

2011年12月13日 全22頁

## 経済社会研究班レポート - No.6 -

## ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには

経済調査部 経済社会研究班

神田 慶司<sup>1</sup>鈴木 準<sup>2</sup>

## ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目でみた円高対策が必要

## [要約]

- 2011年8月にS&P<sup>3</sup>が米国債を格下げしたこともあり、世界の基軸通貨として利用されてきたドルの信認が揺らいでいるようにも見える。そこで、本稿ではドルの基軸通貨体制の持続可能性と日本経済に与えてきた影響について検討し、日本経済が長期にわたって苦しんできた円高・デフレをどのようにしたら解消できるのかについて為替制度の観点から提案したい。
- 世界で行われている莫大な経常・資本取引の多くをドルに依存している経済・金融構造の中で、ドルの信認が低下しても突然ドルを使うことをやめることは現実的でない。各国がドルの不使用を進めれば、為替取引のコストが急増してしまうからだ。他方、取引量の多いユーロは通貨の安定に問題を抱えていて解決の目処が立っていない。人民元は取引量が乏しく、資本取引も自由化されていないので現時点では受け皿にはなり得ない。ドル基軸通貨体制は、信認低下による趨勢的なドル安を伴いながらも続いていくと思われる。
- 米国は基軸通貨国として守るべき義務を十分に果たしていないため、趨勢的なドル安が見込まれる。それを前提にすれば、ドル基軸通貨体制が続くことは、他国に比べてフロー・ストックの両面でドル安に脆弱な構造を持っている日本にとって決して好ましいことではない。変動相場制が持つ過度な変動は直接的に日本経済を悪化させるだけでなく、輸出企業がドル安（円高）でもコスト競争力を維持しようと名目賃金の伸びを抑制するという間接的な効果をもたらしている。そうした企業行動は内需の低迷とデフレ圧力を引き起こし、さらなる円高に繋がるという悪循環をもたらしている。
- 日本が行き過ぎた円高を解消していくには、変動相場制の過度な変動を抑制するルールを各国間で形成する努力が必要ではないか。また、アジアや欧州などの経済発展に日本が積極的に関与し、同盟国である米国に対して間接的に基軸通貨国としての規律を促すことも有効だろう。さらに、日本の製造業が販売価格の下がらないようなモノ作りや下げずにすむ販売方法を目指すことも大きな意味を持つと思われる。

<sup>1</sup> 大和総研エコノミスト（経済調査部 課長代理）

<sup>2</sup> 大和総研主席研究員（経済調査部兼調査提言企画室 担当部長）

<sup>3</sup> S&Pは金融商品取引法上の無登録格付機関である。

## 1. はじめに

2011年8月、米民間格付け会社であるスタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ(S&P)<sup>4</sup>は、1941年の国債格付け業務開始から初めて、米国債の長期格付けを最上位の「トリプルA」から「ダブルAプラス」へ引き下げた。格下げによって国債の信用力が低下し、いずれドル基軸通貨体制は崩壊へ向かうのではないかという懸念が囁かれたが、格付け後の長期債利回りは上昇することなく、足下でも低水準で推移している。しかし、米国は慢性的な経常赤字や1兆ドルを超える財政赤字を抱えており、世界の基軸通貨として利用されてきたドルの信認が揺らいでいるようにも見える。

本稿ではまず、ドルの基軸通貨体制の持続性について考える。基軸通貨とは高い流動性や安定した通貨価値の提供、共通の価値尺度といった機能を持つ中心的な国際通貨である。基軸通貨となるにはいくつかの条件を満たす必要があるが、次世代の基軸通貨候補であるユーロや人民元はその条件を現時点ですべて満たしているわけではない。また条件を満たしたとしても、これまでの米ドルを用いる習慣や取引コストの低さからすぐに基軸通貨が変わる可能性は低い。さらに、ドル需要を支えるアジアは輸出主導・米国依存の経済構造を変えない限り、米国債を含むドル建て債権の主要な需要者であり続けると考えられる。すなわち、ドルの基軸通貨体制は今後も続くだろうということを述べる。

次に、ドルを中心とした変動相場制が続くことが、日本にとって決して好ましいものではないということについて述べる。米国が基軸通貨国としての義務を十分に果たしていないことがドルの信認を低下させ、趨勢的なドル安を招いていると考えられるからである。それに加え、変動相場制が持つ過度な変動は直接的に日本経済を悪化させるだけでなく、企業が輸出競争力を維持するために名目賃金の伸びを抑制するという間接的だが重大な悪影響をもたらしている。また日本は他の主要国に比べてフロー・ストックの両面でドル安に脆弱な構造を持っているため、ドル安による悪影響が他国よりも大きい。

最後に、これまでの経緯を踏まえて日本が行き過ぎた円高を解消していく方法について提案する。具体的には、変動相場制の過度な変動を抑制するルール作りや、他国の経済発展に関与することで米国に対して基軸通貨国としての規律を間接的に促すことが考えられる。さらに、日本の製造業には、販売価格が下がらないようなモノ作りや下げずにすむ販売方法を目指すことを求めたい。

## 2. ドル基軸通貨体制は変わらない

### 2.1 基軸通貨と基軸通貨国の条件

現在の国際通貨体制がドルを基軸とした変動相場制であることは誰もが知っている。しかしながら、なぜ基軸通貨が必要なのか、なぜドルが基軸通貨であり続けているのかということに関しては、未だに十分な理解が得られていないように思える。ドル基軸通貨体制の持続性を考える上で重要な点であるため、まず基軸通貨と基軸通貨国の条件について整理したい。

