



アベノミクスと円相場

JPモルガン・チェース銀行 債券為替調査部長

佐々木 融

昨年11月半ば以降、安倍自民党総裁（当時）が日本銀行に対する批判を強め、2%のインフレーション・ターゲットの導入を迫ると、円相場は下落をはじめ、結果的に短期間で大幅な円安が進行した。米ドル／円相場は11月半ばの79円台から3月半ばには96円台まで上昇し、この4ヶ月間の上昇率は20%を超えた。これだけ短期間に急激な円安を見たのは、1995年4月に当時の米ドル／円相場の戦後最安値である79.75円を付けた後、夏に向けて急激に反発した時以来である（チャート1）。

これだけの急激な円安が発生した背景に

〈目次〉

1. 市場の期待を維持し続けるのは難しい
2. あとは3本目の矢次第
3. 先に結果を約束したから市場は動いた
4. 貿易収支の赤字化では構造的な円安にはならない
5. 通貨安競争とは何なのか？

は、実は米国のリーマンショック、欧州周辺国の財政危機による市場の混乱がひとまず落ち着いていたところであったという、タイミングの良さも大きく影響している。実際、昨年6月にギリシャの2回目の総選挙で緊縮財政を支持する政党が勝利し、ひとまずギリシャがユーロから離脱するリスクが後退、加えて9月にECBが新しい債券購入プログラム（OMT）を導入すると、欧米株価は力強い上昇トレンドを見せ始めた。ただ、その中で日本は政治の不透明感もあり、株価が上昇せず、欧米に大きく遅れを取っていた。しかし、11月半ば以降、総選挙が行われ政権が交代するとの見通しが強まった事によって、日本の株価が世界の株価に追いついたのである。円は世界の中で有数の資本調達通貨であるため、世界の景気が好調な時に売られる傾向がある。つまり、安倍首相の登場が無くとも、元々円が売られ易い地合いにあったというタイミングの良さがあった事も事実なのである。

(チャート1) USD/JPY相場の推移



■ 1. 市場の期待を維持し続けるのは難しい

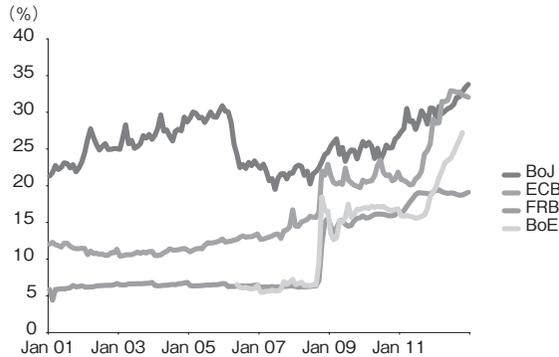
しかし、安倍首相の『デフレ脱却・円高是正』を目指すという力強いメッセージ、所謂『アベノミクス』に対する期待が市場を動かした事も事実である。日本経済全体にも高揚感が出始め、先行きに対する明るい見方も増えている。

ただし、やや心配なのは、安倍内閣の閣僚や自民党幹部までがこの市場の動きに満足してしまう事はないかという事である。市場は『アベノミクス』に対する『期待』で反応している部分が殆どである。という事は『アベノミクス』が市場の期待に応えられなければ、市場の動きは元に戻る。いや、もしひどく市場を失望させてしまったら、これまでの期待が大きかった分、もっとひどい仕打ちを市場から受けるかもしれない。忘れてはならない重要なポイントは、実は日本の実体経済の構

造はまだ何も変わっていないという事である。市場はインフレ率が大幅に上昇する事を既に織り込んでいるが、執筆時点での最新のデータである2013年1月の消費者物価前年比はマイナス0.3%と、実際にはデフレを脱却する兆しはまだ見えていない。

政治家であれ、誰であれ、実体の変化が伴わない中で、市場の期待だけを膨らませ続けておく事はできない。市場はすぐに次は何か、更に凄い話はないのか、と期待する。政治家は経済構造を変化させる事で市場の期待に応え続ける事はできるが、市場の期待はどんどん膨らむため、相当の覚悟とスピードを持って対応しないと市場はすぐに失望する。だから、当局者は本来あまり市場の動きを気にしているような素振りを見せてはいけないのだと思う。気にしている素振りを見せると、市場は気にしてくれていると感じて、期待に応じた対策を打ってくれるのではないかと先回りして動き、期待に応えてくれないと失望して反逆する。従って、当局者は市場の動きを

