

急激な円高はなぜ発生したのか

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■大方の予想を裏切る円高

昨年、1ドル125円の円安局面があり、多くのエコノミストは今年も円安傾向を予想していた。今年に入って、突如として、円高ドル安が進み始め、一気に100~110円に達した。

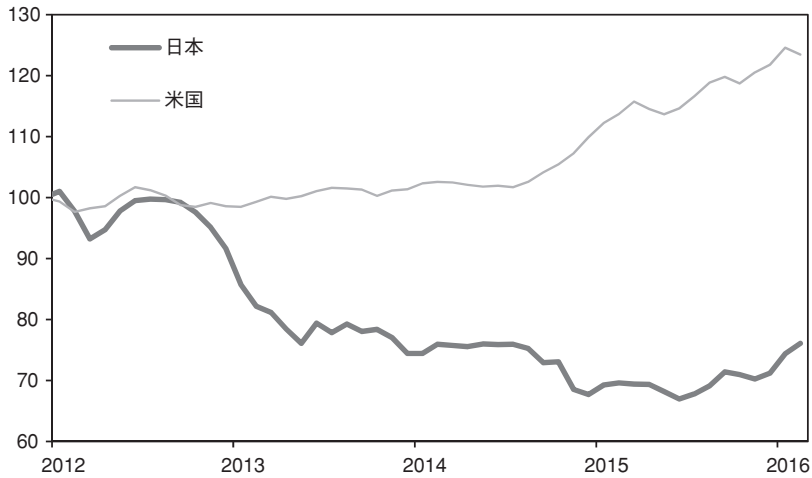
その主たる理由は、米国の利上げ期待の後退であったと見られる。これは、米国の経済成長率が2%前後と低迷し、かつ世界の金融市場が不安定な動きをしたため、FRBイエレン議長が当初想定していた利上げペースをスローダウンすると述べたことの影響が大きい。

為替レートは、ドルと円など2通貨間のレートを指すが、(名目)実効為替レートは、相対的な通貨の実力を測るための指標である。円の実効為替レートであれば、円と対象となるすべての通貨の相対指標となる。対象通貨を貿易額等で加重して、算出される。

実効為替レートは、確かに、過去1年間は、円高ではあるものの、同時にドルも趨勢としては強い。つまり、実際には、円高とドル高が同時に発生しているのである。今年に入って、これまで大きく上昇したドルがやや調整しているとも言える。

そこで、円ドル相場ではなく、通貨の実力を表す円の実効為替相場を分析し、今後を占うこととする。

(図表1) 円とドルの実効為替相場の推移



(注) 2011年末=100。

(出所) FRB、日本銀行、シティグループ証券

2010年代の円安の理由

かつて、日本では、「失われた10年」という言葉があった。1990年のバブル崩壊後、日本経済が1990年代の10年間もの長期不振に喘いだことを指すものだ。しかし、10年どころか、20年を経ても、日本経済は復活の兆しを見せていない。ついに、バブル崩壊後、四半世紀（25年間）が過ぎてしまった。つれて、円が世界最強通貨であった時代は終わりを告げた。

円ドル相場は、2007年の124円から2011年の75円の史上最高値まで、約4年間で50円近くも急騰した。この主因は、リーマン・ショック、東日本大震災に起因するリスクオフだった。それ以外に、日米金利差縮小、日米経常収支不均衡縮小といったファンダメンタルズ要因があった。リスクが高まった時に、円高になるのは、最近のギリシャや中国のリスク台頭にも通じるものがある。

その後、円ドル相場は、2015年には2007年の水準に近い125円まで下落した。これは、前述のようにドル高が主因だが、極端な円高の修正という側面も強い。つまり、2011年の75円が異常な円高だったので、元に戻ったとも考えられる。そして、世界的な危機が収まり、リスクオンになった。