<sup>4</sup> S&Pは金融商品取引法上の無登録格付機関である。

## 為替市場の効率性を高めることが基軸通貨制に繋がる

国際間の経常取引や資本取引を拡大させていく上で、基軸通貨は重要な役割を果たしている。基軸通貨が存在せず、二国間の為替市場がそれぞれ独立に存在する極端なケースを想定すると、流通している通貨の組み合わせの数だけ為替市場が必要になる。具体的に計算すると、世界各国で発行されている通貨は約 200 種類あると言われているので、2 万弱（ $=200 \times 199 \div 2$ ）の為替市場が必要になる。これだけ多くの市場が存在したのでは、中には通貨取引量が少なく値決めが難しい市場も出てくるため、すべての為替レートを整合的、効率的に決定することは非常に困難である。そこで、どの通貨に対しても為替レートが決まっている中核的な通貨、すなわち基軸通貨が存在すれば、約 200（厳密には通貨数 - 1）の為替市場と非基軸通貨間の裁定取引によってすべての為替レートを整合的に決めることができる。このように、基軸通貨があると市場の数が少なくて済み、1 つの通貨に取引が集中することで為替取引コストが低下するため、利用するすべての国にメリットが生じる。世界政府や世界中央銀行が存在しない現実的な世界では、基軸通貨を認めることが効率的な選択となる。

## 国際通貨の 6 つの役割

ただし、どの通貨にも基軸通貨の資格があるわけではない。国際的な取引において当事国以外で発行された通貨が決済で使われるためには、その通貨は高い流動性や安定した通貨価値の提供、共通の価値尺度といった機能が求められる。つまり、貨幣の持つ 3 つの本源的な機能が国際的な取引においても有効な「国際通貨」でなければならない<sup>5</sup>。その国際通貨の中でも、さらに中核的な通貨が基軸通貨である。クルーグマン[1984]によれば、貨幣の持つ機能を民間部門と公的部門に分けると、国際通貨には 6 つの役割がある<sup>6</sup>（図表 1）。

図表 1 国際通貨の 6 つの役割

	民間部門	公的部門
交換手段 Medium of exchange	媒介通貨 Vehicle	介入通貨 Intervention
計算単位 Unit of account	貿易建値通貨 Invoice	基準通貨 Peg
価値保蔵 Store of value	資産通貨 Banking	準備通貨 Reserve

（出所）P. Krugman (1984) “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect.” より大和総研作成

ドルを例に挙げて説明すると、米国と関係ない二国間取引において、米国の通貨であるドルが決済や貿易建値通貨（インボイス通貨）として広く使用されている。また原油や金などの商品価格はおおむねドル建てで取引されている。中央銀行などの公的部門に目を向けると、外貨準備は換金性が高く多額の取引を行っても市場に影響を与えにくいドルで保有されていることが多い。アジアの一部の国や中東諸国などでは、金利調節や為替介入を行って自国通貨とドルとの為替レ

<sup>5</sup> 貨幣には交換手段、計算単位、価値保蔵の 3 つの機能がある。一般的に各国で使用されている貨幣は法定通貨（国が交換を義務付けた通貨）であり、国内取引においてはこれらの機能を発揮できる。しかし、海外との取引となれば相手国に交換義務がないため 3 つの機能を発揮できない可能性がある。そのため、お互いに使用を認める国際通貨が必要となってくる。

<sup>6</sup> Paul Krugman (1984) “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect.” *Exchange Rate Theory and Practice*, pp. 261-278

トを一定割合で保つドル・ペッグ制が採用されている。

#### 基軸通貨国になる条件

こうした役割を担える基軸通貨（国際通貨）は、世界中の誰もが将来にわたって信頼できる、流動性の高いものでなければならない。金と異なり、紙幣自体には額面ほどの価値がないため、その通貨を発行する国の力や金融市場の厚みなどが基軸通貨国に求められる条件となる。その条件は厳密に定義できるわけではないが、先行研究を参考に具体的に挙げると、①経済規模や貿易規模が十分大きい、②強力な軍事力や安定した政治力を持つ、③厚みのある発達した金融市場がある、④通貨の価値が安定し交換性（強制通用力）が確保されている、などである。

#### 米国はブレトンウッズ体制から基軸通貨国へ

米国が現在のような基軸通貨国となったきっかけは、第二次世界大戦後に構築されたブレトンウッズ体制であった。同体制により、ドルは金と1オンスあたり35ドルの固定価格で交換できる唯一の通貨となり、ドル以外の通貨はドルを通じて金と結び付けられた金為替本位制が確立した。ドルがそのような地位になったのは、当時の米国が金準備の約7割を保有し、圧倒的な経済力・軍事力を持ち、経常黒字・資本輸出国であったことなどが背景にある。しかし、その後、財政収支や国際収支が悪化し、金準備をはるかに超えるドルを供給した米国は1971年に金とドルとの兌換停止を宣言した。このいわゆるニクソン・ショックによってブレトンウッズ体制は崩壊し、1973年にドルを基軸通貨としたまま変動相場制へ移行し、それが40年経った現在でも続いている。