(チャート2) 各国中央銀行のバランスシート規模対GDP比



横目で見ても、「別に気にしてないよ」といった素振りを見せつつ、市場がポジティブな反応をするような、実体のある政策を打ち出していくというのが本来あるべき姿である。市場が思った通りの反応をしたからと言って、喜んだ素振りを見せてはいけない。当局者が喜ぶと、もっとそちらの方向に反応するような政策を打ってくれるのではないかと市場は期待する。これを繰り返し、かつ実体に変化しなければ、最後は必ず市場を失望させる事になり、逆襲を食らう事になる。

■ 2. あとは3本目の矢次第

『アベノミクス』は金融緩和、財政出動、成長戦略の「3本の矢」で『デフレ脱却・円高是正』という政策目標を達成しようとしている。しかし、「3本の矢」は特別に珍しい話ではなく、これまでもある意味ずっと行われてきた。今までは何故か簡単にポッキリ折れてしまっただけである。

まず、最初の矢は『大胆な金融政策』である。これに関しては『今までとは次元の異なる金融緩和政策』を進める事が黒田新日銀総裁に求められている。しかし、この言葉で市場は既にかなり大きな期待を抱いてしまっている。10年以上も前に世界に先駆けて量的緩和政策を導入し、既にバランスシートの対GDP比は米国の中央銀行であるFRBの倍近くにまで膨らみ(チャート2)、株まで購入し始めている日本銀行に、「次元の異なる金融緩和政策」を行う余地は実はあまり残っていない。だからと言って、「金融政策でできる事は限られている」と本音を言うてはいけない事はこれまでで学んだ。安倍首相も黒田新総裁も前向きな発言を続けるしかない。市場が既に予想しているような政策しか考えつかななくても、若干でも予想と異なる事をやって、「これは素晴らしく効果がある、次元の異なる金融緩和政策である」と言い続ける必要がある。ただ、心配なのは、この一本目の矢に過度に頼り過ぎる事である。一本目の矢

はかなり使い古されていて、それほど強靱なものではない。二本目、三本目の矢が無いと簡単に折れてしまう。

二本目の矢である『機動的な財政政策』には、そもそも市場はあまり期待していないだろう。政府債務残高の対GDP比が200%を超え、2014年度には消費税率の引き上げ、2015年度までに国・地方のプライマリーバランスの赤字の対GDP比を2010年度比半減させる事を目標にしているのであるから、景気回復・強い経済を取り戻すための措置としてこの矢に頼る事はできないのは明らかである。

こうなると、三本目の矢である『民間投資を喚起する成長戦略』が重要になってくる。安倍首相も施政方針演説でこの点に力点を置いた。日本の技術や文化・伝統の強みをもって世界に果敢に飛び込んでいく考えを示し、その中でTPP参加への意欲も示した。また、世界で一番企業が活躍し易い国を目指し、規制改革を進める必要性も訴えた。従業員の給与を引き上げる企業に対する税制優遇や、女性が働き易い環境を作り、また、持続可能な社会保障制度を創る必要性も訴えた。ただ、これらもそれほど目新しい施策という訳ではない。問題はこれがいつ実行され、実を結んでいくかどうかなのである。今までも同じような事が繰り返し主張され、殆ど進展がないまま時が経っている。

過去7年間で7回も首相が変わった日本ではそれも仕方がないであろう。もっと遡って1980年以降の30年以上の期間で見ると、

この間、3年間以上首相を務めたのは中曽根元首相と小泉元首相の二人だけである。こんなに頻繁にトップが変わる組織が非効率になるのは当たり前である。イタリア人にこの話をしたら、『まるでイタリアみたいだな』と笑われた。イタリアも1980年以降で3年以上首相を務めたのはクラクシ、ベルルスコーニの二人だけだ（ただし、ベルルスコーニは2回目に首相になった時は約5年、3回目に首相になった時は約3年半と間は空いているが、2回3年以上首相を務めている）。

民間投資を喚起するような構造改革や規制緩和、税制改正といった施策は実行や効果が出るのに時間がかかる。従って、アベノミクスにとっても『問題はこれがいつ実行され、実を結ぶのか』が問題だ、とは言っても、今年末までに全てが実行され、効果が出てくる事を期待できる訳ではない。しかし、今回も安倍内閣は短命に終わるのではないかとの見方が強まってくれば、結局、こうした時間を要する施策は実行されないとの見方が強くなるのは当然であろう。日本では政治の実行力と安定性が最も求められているのである。

■ 3. 先に結果を約束したから市場は動いた

2012年11月頃から急速に進んだ円安・株価上昇は、筆者にとって予想外の急激な動きとなった。市場の期待を高めるだけでこれほど市場が動くとは思っていなかった。もちろん、