整理すると、2011年の75円から2015年の125円までの円安は、以下が主な理由だ。

1. 構造的なドル高（経常赤字の減少、米国の相対的な高成長率と高金利）
 2. 極端な円高の修正（75円の史上最高値の反動、危機の収束）
 3. 日本のファンダメンタルズの変化（日本の強力な金融緩和と経常黒字の急減）
- しかし、これらの条件にやや変化が見えつつある。

■日本の経常黒字が急増し始めた

日本のファンダメンタルズ要因の最大の変化は、経常黒字が、再度、急増しつつあることだ。経常黒字のピークは、2007年の25兆円だったが、2014年には3兆円まで減った。しかし、2015年の経常黒字は16兆円に増えた。そして、2016年には20兆円に達する見通しである（注）。

リーマン・ショック後の経常黒字急減の主因は、貿易収支の悪化だった。2011年から、原油など鉱物性燃料の価格上昇、震災や世界景気悪化の影響で、貿易赤字に転じた。原発事故の影響で原発がすべて運転を停止したため、火力発電の燃料である液化天然ガスを中心に、輸入が拡大している。

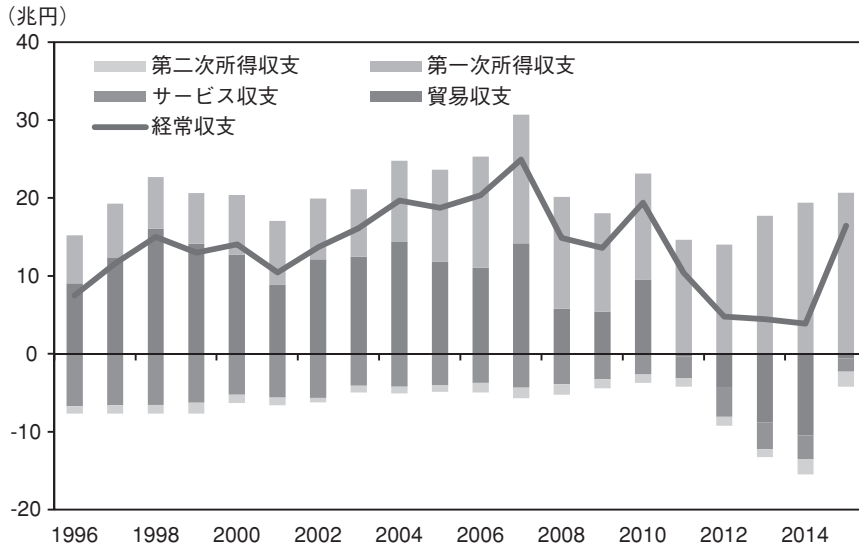
ところが、2015年から、原油価格低下、海外からの利息・配当収入の拡大、円安などによる訪日外客数の増加によって、日本の経常黒字は増加し始めている。最も大きいのは、貿易収支の改善だ。原油の輸入額減少、海外景気の緩やかな回復による輸出増によって、貿易赤字は急速に縮小しつつある。原発も稼働し始めたので、エネルギー輸入の絶対量も減ることだろう。

第一次所得収支の黒字拡大も大きく貢献している。海外の日本企業の現地法人の業績好調で、利益の再投資分と配当が大きく増えている。サービス収支は、旅行収支の黒字転化、知的財産権等使用料の増加のおかげで、赤字が減った。第一次所得収支の黒字拡大とサービス収支の赤字縮小は、いずれも構造要因であるため、長期的に経常黒字は拡大を続けるだろう。

最も注目すべきは、「インバウンド」である。アベノミクスの成長戦略は、一般に評価は低い。しかし、ビザ発給条件の緩和や外国人旅行者向け消費税免税制度が大きな効果を現して、観光立国構想は大きな成果を見せている。

昨年の訪日外国人数は1,974万人、消費額は4兆円だった。今年に入って、世界景気の低迷、中国株や人民元の下落、円高と、環境は厳しくなっているにもかかわらず、訪日数