#### ドル基軸通貨体制は続く

そうした中、2011年8月のS&Pによる米国債の格下げをきっかけに、ドル基軸通貨体制はドルの信認の低下から崩壊へ向かうのではないかと懸念が囁かれるようになった。しかし、格下げ後に長期債利回りは上昇する（債券価格は下落する）どころかむしろ低下（同上昇）した。おそらく市場関係者は、格下げが行われても相対的には依然として米国の信用力は高く、流動性が最も高い債券市場を有していることから、ドル基軸通貨体制は今後も続くところではあるだろう。本稿も、ドル基軸通貨体制がすぐには変わらないという見通しに立っている。

その理由は3点ある。①まず、将来ドルを代替できるような基軸通貨が見当たらない。将来的な候補はユーロと人民元だが、現在のドルのような地位を得るにはそれぞれ克服すべき課題があり、すぐにドルの代わりとなるのは困難である。②また、仮に、その課題を克服できたとしても通貨選択の慣性によって、基軸通貨が交代するまでにはさらに時間がかかる。③さらに、現在のドル需要（米国債買い）を支えるアジアは、外国為替相場の柔軟化と資本取引の自由化を漸進的に行っていくと見込まれ、輸出主導・米国依存の経済構造も直ちには変化しない。つまり、成長地域であるアジアのドル需要は続くということである。以下では、以上の3点について順に詳しく述べる。

## 2.2 ユーロと人民元が基軸通貨になる可能性

#### 経済・貿易規模、政治・軍事力では、ユーロと人民元は基軸通貨の資格あり

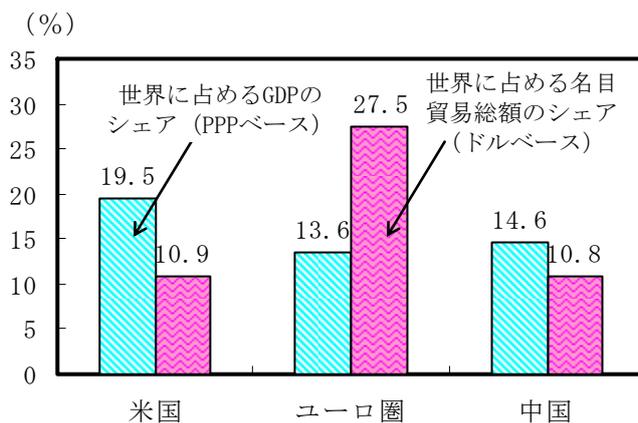
先に挙げた基軸通貨国になるための条件に照らして、ユーロと人民元が持つ課題を整理してみよう。まず、一つ目の条件である「経済規模や貿易規模が十分に大きいか」という点では、ユーロ圏も中国も条件を満たしている。世界のGDP（購買力平価ベース、2010年）に占めるそれぞれの地域のシェアは、米国の19.5%に対し、ユーロ圏は13.6%、中国は14.6%である（図表2-1）。また名目貿易総額のシェア（ドルベース、2009年）でも、米国と中国は10%強でユーロ圏は30%

弱を占めている。また、二つ目の条件である「強力な軍事力や安定した政治力を持っているか」という点についてはやや定性的な判断となるが、どちらの地域も米国並みの部分やそれには及ばない部分がある。総じていえば米国に近い影響力を持っていると考えられよう。

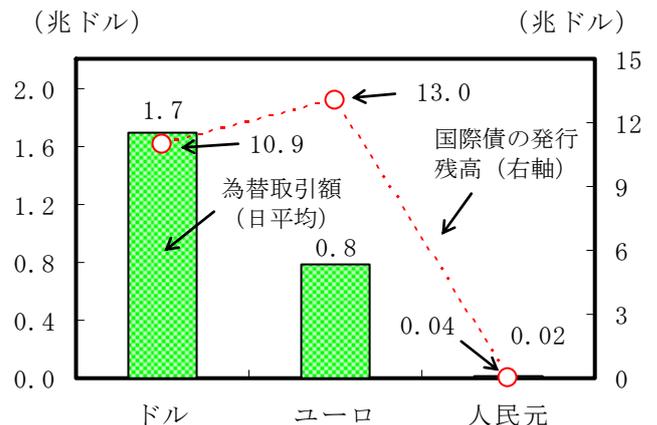
### 厚みのある発展した 金融市場は人民元 にとって大きな課題

三番目の「金融市場が発達し、厚みがあるか」という条件は、ユーロは満たしているものの人民元にとっては大きな課題である。図表 2-2 は 1 日当たりの為替取引額と国際債（海外で発行された債券）の発行残高を、通貨別に比較している。国際決済銀行（BIS）の報告によると、2010 年 4 月の為替取引額は 1 日当たり約 4 兆ドルであった。そのうちドルが関係する取引額は 1.7 兆ドルであり、ユーロは 0.8 兆ドルと試算される<sup>7</sup>。それに対して人民元はわずか 0.02 兆ドルにすぎず、円（0.4 兆ドル）に対してはもちろん、ウォン（0.03 兆ドル）にも届いていない。国際債についても同様に、2011 年 6 月における人民元建ての債券発行残高は 0.04 兆ドルで、ドル（10.9 兆ドル）やユーロ（13.0 兆ドル）を大きく下回っている。人民元は、まだ国際通貨とも呼べない段階にあるといえよう。

図表 2-1 経済・貿易規模の比較



図表 2-2 通貨別にみた金融市場の厚み



(注) 左図の GDP は 2010 年で貿易総額は 2009 年。右図は 2010 年 4 月における為替取引額を通貨別シェアから試算。国際債のデータは 2011 年 6 月時点。