(チャート3) 日本の消費者物価指数・前年比



前述の通り、世界の投資家が久しぶりにリスクテイク嗜好を強めた結果、そもそも円が売られ、株価が上昇し易い地合いにあった事も事実であるが、それだけでこれだけ短期間、かつ急速な動きとはならないであろう。

今回、為替・株式市場がこれだけ急速に反応したのは、安倍首相が結果を先に約束したからではないだろうか。これまでも、『金融緩和、構造改革、規制緩和を積極的に進めます』という事はどの政権も言ってきた事だろう。しかし、安倍首相がこれまでの首相と違ったのは、『金融緩和、構造改革、規制緩和を積極的に進めた結果、インフレ率を2%にする』事を先に約束したからと考えられる。日本の消費者物価指数前年比は、1993年から2012年までの20年間で2%を超えた事が2回しかない。1回目は1997年4月に消費税率を3%から5%に引き上げた後の数ヶ月間、2回目は原油価格が高騰した2008年夏の4ヶ月間である(チャート3)。過去20年間の毎月のインフレ率を平均すると前年比+0.2%程度

である。そんなところに前年比+2%のインフレ率を約束したのであるから、(後講釈ではあるが)市場が大きく反応したのも頷ける。

今回は結果を分かり易い形で示したが故に、市場が結果を先取りしているのである。本来は、金融緩和、構造改革、規制緩和が進み、民間投資や消費が喚起され、需要が強くなる。そして、需要が強くなると、企業収益が増え、企業経営者が先行きの収益にも一定の自信を持てれば、雇用者所得が増加する。そうなると、自然に物価は上昇し始める。通貨は物価の反対側の概念であるから、日本の物価が上昇を始めれば円安圧力が強まる。企業収益も増えるのだから、当然株価も上昇する。アベノミクスはこの最後の結果である物価上昇を明確に約束したので、『金融緩和、構造改革、規制緩和が進み、・・・雇用者所得が増加する』というところまでも一括して約束したような効果があった。もちろん、これ自体が悪い事ではない。良い結果を先に享受する事自体は問題ではないだろう。ただ、

良い結果を先に享受した後は、期待を実体に変えていかなければならない。

『デフレ・円高脱却』とは本来目標ではなく、金融緩和、構造改革、規制緩和が進み、民間投資や消費が喚起され、強い経済が戻って来た時の結果として起こる現象なのである。しかし、『アベノミクス』では物価が上昇するという結果を、先に明確に約束した。その結果、市場はその結果を先取りするように為替相場や株価に織り込んでいったのである。あとは、約束した事を実現できるか、できないかで市場の動きが決まってくるものと考えられる。

■ 4. 貿易収支の赤字化では構造的な円安にはならない

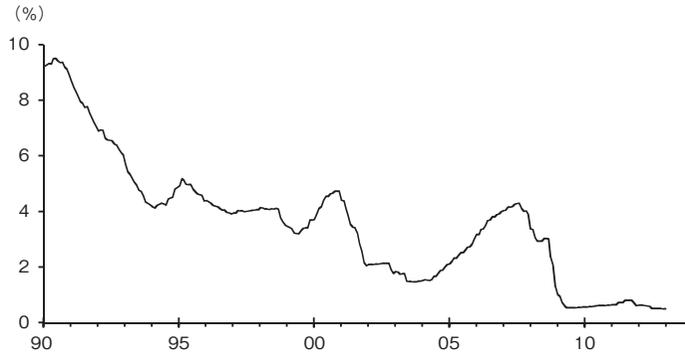
急速に円安が進んだ要因の一つとして貿易収支が赤字化してきた事を指摘する向きは多い。実際、2012年の日本の貿易収支（通関ベース）は6.9兆円の赤字と、前年の2.56兆円の赤字から急増し、1980年に記録した過去最大の貿易赤字額（2.6兆円）も軽く更新してしまった。貿易収支の赤字化が短期～中期の円安要因となるのは事実である。しかし、他の要因が全てそうであるように、貿易収支も短期～中期の為替相場の決定要因の一つではない。他の要因が円高方向に作用すれば、貿易赤字という円安要因が打ち消されてしまう可能性も十分にある。実際、米国の昨年1年間の財の貿易収支の赤字は7,353億ドル（1

ドル＝85円で計算すると63兆円）にも上る。日本の昨年の貿易赤字（6.9兆円）は対GDP比1.5%であるが、米国の昨年の財の貿易収支の赤字は対GDP比で4.7%にもなる。それでも昨年1年間で米ドル／円相場は12.8%も米ドル高・円安方向に進んだ。