(図表 2) 日本の経常収支の推移



(出所) 財務省、シティグループ証券

は前年比40%以上と高水準で増加している。

安倍内閣は、2020年の訪日外国人数を4,000万人、消費額は8兆円を目指す目標を掲げた。つまり、5年間で倍増以上を狙う野心的な目標だ。「そんなことができるのか」という疑問がわくが、大きな環境変化がない限り、比較的容易に達成できるのではないか。

今年の訪日中国人数は500万人（前年比倍増）だった。これは14億人の人口の0.4%にも満たない。つまり、「中国人の爆買い」と言われるが、まだ、中国人全体でみればほんのわずかしか来ていないのだ。仮に、人口の1%が来れば1,400万人になる。訪日人数における中国の構成比は25%だが、消費額では41%を占める。これは、本物の「爆買い」はこれから本番であることを示す。これらによって、経常収支の黒字拡大が予想される。

■ 財政赤字と為替相場はほとんど関係ない

次に、構造的な円安要因として挙げられることの多い日本の財政赤字を分析する。日本の財政赤字の規模は大きく、財政赤字対GDPは世界でも最高の水準にある。財務省によると、国債および借入金現在高は、2000年度末の538兆円から2014年度末には1,053兆円まで2倍に増加した。このため、財政危機が発生して、その結果、大きく円安になるリスク

(図表 3) 訪日外国人客数の推移 (千人)

年	中国	前年比	構成比	全体	前年比
2006	812	24.3%	11.1%	7,334	9.0%
2007	942	16.1%	11.3%	8,347	13.8%
2008	1,000	6.2%	12.0%	8,351	0.0%
2009	1,006	0.6%	14.8%	6,790	-18.7%
2010	1,413	40.4%	16.4%	8,611	26.8%
2011	1,043	-26.2%	16.8%	6,219	-27.8%
2012	1,425	36.6%	17.1%	8,358	34.4%
2013	1,314	-7.8%	12.7%	10,364	24.0%
2014	2,409	83.3%	18.0%	13,413	29.4%
2015	4,994	107.3%	25.3%	19,737	47.1%
2016	974	66.4%	26.0%	3,743	43.7%

(注) 2016年は1 - 2月累計。

(出所) JNTO、シティグループ証券

が指摘されている。

確かに、日本が財政破綻すれば、円安になるだろう。しかし、今後、数年のうちに、日本が財政破綻する可能性はほとんどないだろう。

そもそも、歴史的に財政赤字の規模と為替相場はほとんど関係ない。政府の年間財政赤字が最も大きかったのは、2009年度の52兆円だ（21世紀に入って30兆円台が多い）。リーマン・ショックや東日本大震災の影響で、この前後は、財政赤字が大きく膨らんだ。ところが、円相場は2007年から2011年まで急騰して、史上最高値を記録した。つまり、財政赤字は急増したが、円は急騰したということだ。

2011年から2015年まで、大きく円安になった。その間、景気回復で税収が増えて、財政赤字は減った。つまり、「財政赤字増=円安」ではなく、「財政赤字減=円安」なのだ。

これは偶然ではない。今後も、「財政赤字増=円高」のパターンとなるだろう。世界的な危機は、リスクオフなので、円高要因だ。世界的な危機とリスクオフは、世界的な景気悪化が背景にある。それに円高が加われば、国内景気は悪化し、税収は減る。その結果、財政赤字が増える。これが、財政赤字増と円高が同居する理由だ。

■ 日本政府は借金も多いが資産も大きい

財政破綻懸念の歴史は古い。1997年の財政構造改革会議で、橋本龍太郎首相（当時）は、「財政再建は、もはや一刻の猶予も許されない。今のままの財政構造を放置し、いたずら

