が失われ、場合

によっては大規模な資本逃避が発生する可能性すらある。そうした事態を回避するためにも、日銀はこれ以上金融緩和にのめり込むことを止めるべきであり、政府は真剣に財政再建に取り組むべきである¹⁸⁾。

【注】

- 1) 日本経済新聞 2013年1月29日朝刊6ページ。
- 2) 日本経済新聞 2013年3月22日朝刊5ページ及び4月6日朝刊2ページ。
- 3) ここで言う「六重苦」とは、「超円高」、「震災後の電力不足・電力価格高騰」、「高い法人税率」、「高い労働コスト」、「厳しい温暖化ガスの削減目標」、「自由貿易協定の遅れによる交易条件の悪化」を意味している。
- 4) 2012年秋以降に急速な円安が進んだことには自民党の政権復帰後に金融緩和が強化される可能性が意識されたことも関係している可能性があるが、主たる理由は同年9月にECB（欧州中央銀行）が南欧国債の無制限買入れを決定したこと、そして2012年末にアメリカの量的緩和の終了が視野に入り始めたことだと思われる。このように、円の為替レートには国外の要因も強い影響を与えており、日本の通貨当局が大胆な政策を実施すればいつでもそれを自在に操れるかのように考えることは誤りである。
- 5) 念のために付言すると、均衡為替レートの推計方法には国による貿易財の価格差を基準とする方法以外に、対外収支の不均衡を判断材料とする方法もある。たとえばある国の経常収支が極端な黒字ないし赤字である場合、「それを長期的に維持可能な水準へと調整するために為替レートがどれだけ変化するか」を考え、対外収支の目標値が達成された時点の為替レートを均衡レートとみなすのである。しかし一国の対外収支不均衡が顕著に拡大している時には政府の経済政策に大きな問題があることが多く、そうした問題を放置したまま為替レートの調整のみによって不均衡を解消しようとするとかえって経済を不安定化させてしまう可能性が高い。なお、米ビータソン国際経済研究所が主要国の対外収支均衡を同時に達成するという条件の下で各国通貨の均衡為替レートを試算しているが、それにおいても今日の円の実勢レートは均衡値より割安だと評価されている。これは過去数年間に日本の経常黒字が相当減少したとはいえ、日本の主要貿易相手国の中に大きな対外収支不均衡を抱える国が少なく、これらの国々の不均衡を解消する上で円高が進むことが有用だと評価されているためである（http://www.iie.com/staff/author_bio.cfm?author_id=44）。
- 6) 2013年版『日本再興戦略』参照。
- 7) 日本とアメリカのリスクなし金利がそれぞれ i と i^* 、円・ドルの直物レートと先物レートがそれぞれ 1 ドル = S 円と F 円だとすると、日本の投資家が手持ちの円資金をそのまま国内で運用した場合のリターンとドルに換えて運用した場合のリターンが同一となる条件は

$$\frac{F-S}{S} + i^* = i$$

である。図表6の上乗せ金利は

$$\left(\frac{F-S}{S} + i^*\right) - i$$

として計算される値であり、それが負の場合、円をドルに換えて運用する投資家が過剰な費用を負担していること、そしてドルを円に換えて運用する投資家が過剰な収益を得ていることを意味する。

- 8) 財務省と日銀はどの外国通貨とスワップを取り組んでいるかを公表していないが、そのほとんどが対ドル取引だと思われる。
- 9) 日本の外貨準備に関しては情報公開が乏しいが、財務省はサブ・プライム危機が発生するまで外貨準備の一部を米不動産公社債に投資していたようである（熊倉 2015a）。
- 10) 財務省は円とドルの需給関係の不均衡を少しでも改善するためにこうした取引を行っている主張するかも知れないが、それが最近の為替スワップ取引の主たる意図だとは考えにくい。円をドルに換えて投資する企業や民間金融機関のハンディキャップ解消が目的なら、為替スワップを取り組む代わりに手持ちのドルを預金の形で邦銀（やその海外支店・子会社）に提供してやれば済むはずである。しかし財務省は逆に2015年初頭から邦銀における外貨預金残高を大幅に引き下げている。
- 11) 熊倉（2015b）参照。
- 12) 正確には、為替レートや景気の変動はGDPに占める製造業の付加価値のシェアをただちに变化させるが、雇用には一定の粘性があるため、就業者総数に占める製造業のシェアは1～2年ほど遅延して反応することが多い。
- 13) 日本では実質GDPや工業生産高が少しでも減少すると政府や日銀に不況対策を求める声が上がりますが、近年は工業部門が縮小している上に労働人口が減少しているため、ゼロ成長ないしそれに近い状態を常態と考え、むやみに景気対策を行うことは控えるべきである。
- 14) Carlin & Soskice（2015）の11章及び15章を参照。
- 15) 最近ではECBも為替レートを意識して金融政策を行っているように見受けられるが、名目金利や為替レートの調整を通じてこの種の構造的な問題を解消することは不可能である。なお、本稿の執筆時点でユーロの実質実効為替レートはトレンドをやや上回る程度であり、円のように明瞭なアンダー・バリュエーにはなっていないと思われる。
- 16) 去る2月26～27日に上海で開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議において、ユーロ圏財務相会議議長から日本のマイナス金利政策が通貨安競争を招く可能性を懸念する発言があったと報じられたのに対し、麻生財務相と黒田総裁はそうした議論があったことを否定している（日本経済新聞 2016年2月28日朝刊）。事の当否はともあれ、今日の円の為替相場と日本の金融施策を客観的に観察する限り、諸外国の政策担当者間で日本の政策に対する不満の声が上がってもおかしくない状況にある。
- 17) 熊倉（2015c）参照。
- 18) 安倍首相は「経済成長こそが最善の財政再建策」という趣旨の発言をくり返して行っているが、長期的に持続可能な水準を超える経済成長なしに債務拡大を止めることができない政府の財政はすでに破たんしていると考えらるべきである（熊倉 2015c）。

【参考文献】

熊倉正修（2015a）「日本の金融通貨政策と財政ファイナンス」

『駒大経営研究』第47巻第3・4合併号
熊倉正修 (2015b) 『国際日本経済論—グローバル化と日本の
針路—』昭和堂
熊倉正修 (2015c) 「異次元緩和と物価の行方」『駒大経営研
究』第47巻第3・4合併号 (<https://www.komazawa-u>

[ac.jp/~kumakura/papers/papers-J.html](https://www.komazawa-u.ac.jp/~kumakura/papers/papers-J.html))
Carlin, Wendy and David Soskice (2015) *Macroeconomics:
Institutions, Instability, and the Financial System*, Oxford
University Press