繰り返しになるが、貿易収支の赤字化は重要な円安要因である。ただし、あくまでも短期～中期の円安要因である。一方、長期的な為替相場は基本的には物価上昇率の差によって大きく左右される。通貨の価値は常に物との比較で測られる。1本のボールペンの価値が100円という事は、日本の100円玉はボールペン1本と同じ価値があると皆が認めている事を意味する。米国で同じボールペンが1ドルなら、それは米国の1ドル札はボールペン1本と同じ価値があると皆が認めている事を意味している。日本がデフレ下にあり、ボールペンの価格が50円に下がったとすると、それは日本の100円玉の価値が倍になった事を意味する。なぜなら、100円玉があればボールペンが2本買えるようになったからである。この時、米国でボールペンの価格が変わらなかったら、100円玉は1ドル札より価値が高くなった事になる。だから円高・米ドル安となるのだ。

2012年末までの過去20年間で、米国の消費者物価指数は62%上昇した。一方日本の消費者物価指数はほぼ横這い（-0.3%）であった。つまり、1ドル札は100円玉に対して約60%減価しているのである。このように、日本の

(チャート4) 先進国の平均政策金利



物価上昇率がほぼ常に米国の物価上昇率を下回った状態が続いているため、米ドル／円相場は長期的に円高方向へのトレンドを続けているのである。従って、日本が貿易赤字になっても、日本のインフレ率が米国のインフレ率を下回る状態が続くようであれば、長期的な円高トレンドは変わらない事になる。貿易収支の赤字化により、短期～中期的には円安になり易くなるが、日本のインフレ率が上昇しないのなら、再び世界の金融市場がリスク回避志向を強めるリスクオフの状態になり、為替相場が調整色を強めた時、米ドル／円相場は再び70円台方向に大きく下落する事になる。

長期の事業計画等を考える上では、この点は非常に重要である。今後、日本のインフレ率が上昇しないなら、5年～10年単位の長期的視野で見て、米ドル／円相場が再び70円台に反落する確率はかなり高いままなのである。

■ 5. 通貨安競争とは何なのか？

世界の金融政策は異常な事態に陥っている。日本、米国、ユーロ圏、英国という世界の名目GDPの約6割を占める国の政策金利がゼロ・パーセント台となっている。つまり、世界全体でお金を借りるために掛かるコストは過去に例を見ないほど非常に安くなっている。J.P.モルガンが算出する先進国政策金利の加重平均値は昨年末時点で0.5%まで低下し、過去最低を記録している(チャート4)。ここまで金利が低下してきた結果、日本、米国、ユーロ圏、英国では金利の下げ余地が無くなってきており、今では金融システムに大量の資金を放出する政策まで行っている。

時折、こうした各国の動きを『通貨安競争』が行われていると懸念する向きもある。たしかに、どの国でも自国通貨が『適度に』弱い状態が好ましい。極端な金融緩和政策を続ける各国当局が、自国通貨を適度に弱くする効

果を期待していないと言えは嘘になるであろう。しかし、根本にある問題はもっと根深いところにあると考えられる。つまり、自国通貨を弱くする事が主な目的で現在のような金融緩和政策を行っている訳ではないという事である。

1990年代の日本のバブル崩壊、2000年代初の米国のITバブル崩壊、そして2008年の米国のリーマンショック、2010年以降の欧州周辺国債務危機と、世界経済は過去20年間様々なショックに晒されてきた。それに対応するために、各国とも巨額の財政出動を強いられ、結果的に債務残高が急増した。それにも拘らず、様々なショックが世界経済に与えた影響は大きく、未だに需給ギャップが埋められない状態が続いている。もっとも、各国とも財政支出の余力が小さく、寧ろ財政再建への取組みを進めている状況であるため、金融政策にそのしわ寄せが来ていると考えられる。

一般的には金融政策が緩和的になればなるほど、通貨に対してはマイナスの影響があると考えられるため、各国が金融緩和を強いられている状況が通貨安競争と呼ばれている。もっとも、これは主眼が通貨を安くする事に置かれているのではなく、上記のような状況により、国内状況を勘案すると他に選択肢が無い状況にあっての行動だと考えられる。しかし、極端な競争になるような形では続かない。何故なら、各国とも金融緩和策か自国通貨安が効果を発揮してインフレ率が上昇し始めたら、この政策を終了する事になるからで

ある。そして、その時、各国が気にし始めるのは自国通貨が過度に弱くならないかどうかとなる。繰り返しになるが、自国通貨は『適度に』弱い状態が好ましい。通貨危機はいつも通貨が極端に弱くなる事によって発生するのである。