(図表4) 国の連結貸借対照表

〈資産の部〉	FY13	FY14	〈負債の部〉	FY13	FY14
現金・預金	49.4	73.0	政府短期証券	99.1	96.5
有価証券	309.3	348.5	公債	661.8	716.0
たな卸資産	5.6	5.3	独立行政法人等債券	48.5	49.0
未収金等	13.9	13.8	借入金	36.6	36.0
貸付金	183.3	184.1	郵便貯金	175.3	175.7
有形固定資産	266.0	268.1	責任準備金	105.4	103.3
無形固定資産	1.2	1.2	公的年金預り金	115.8	117.3
出資金	14.6	15.9	退職給付引当金	14.8	13.2
その他の資産	19.8	22.2	その他の負債	56.9	64.4
資産合計	863.1	932.1	負債合計	1,314.2	1,371.5
			資産・負債差額	-451.0	-439.4

(出所) 財務省、シティグループ証券

な財政赤字の拡大を招けば、我が国の経済・国民生活が破綻することが必至である」と述べている。これは、現在の財政破綻懸念論者の主張とほぼ同じだ。

しかし、20年近くたって、経済・国民生活は破綻していない。財政危機も起きていないし、円や国債の暴落も起きていない。このように、「財政赤字増=円安」説は誤りであることは歴史が証明している。それでは、「財政赤字増=円安」論者は、何を根本的に見誤ってきたのだろうか。

財政破綻論者が、根本的に見誤っているのは、「日本政府は借金も多いが、同時に資産も大きいので、実質的な借金は見た目ほど大きくない」ということだ。そして、資産のうち半分前後は、流動性の高い金融資産を豊富に持っている。このため、借金から金融資産を差し引いた実質的な負債は、イメージよりも小さい。

最も大きい政府保有金融資産は、公的年金だ。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用資産が133兆円計上されている(2014年度)。連結貸借対照表では、有価証券として表示される。負債は、公的年金預り金であり、ほぼ同額だ。

次に大きいのが、主に米国債で構成される外貨準備129兆円だ(有価証券349兆円に含まれる)。これに対応する負債は、政府短期証券だ。つまり、国債を発行して借金をし、それで主に米国債を買っている。

つまり、公的年金と外貨準備は、いずれも借金をして、金融資産に投資しているのだ。借金の反対側に金融資産が十分あるので、これらは実質的には借金ではないとも言える。

政府系機関などに対する貸付金は184兆円あるが、これは原則として税金で返済するものではない。出資金66兆円は、政府機関を民営化すれば、売却可能な株式になるものも多

く含む。かつて、政府は、国鉄、専売公社、電電公社、石油公団などの民営化により債務を削減した成功例がある。よって、これもすべてが借金とは言えない。

「実際には、多くの金融資産は売却が困難」との指摘がある。また、政府資産の削減による歳入捻出構想を、「霞ヶ関埋蔵金伝説」と称してまで揶揄する批判もあった。しかし、実際には、多くの政府保有金融資産が売却されており、こうした批判は、誤りであることが証明されている。JR、NTT、JTなど政府保有株式売却額累計は22兆円だ。金融資産売却を含む政府税外収入は、2008年度から2014年度まで、合計55兆円に達している。

これが、過去20年間にわたって、財政破綻すると言われていたにもかかわらず、一向に破綻しない理由だ。

■ 財政危機は短期間で収束する

そうは言っても、世の中、何が起こるかかわからないので、何事も頭の体操をしておくに越したことはない。テールリスクとは、発生する確率は低いが、実際に発生した場合の影響が甚大な事象を指す。そこで、大きな円安と大きな円高をもたらすテールリスクを、それぞれ検討する。

大きな円安をもたらすテールリスクとは、日本の財政破綻だ。日本が、財政破綻した場合、国債の債務不履行が発生するだろう。これは、国債の元本と利息が支払われなくなることを意味する。その場合、銀行の資本不足が発生し、政府が公的資金を注入することとなるだろう。そして、それが、政府の財政をますます悪化させる。