(出所) IMF、国連、BIS 統計より大和総研作成

### 資本市場の自由化を 行うには為替レートの 柔軟化も必要

経済・貿易規模が欧米並みにもかかわらず人民元の国際化が大幅に遅れているのは、中国が資本の流出入を規制しているからである。金融政策の独立性を保ちながらも、外需を取り込むためにドルに対して固定的な管理相場制を維持していることが、資本の移動を規制している背景にある（いわゆる「国際金融のトリレンマ<sup>8</sup>」）。中国が今後も金融政策の独立性を維持していくとすれば、資本市場の自由化は必然的に為替レートを柔軟化させるだろう。

<sup>7</sup> ドルのシェアは 84.9%、ユーロは 39.1%、人民元は 0.9%。ただし、取引額はペアとなる通貨が二重計上されているため、シェアの合計は 200% となる。ここでは取引総額にシェアを掛け 200% で割ることで、各通貨の取引額を試算した。

<sup>8</sup> ①国内外の自由な資本移動、②金融政策の独立性、③為替相場の安定（固定相場制）、の 3 つを同時に実現することはできず、2 つしか実現できないという考え。①と②を確保すれば、内外金利差から資本が移動して為替レートを変化させるため③を放棄しなくてはならない。①と③を確保すれば、内外金利差によって為替レートが変化しないように金利を調整する必要があるため②を放棄しなくてはならない。②と③を確保すれば内外金利差が生じても為替レートが変化しないように資本の流出入を調整する必要があるため①を放棄しなくてはならない。

## 米国は10年でドルの国際化を行った

現在、中国は資本市場の自由化に対して積極的である。例えば、上海を2020年までに国際的な金融センターにするという目標を掲げている。そこで、果たして中国はあと10年で資本の自由化を実現できるのかという疑問が湧くかもしれないが、過去に米国が10年でドルの国際化を進めた事実を考えれば、不可能とは言い切れない。アイケングリーン[2010]によると<sup>9</sup>、1913年に連邦準備法が制定されるまでは、国法銀行が海外支店の開設や手形引受業務（輸出入業者が貿易決済のために振り出した期限付為替手形を銀行が引き受ける業務）を行うことを禁止しており、中央銀行は存在しなかったことから、ドルは国際的な流動性に欠けていた。しかし連邦準備法の制定後、国法銀行は海外支店の創設や手形引受業務が可能になり、1914年に営業開始した連邦準備銀行が銀行引受手形市場を積極的に育成したことで、ドルの国際化が急速に進んだ。ドル建ての貿易信用や国際債の発行はニューヨークで活発に行われるようになり、10年後の1924年には世界の外貨準備に占めるドルの割合がポンドを上回ったのである。

## 中国は為替相場の柔軟化と資本取引の自由化を漸進的に行っていくとみられる

ただし、輸出主導の産業構造を持つ中国が人民元の国際化を急速に進めれば、元高で景気が悪化するリスクを抱えることになる。2001年のWTO加盟後、中国経済は世界の工場として目覚ましい発展を遂げた。その結果、2009年の名目GDPに対する輸出の比率は39.2%（国連統計）と、日本（12.6%）を大きく上回っている。仮に資本市場が自由化した後に、1970～80年代の円高のような急激かつ過度な元高に直面すれば、中国国内の輸出産業は甚大な被害を受けるだろう。経済の先導役が内需へ十分にシフトしていない現状を考えると、当局がそうしたリスクを抱えてまで人民元の国際化を進める可能性は低いと思われる。おそらく、中国は経済的な摩擦をできる限り避けつつ、為替相場の柔軟化と資本取引の自由化を漸進的に行っていくというのが、確率の高いシナリオだろう。

## どの地域も十分に満たしていない「通貨の安定性と交換性の確保」

最後に挙げた基軸通貨国の四番目の条件である「通貨の価値が安定し交換性が確保されているか」については、現時点でいずれの地域も十分に満たしているとは言にくい。通貨の安定性を確保するには、国内経済・物価の安定や健全な財政運営などが求められる。ドルが基軸通貨となった第二次世界大戦後の米国は、経常収支は黒字で対外純債権国であった。しかし現在の米国は慢性的な経常赤字を抱え、財政赤字は2008年度から3年連続で1兆ドルを超えている。人民元については、交換性を確保するためには、まず資本の自由な移動が認められなければならない。

## ユーロの基軸通貨という「期待」は、いまや「希望的観測」へ

とりわけ最近になって通貨の安定性が懸念されるようになったのがユーロである。欧州債務問題が深刻になる前まで、ユーロは将来ドルに代わる基軸通貨として有力視されていた。これまでみてきたように、ユーロは経済・貿易規模、政治力、金融市場の厚みのいずれの条件も満たしている。そしてすでに世界の外貨準備に占めるユーロのシェアは26.7%（2011年4-6月期）に達しており、ドル（同60.2%）に次ぐ国際通貨である。ところが、リーマン・ショックで各国の財政赤字が拡大した中で、ギリシャが2009年10月の政権交代後に同年の財政収支見通しを大幅に下方修正したことをきっかけに、ユーロ圏のソブリンリスク問題が顕在化した。足下でもイタリアやスペインといった大国の長期債利回りが高止まるなど、ユーロ存続の危機が意識されるまで事態が悪化している。ユーロの基軸通貨という「期待」は、いまや「希望的観測」へ変わってしまった。

<sup>9</sup> Barry Eichengreen (2010) “The Renminbi as an International Currency.” を参照。

