



## 円高は「国益」か、あるいは「国患」か？

### 為替市場を徘徊する「神学論争」

「日本の国益に適うのは円高/円安のいずれだと思えますか」。為替調査を生業にするようになって、お客様から頻りに頂くご質問の一つである。「円高国益論」と「円安国益論」の対立は、昔から為替市場を徘徊している代表的「神学論争」の一つであり、時に「円高国患論」と「円安亡国論」の戦いに姿を変え、我々の目前に現れる。今回はこのテーマについて考えてみたい。

### 「円高国益論」時代の考え方

正直に告白すると、この「神学論争」に対する私の見解は、過去2回の変遷を経て現在に至っている。昭和63年にエコノミスト見習いになって最初の11年間ぐらいは、「円高国益論」を信奉していた。「自国通貨の価値向上は、国民にとって喜ばしいことで、為替は円高が良いに決まっている」というのが当時の考えだった。円安で国民の購買力が低下し、日本の交易条件が悪化することを喜ぶような気持ちには到底なれなかった。

円高になれば、海外からの天然資源の輸入代金は安くて済むし、海外旅行にも行き易くなる。円高になればドルに換算した日本の国内総生産(GDP)評価額も大きくなって、世界における日本経済の地位も上昇する。1ドル=79円75銭まで円高が進んだ平成7年4月当時など、内心とても嬉しく、「為替が1ドル=65円ぐらいまで円高になって、日米の経済規模が逆転するのを見てみたい」などと、本気で空想したりしていた。今から思えば、かなり無邪気な「ドル/円ウォッチャー」だった。

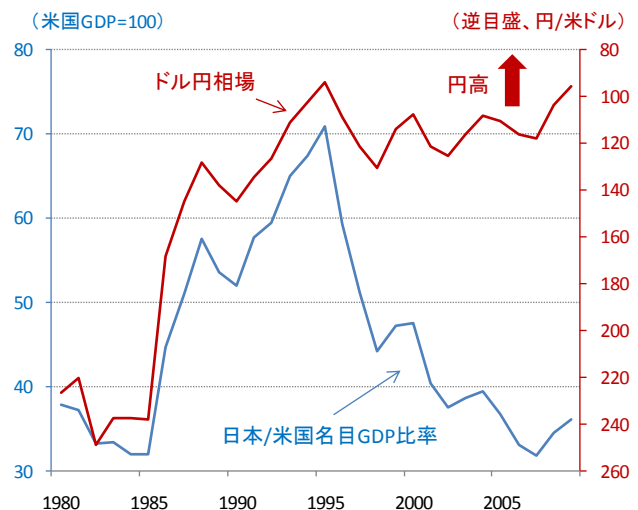
### 「円高国患論」時代の考え方

私が「円高国患論」に宗旨替えしたのは、今から10年程前だ。その頃から、為替が極度に円高に振れると、製造業の海外移転が進んで国内の雇用機会が減

少したり、輸出企業の業績が落ちて景気が悪化したり、安価な輸入品の氾濫で国内の農業や伝統産業が衰退するなどの悪影響によって生活が本当に苦しくなる人が沢山いるという現実を意識が向くようになった。様々な属性のお客様と直接対話し、「生の声」に接する機会に恵まれるようになったことが転機だった。

そうなるとう今度は、「日本は今後人口減で消費が伸びにくくなるので、円高になって輸入品が安く買えるようになって消費主導の大型景気拡大なんて難しい」、「内需が構造的に伸び悩むなら、円安気味の為替で輸出を含む海外売上を伸ばし、稼いだ外貨を少しでも有利なレートで円に換金した方が良い」という主張が、妙に心に響くようになった。以来、「過度の円高は日本の国患」であり、「為替は円安気味の方が国益に適う」という考えにしばらく傾斜した時期もあった。今から思えば、それもまた為替相場の観察者に必要不可欠な心理的平衡を欠いた状態だった。

日米名目GDP比率



(注) 日本/米国名目GDP比率は、為替レートベース  
ドル/円相場は年平均値  
(出所) IMF、ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