この場合、株安、国債下落（長期金利上昇）、円安のトリプル安となることが考えられる。そして、ギリシャなどのように、日本はIMF管理下で財政再建を実行する可能性がある。日本が、IMFの管理下になれば、これまでのIMFが介入した国同様、厳しい歳出削減、増税と政府資産売却の3点セットが待っている。具体的には、公務員数の削減、公務員給与の削減、年金支給開始年齢の引上げ、年金支給額の引下げ、消費税率引上げ、政府資産売却などが想定される。

もちろん、財政破綻しない方がいいに決まっている。しかし、公務員給与や年金支給額の削減などは、日本自ら実行できないのではないか。そうであれば、IMFに依存するしかない。

IMFは、経済危機から国を建てなおす名医だ。アジア危機（1997年）、ロシア危機（1998年）、ユーロ危機（2012年）などのように、大きな危機を比較的短期間で解決してきた。

これは、①これらの通貨が大きく下落して国際競争力が増した、②IMFの指導が適切だった、が主たる理由だ。

確かに、IMFは名医なのだが、その手術は少々荒っぽい。短期間で終わるのはいいが、手術を受けた国の痛みは大きい。インドネシアやギリシャのように、IMF介入が政治的な混乱を生み、結果的に政権交代につながった例もある。

世界の通貨危機や財政危機が長く続いた例はない。いずれも、せいぜい2年程度で収束した。日本の財政危機が発生したとしても、それは比較的短期で収束する可能性が高い。ただし、短期的には経済成長率は大きく落ち込み、かつ、大きく円安になると考えられる。

日本にとって参考になるのは、アジア危機より随分前に起こったポンド危機(1976年)だ。当時の英国の経済不振は、英国病と呼ばれ、ポンドが大きく下落した。財政赤字が膨らんだところに、第一次石油危機(1973年)が直撃した。このため、財政危機が通貨危機に転化した。ポンド防衛のために、英国は、IMFに緊急融資を要請した。IMFは支援の条件として、社会保障の縮小、政府資産売却など厳しい財政再建策の実行を迫った。その後ポンドは回復に向かった。

これらを本格的に実行したのが、1980年代の保守党マーガレット・サッチャー政権だった。サッチャー首相は、「小さな政府」路線を推し進め、英国経済を復活させた。サッチャー政権の経済政策の成功のポイントは、政府系企業の民営化と政府資産の売却だ。中曽根政権や小泉純一郎政権が成功させた「民でできることは民へ」を実行したのだ。それ以降、英国は財政危機に陥ったことはない。

財政破綻すれば、一時的に、円安になるだろう。しかし、時間を経て、円安は貿易収支や所得収支の黒字を大きく増やすことになる。トヨタ自動車など国際競争力の高い企業の利益は大きく増えることだろう。結果として、日本の経常黒字が急増し、経済成長率が急回復しよう。

ただし、直ちに財政危機が到来しないにせよ、財政赤字問題は早急に解決しなければならないことは疑いない。日本が、IMFの管理の下に改革を迫られるのではなく、自らの意思で早期に抜本的な財政改革を実行せねばならない。

■世界的に危機の火種は多い

一方で、大きな円高をもたらすテールリスクは、バブル崩壊に伴うリスクオフだ。危機発生はリスクオフ要因であり、同時に円高要因となる。

過去の例では、1990年日本のバブル崩壊、2000年ITバブル崩壊、2008年リーマン・ショックなど、およそ10年に一度の間隔で、バブルが発生し、そして崩壊した。世界の景気と株式相場のサイクルの期間は、平均して5～10年となっている。よって、2010年代後半に景気や株式相場の転機が訪れてもおかしくない。

景気も、株式相場も、為替相場も、必ずサイクルがある。リーマン・ショック後、世界の景気と株式相場の底は2009年だった。世界の株式相場（MSCI）は2009年安値から2015年高値まで3倍に上昇した。これは、過去の上昇相場と比較しても高い。