## 財政規律の甘さがソブリンリスク問題を起こした主要因

過去の為替制度を踏まえて今回の欧州危機が起きた要因を考えると、以前から存在していた財政規律の甘さに起因するところが大きいと思われる。通貨を統一してその信認を保つためには、各国が財政規律を守らなければならない。ユーロ圏では、財政赤字対 GDP 比を 3% 以内にすることや、債務残高対 GDP 比を 60% 以内にするなどを定めた「安定成長協定」を守ることによってユーロの信認を保とうとした。しかしユーロが導入されると、今回問題となったギリシャのみならず、ドイツやフランスなどの中核国も、2000 年代前半に対 GDP 比で 3% を超える財政赤字を計上し、安定成長協定を守っていなかった。さらにこうした違反国に対して本来の罰則が科されなかった。実質的にペナルティがないのであれば、財政危機が起こった場合の対処方針（誰がどういう権限をもって問題を解決するのかなど）を明確に定めるべきであったが、実際には決められていなかった。ギリシャ問題は、こうした財政規律の甘さなどを市場に注目させたきっかけにすぎない。

## 為替平価の安定を重視した EMS

1979 年に採用された EMS (European Monetary System)<sup>10</sup> はユーロ導入前まで約 20 年間続いたことは大きな示唆である。その間に今回のような大規模なソブリンリスク問題に直面することはなかったからだ。その理由の 1 つとして、参加国がそれぞれ為替平価の安定を重視した経済運営を行っていたことが挙げられる。自国通貨が常に市場から信認を得なければならないというルールは、民主主義国家では実行されにくい経常赤字の抑制や財政健全化などへのインセンティブを与えていたのであろう。しかし統一通貨ユーロが導入されると、各参加国は為替平価の安定に対して以前のように強くコミットする必要がなくなり、本来守るべきであった財政ルールを中核国までもが破るなど財政規律に緩みが見られるようになった。各国国債の名目市場金利はユーロ導入による安心感から、相対的に財政規律が働いているドイツ国債の金利に収斂し、各国ごとの財政規律の維持という問題がないがしろにされてしまったのだと思われる。

## 歴史的経緯から、ユーロ崩壊は何としても避けるとみられる

ユーロの崩壊は、中核国であるドイツやフランスが望んでいないし、何としても避けるための政策が打たれるだろう。EMS や、その前身の EC スネイク制<sup>11</sup> を導入したのは、1960～70 年代における米国の基軸通貨国らしからぬ行動（経常赤字やインフレなど）がもたらしたドル安からヨーロッパ経済を守りたいという考えのもと、安定した域内通貨圏を作ろうとしたためである<sup>12</sup>。米国は現在でも基軸通貨国としての義務を必ずしも果たしていないことを考えれば、30 年を費やして実現したユーロを解散して 1970 年代の通貨体制に戻るといった選択肢は取り得ないと思われる。

## 今後はユーロを維持しつつ厳格な財政ルールを導入するのではないか

したがって、短期的には ECB の信用供給や秩序ある債務整理などにより、ユーロ加盟国が大きな痛みを伴いながらもソブリンリスク問題を沈静化させるとみられる。また、2011 年 12 月 8～9 日に行われた EU 首脳会議では、欧州版 IMF とも呼ばれている ESM (欧州安定メカニズム) の設立を 2012 年 7 月へ前倒しすることや IMF の活用などが打ち出された。さらに、財政収支を均衡または黒字を達成することを義務付け、守れなかった場合には制裁が科されやすくすることなどを盛り込んだ、新しい財政規律条約がイギリスを除く 26 カ国で締結される見通しとなった。ユーロの信認を取り戻すためには、以前より透明性のある厳格な財政ルー

<sup>10</sup> バスケット通貨である欧州通貨単位を導入し、2 国間の為替平価と許容変動幅が決められた。参加国は許容変動幅の上限または下限に達すると為替市場への介入を義務付けられており、為替平価の安定を目指した経済運営が求められていた。

<sup>11</sup> 参加国通貨の 2 国間為替平価を決め、変動許容範囲をスミソニアン合意に基づくドルとの変動幅（上下幅で 4.5%）の半分（2.25%）とすることなどを定めた制度。

<sup>12</sup> 詳しくは山下英次『国際通貨システムの体制転換』、東洋経済新報社（2010 年 12 月）を参照。

ルの導入が不可欠であり、今後新たな枠組みが具体化されていく中で市場からの信頼を回復できるかどうか注目される。そうした行動が市場から評価され、ユーロの信頼が取り戻されれば、世界の基軸通貨候補としての期待が再び高まり、他の経済圏が通貨統合する際の優れた手本ともなるだろう。

## 2.3 以前よりも強まっている通貨選択の慣性

述べてきたように、短期的にはユーロや人民元が基軸通貨の条件を十分に満たす可能性は低いと思われる。それに加えて通貨選択の慣性を考慮すれば、たとえ基軸通貨の条件を満たしたとしても、基軸通貨が交代する（ドル以上に世界で広く使われるようになる）にはさらに時間がかかると思われる。