### 「為替」も「金利」も双方向に動くのが国益に適う

5年ほど前からその考え方を徐々に修正し、今は出来るだけ「心の平衡」を維持して相場と向き合うように自らを戒めている。当然のことだが、やはり為替は「時宜に応じて円高/円安の双方向に動く」のが最も自然で国益に適っているはずだ。そうでなければ、変動相場制にした意味がない。その時々々の経済情勢や相場水準とは無関係に一方にのみ動き続ける為替相場などあり得ないし、行き過ぎれば円高も円安も国益を害する。為替に限らず、「市場」とは本来そういうものである。

例えば、「金利」は「現在のお金」と「将来のお金」の交換価値であり、現在のお金の価値が上がる局面で上昇し、将来のお金の価値が上がる局面で低下する。自国通貨と外貨の交換価値である外国為替とは違いますが、お金の交換価値と言う点では似ている面もある。

金利は、高くなれば資金の貸し手や金利生活者に利益になる一方で、借金をして投資や消費に回そうとする側には不利益になる。金利が低くなる場合はその逆だ。金利は景気の実情に応じて上下動するのが自然な姿で、どちらか一方だけが国益に適うというものではない。過度の金利上昇は経済成長の阻害要因になるし、過度の金利低下は景気の過熱や資産バブル生成の温床となって、長期的な国益を損なうことになる。

為替も基本的には同じだ。円高/円安のどちらに動いても、各経済主体の利害は必ず交錯するので、どちらか一方だけが、国益あるいは国恵であり続けることはあり得ない。その時々々の経済実態に応じ、「国益に適う為替相場の水準」は時々刻々と動いているはずだ。

### 見解をまとめ易い「国益に適った金利水準」

ただし、非常に悩ましいのは、「国益に適う相場の水準」を推定する作業が、為替の場合は至難を極めるといふことだ。金利の場合、「景気に対し中立的な長期均衡水準」は、「当該国の潜在成長率」と「中央銀行が政策目標として設定する適正インフレ率」の合計として見

積もるといふ慣例が、有識者の中で概ね共有されている。その時の経済情勢に合わせ、「景気が過熱気味なら中立水準より高め、不況色が強ければ中立水準より低めの金利が適正」という議論の枠組みも、国際的にほぼ共通だ。従って、景気の現状認識が著しく違う場合を除き、「国益に適う金利水準」や「金利の方向感」についての見解が、極端に乖離することは稀である。

### 収束が難しい「適正為替水準」に関する議論

一方、為替の場合は、本稿第5号で指摘したように、「長期均衡水準」を見積もる作業自体が非常に難しい。このため、議論の出発点となる長期均衡為替水準が、論客により極端に違うという状況になりがちだ。また、対象国の景気診断も自他両国の組み合わせになるので、見解の相違が生じる確率が金利に比べ何倍も高い。そのため、長期均衡水準の見積もりが稀に一致した場合でも、現実の為替相場がそこからどの程度乖離すべきかについての意見は、やはりまとまり難い。

結果として、巷に流布している適正ドル/円レートに関する諸説には、1ドル=50円から150円ぐらいまでの天文学的な見解の相違が生じており、「国益に適う為替相場の水準や方向」に焦点を当てた議論をしても、建設的な形にならないことが多い。

### 「適正為替水準」の探索は市場に任せるのが最良

個人的な見解だが、折々の「適正為替水準」の探索は、基本的には市場に任せるのが最良だと思っている。勿論、市場が行き過ぎるリスクは常にあるので、時として何らかの為替安定化策が必要になる局面もあるだろう。ただし、その場合でもまずは口先介入等の間接的手法を優先し、市場への直接介入は極力避ける方が賢明だ。実弾による為替介入を実施する場合、厄介な「国益論」が国内外で錯綜し易いので、判断の正当性と施策の実効力を担保するためには、両国の合意による協調介入の形にするのが望ましいと言えるだろう。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com