大きく上がった株価やドル円相場が、一旦崩れると、急落する。1990年バブル崩壊、1998年金融危機、2000年ITバブル崩壊、2008年リーマン・ショックと、過去、株価が下がる時に、ゆっくり下がったことは一度もない。

同様に、1971年ニクソン・ショック、1985年プラザ合意、1995年自動車摩擦、2008年リーマン・ショックと、過去、円高に転じた時に、ゆっくり円高になったことは一度もない。その場合、再度、1ドル100円突破の円高が起こることもあろう。

問題は、どのようなバブルが発生し、そして崩壊するのか、ということだ。現在は、世界的に危機の火種は数多い。ギリシャ危機、中国株の乱高下、エネルギー価格下落、ロシアやブラジルなど新興国経済の不振などがそれらの代表例だ。リーマン・ショック時同様、リスクオフは円高要因だ。次の危機発生時も、強烈な株安と円高が同時に発生する可能性が高い。

■ 極端な円高は想定しづらい

1971年に1ドル360円であった円ドル相場は、2011年には75円という史上最高値を付けた。上述のような円高圧力があるものの、同時に、ドル高要因もある。このため、かつてのような極端な円高にはならないのではないかと。

長らく低迷し続けたドルは、2010年代に入って、上昇に転じた。その主な理由は、以下の通りだ。

1. 米国の経常収支が急速に改善している。
2. 主要先進国の中で米国の経済成長率が最も高い。
3. 主要先進国の中で金利水準が相対的に高く、かつ最初に利上げを実施する見通しだ。

米国は、世界最大のGDPと金融市場を持つ。金融市場は、規制と監視が世界でも最も厳しく、結果として、透明性が高い。しかも、カントリーリスクが低い。元々、ドルは基

(図表5) 主要30通貨の対円相場騰落率

国	過去1年 (%)	国	過去1年 (%)
1 チェコ	1.3	16 ノルウェー	-8.6
2 日本	0.0	17 台湾	-8.9
3 スウェーデン	-0.4	18 フィリピン	-9.0
4 デンマーク	-0.4	19 英国	-9.2
5 ユーロ圏	-0.6	20 韓国	-9.2
6 イスラエル	-0.7	21 中国	-10.1
7 ポーランド	-4.6	22 マレーシア	-11.2
8 シンガポール	-4.6	23 インド	-11.7
9 ハンガリー	-4.9	24 タイ	-13.2
10 スイス	-5.2	25 ニュージーランド	-13.3
11 オーストラリア	-5.7	26 トルコ	-13.7
12 米国	-6.3	27 ブラジル	-16.6
13 香港	-6.4	28 メキシコ	-17.2
14 インドネシア	-7.5	29 ロシア	-18.6
15 カナダ	-8.6	30 南アフリカ	-23.0

(注) 2016年3月末時点。2015年GDP上位3ヵ国太字。

(出所) ブルームバーグ、シティグループ証券

軸通貨であるだけに、経常収支改善、成長率回復、金利引上げの3条件が整えば、米国に世界のマネーが流入しやすい。

過去1年間の対円相場騰落率（今年3月末時点）では、主要30通貨中円が2位、ドルは12位である。つまり、円高、ドル高なのだが、円の方が上昇率は高いということである。そして、新興国通貨や資源国通貨が弱いと言える。

21世紀に入って、最も円安ドル高水準だったのが2002年の135円、最も円高ドル安水準だったのが2011年の75円である。つまり、中間点は105円である。歴史的には円高というよりは、現在の相場は均衡点に戻ったということかもしれない。当面は円高含みではあるものの、やがてはドルの底力が発揮されることとなろう。結論として、為替相場はボックス圏で推移することとなろう。

(注) Willem Buiter, "Global Economic Outlook and Strategy", Citi Research, March 23, 2016, p.17