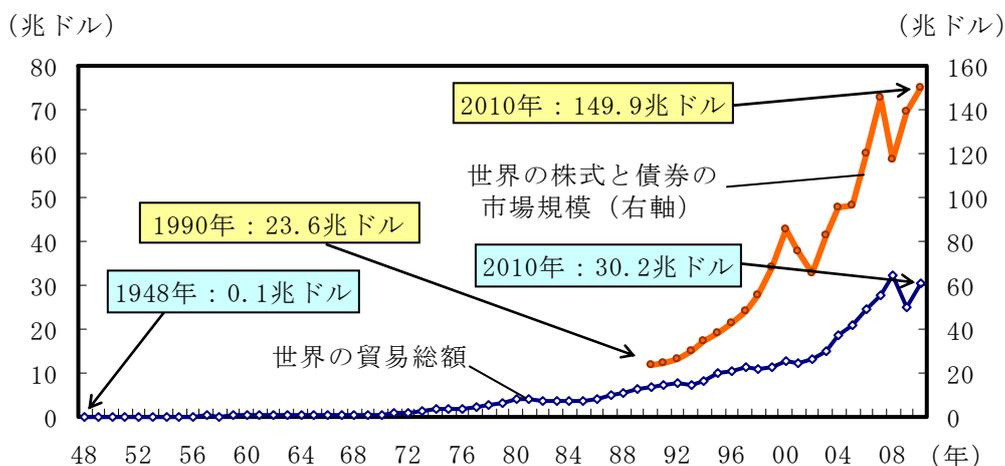
「みんなが使うから使う」効果

通貨選択の慣性とは、ネットワーク外部性や習慣などによって取引者の通貨選択が変わるまでに時間がかかる効果である。これを一言で表せば、「みんなが使っているから使う」という効果だ。取引量が多い通貨ほど為替取引コストは下がるため、基軸通貨で決済することは取引者にとってメリットがある。それを他通貨に変えるには、取引コストが十分に低いとか、交易相手の決済条件が変わったといった合理的な理由が必要である。またそうした理由があったとしても、取引上の習慣によってすぐに通貨を変えられないということも考えられる。例えば、原油や金、小麦といった商品はドル建てで取引するのが一般的だ。さらに、グローバル化に伴って各商品の市場規模が拡大すればするほど取引関係者も増えるため、通貨選択の慣性はますます強まるとみられる。

経常・資本取引の規模からみれば、通貨選択の慣性は以前よりもかなり強まっている

通貨選択の慣性が以前と比べてどのくらい強いかを直接的に観察することはできないが、経常取引と資本取引の規模を過去と比較することで間接的に推測することは可能である。図表3は世界の貿易総額と株式・債券の市場規模を時系列に表している。世界の貿易総額は1948年に0.1兆ドルであったが、2010年には30.2兆ドルと約250倍に拡大した。また株式・債券の市場規模は今回遡ることが可能だった1990年で23.6兆ドルであったが、2010年には149.9兆ドルと6倍強に達した。さらに、原油や金といったドル建てで取引されている商品市場も20兆ドル程度の規模がある。

図表3 世界の貿易総額と株式・債券の市場規模



(注) 貿易総額は財のみ。2001年までの株式の市場規模はWFEのデータ。  
(出所) IMF、WFE統計より大和総研作成

先に述べたようにドルの国際化はわずか10年で進んだが、その当時と比べると市場規模ははるかに拡大している。さらに、当時は第一次世界大戦といった稀有な出来事がドルの使用を後押ししたことを考慮すれば、通貨選択の慣性はドルが国際化したときと比べてかなり強まっていると言えるだろう。

## 2.4 アジアのドル買いの流れは急に変えられない

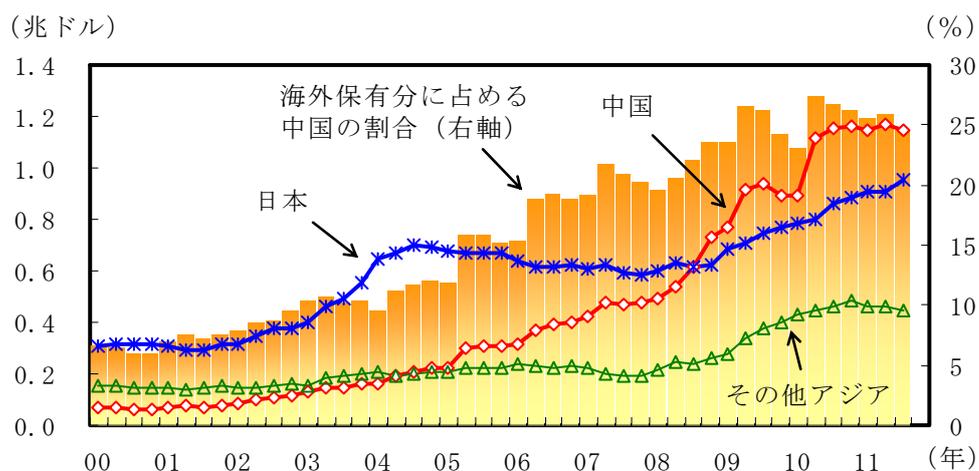
### ドルの需要面で存在感の増すアジア

需要面からドルの基軸通貨体制を揺るがす可能性の1つとして、アジア、とりわけ中国が米国債の購入を減らして他通貨建ての国債へシフトすることが考えられる。中国政府は2005年7月に固定為替相場から管理フロート制（通貨バスケット制）へ移行し、政府の為替管理のもとで緩やかに元高ドル安へシフトしていった。一方で2002年以降、貿易黒字の拡大から元高圧力が強まったが、中国人民銀行は元高圧力を抑えるために元売りドル買い介入を続けた結果、外貨準備が増加の一途を辿った。2001年に0.22兆ドル（名目GDP比16.3%）であった外貨準備は、2010年には2.85兆ドル（同48.4%）に達した。2011年9月時点では3.20兆ドルである。外貨準備のうち、約70%は米国の証券で保有していると言われており、その中でも長期国債が大きな割合を占めている<sup>13</sup>。従って、中国の行動が基軸通貨ドルの先行きに与える影響は大きい。

### 米国債の海外保有分に占めるアジアの割合はおよそ半分

図表4はアジア諸国の米国債保有額と、世界全体の米国債保有のうち海外保有分に占める中国の割合を表している。中国は2009年に日本を抜いて米国債を最も多く保有する国となり、2011年9月の保有残高は1.15兆ドル（海外保有分に占める割合は24.6%）に達した。また、日本やその他のアジア諸国（NIEs、タイ、マレーシア、フィリピン）を含めた保有残高は2.55兆ドルと、アジアが海外保有分の54.8%を占めている。米国の経常赤字は海外からの資金でファイナンスされており、そのおよそ半分をアジアに依存している状況にある。

図表4 アジアの米国債保有残高の推移



(注) 期末値。その他アジアとは、NIEs、タイ、マレーシア、フィリピン。

(出所) 米国財務省統計より大和総研作成

<sup>13</sup> Wayne M. Morrison, Marc Labonte (2011) “China’s Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy.” Congressional Research Service を参照。

ドル需要の低下には  
米国経済との結びつきが弱まる必要があるが、短期間では実現できないだろう

人民元の対ドルレートに上昇圧力が加かったときに元売りドル買い介入を行わなければ、それによる中国の米国債購入は止まる。しかし先に述べたように、中国は為替相場の柔軟化と資本取引の自由化を漸進的に行っていくとみられることから、急にドル買いを止める可能性は低い。また中国も含めたアジア諸国は米国経済との結びつきが強く、これまで米国経済の購買力に依存する形で経済成長を実現させてきた。例えば中国の貿易黒字の74.2%（2006～2010年平均）は対米黒字である。またアジア開発銀行[2008]によれば、2006年におけるアジアの輸出の最終的な仕向け先の約7割は米国や欧州といったアジア域外であり、米国は約20%を占めている<sup>14</sup>。さらに輸出のインボイス通貨はどの国もドル建ての割合が非常に高い。中国をはじめとするアジアのドル需要の低下が顕在化するとすれば、米国経済との結びつきが弱まるなど輸出構造が変化する場合だが、それが今後の数年といった期間で実現するとは思われない。中国を含めアジア諸国は、引き続き米国債を中心とするドル建て債権の主要な需要者であり続けるであろう。

信認を低下させながらもドル基軸通貨体制は続いていく

ここでドルの基軸通貨体制の将来見通しについて小括しよう。世界で行われている約30兆ドルの貿易取引と150兆ドルを超える資本取引の多くをドルに依存している経済・金融構造の中で、ドルの信認が多少低下したからといって突然ドルを使うことをやめられるとは考えられない。現状で、各国がドルの不使用を進めれば、為替取引のコストが急増するだろう。比較的取引量の多いユーロは、通貨の安定に問題を抱えており解決の目処が立っていない。人民元は取引量が乏しく、資本も自由化されていないので、現時点でドルの代替通貨にはなり得ない。過去にドルの国際化とポンド基軸通貨体制の衰退のきっかけとなった第一次、第二次世界大戦のような、経済構造を一転させる事態が近い将来に起きると想定することも非現実的だろう。足下でドルLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）が上昇していることや、11月30日に6つの中央銀行が国際協調してドル資金供給の強化を決めたことで株式市場などが落ち着きを取り戻したことは、依然としてドル需要が強いことを表している。

ただし、3章で詳しく述べるように、米国は基軸通貨国としての義務を必ずしも果たしておらず、ドルの信認を低下させる行動をとっている。慢性的な経常赤字と多額の財政赤字は、ドルの信認を低下させる（＝ドル安）材料であるのは確かだ。ドル基軸通貨体制は、信認低下による趨勢的なドル安を伴いながら続いていくというのが基本的なシナリオだろう。次章では、趨勢的なドル安が続くという見通しを前提に、日本の現状と課題について議論する。

### 3. ドル基軸通貨体制がもたらす日本経済の悪循環

#### 3.1 基軸通貨国の特権と義務

今後も「円高⇒デフレ⇒円高⇒・・・」の悪循環が続く可能性

今後も趨勢的なドル安の下でドル基軸通貨体制が続くとすれば、「円高が景気の悪化と（相対）デフレを招き、それがさらなる円高をもたらす」というこれまで日本経済が長い間苦しんできた悪循環が続く懸念が強い。この悪循環は主に、米国が基軸通貨国としての義務を必ずしも十分に果たしていないこと、ボラティ

<sup>14</sup> Asian Development Bank (2008) “Emerging Asian Regionalism.” を参照。なお本文の「アジア」とは、日本、中国、韓国、香港、台湾、シンガポール、ブルネイ、カンボジア、インド、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、タイ、ベトナムの計16カ国を指す。

リティが大きい変動相場制をもたらす負の作用、ドル安に対してとりわけ脆弱な日本経済の構造、の3つの要因がもたらしたと考えられる。本章では、これらの要因について順にみていきたい。

### 基軸通貨国の特権

まず基軸通貨国が持つ特権と負うべき義務について整理しよう。基軸（国際）通貨国になると、非基軸通貨国が得られない通貨発行益（シニョリッジ）を得ることができるといった、いわば特権が与えられる（図表5）。

図表5 基軸通貨国の特権と義務

＜ 特 権 ＞	＜ 義 務 ＞
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経常取引における通貨発行益 ⇒わずかな費用で発行した自国通貨で、他国から為替変動リスクなしに額面分の財やサービスを購入できる</li> <li>・ 資本取引における通貨発行益 ⇒自国通貨建てで海外から借入れ、支払利率よりも高い収益率で運用することで利益を得る</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 基軸通貨の安定 ⇒国内物価の安定や経常収支の黒字並びに基礎収支の均衡</li> </ul>

（出所）大和総研作成

### 通貨発行益で購買力が増加

通貨発行益とは、発行した紙幣の額面と紙幣の発行費用との差である。1万円札を発行するのに500円の発行費用がかかったとすると、その差額の9,500円が通貨発行益となる。通貨発行益はどの国も享受しているものの、基軸通貨国は自国通貨が世界中で使用されているため、海外との取引や融資のほとんどを自国通貨建てで行えるという違いがある（2003年における米国輸出の自国通貨建て比率は99.8%）。有馬[1979]によれば、基軸（国際）通貨国の通貨発行益には経常的利益と資本的利益の2つがあり<sup>15</sup>、それらによって基軸通貨国の購買力が増加する。

### 経常的利益

仮に日本が基軸通貨として海外と経常・資本取引を行っているとするれば、以下のような形で特権を得ることになる（ここでも1万円札の発行費用を500円とする）。すなわち、外国から100万円分の財やサービスを購入して円で支払ったとすると、日本は5万円の費用で100万円分の所得（付加価値）を手に入れたことになる。外国が円を受け入れる限り、こうした取引を続けることができるため、基軸通貨国でない場合よりも購買力が増加する。

### 資本的利益

次に、外国が手元にある100万円を自国通貨に換えずに、日本が発行した債券の購入に充てたとしよう。日本はその国に対して債務を持つと同時に100万円を手に入れる。それを海外のリスク資産へ投資して支払利息よりも高い収益を上げたとすれば、その差額もまた日本の購買力を増加させる。経常的利益は外国が円の受け取りを拒否すると消滅するが、資本的利益は外国が円建て債権を回収しない限り、日本に利益をもたらすことになる。この例は実際の米国の行動に近い。米国は海外からドルで借り入れつつ海外へ直接投資や株式投資を行っている結果、世界最大の対外純債務国であるにもかかわらず収益率と支払利率の差から所得収支は黒字となっている。

<sup>15</sup> 有馬敏則「国際通貨発行特権と国際通貨制度」、滋賀大学経済学部研究叢書第5号（1979年3月）を参照。

**基軸通貨国は通貨の安定に努めなければならない**

基軸通貨国はこうした特権を得る代わりに、基軸通貨の安定という義務を負わなければならない。日本人が円の価値を信じて経済活動を行い日本銀行が物価の安定に努めているのと同じように、世界が基軸通貨の価値を信じて経済活動を行っている以上、基軸通貨国は通貨の価値が低下しないように経済運営を行うことが求められる。仮にその義務を果たさずにインフレ（＝実質貨幣価値の低下）を抑えなかったり、外国から借金を増やして消費を謳歌し続けたりすれば、あるとき諸外国が基軸通貨の価値に疑問を抱き、その通貨を持つことにリスクを感じて使用や保持をやめるだろう。基軸通貨国が守るべき具体的な義務とは、国内物価の安定や経常収支の黒字並びに基礎収支（経常収支と長期資本収支の合計）の均衡である。

**米国は基軸通貨国としての義務を十分に果たしたとは言えなかった**

しかしブレトンウッズ体制で米国がとった行動は、基軸通貨国としての義務を果たしたとは言えなかった。1958年から1964年の基礎収支はベトナム戦争などの影響もあり年平均で17億ドルの赤字を計上し、1960年には法定準備分を除く金準備額が外国政府の保有する短期債務を41億ドル下回った。こうした事実はドルが金に対して過大評価されているのではないかという不安と金買い投機をもたらし、ゴールド・ラッシュ（金の市場価格の上昇）に繋がった<sup>16</sup>。米欧政府は1オンス＝35ドルの公定価格を維持する努力をしたものの、1968年に金の市場価格が公定価格から乖離することを容認する「金の二重価格制」を採用し、金為替本位制は事実上崩壊した。そして1969年に国内問題を重視したニクソン政権になると国際収支の赤字はさらに拡大し、ヨーロッパ諸国がドルから金への交換請求を相次いで行ったことから、1971年に金の兌換停止を宣言するニクソン・ショックに至った。金との兌換が保障されていないドルでブレトンウッズ体制を維持するのは困難になり、1973年には現在の変動相場制へ移行した。

**ドル安圧力はくすぶり続けている**

変動相場制へ移行した後も、米国の経常収支の赤字は現在まで続いており、財政赤字は足下で急拡大している。ブレトンウッズ体制では、米国が経常赤字を出し続けると金が流出して兌換義務を果たせなくなるため、経常赤字は持続可能でなかった。だが金との兌換義務のない変動相場制ではその心配がなく、非基軸通貨国がドルを使い続ける限りドル基軸通貨体制の持続性に大きな問題は生じない。先に述べたように、非基軸通貨国からすれば、ドルへの信認が低下していても巨額の経常・資本取引をドル以外の通貨で行うことは現実的でない。また米国経済への依存度が高い経済構造を持っている国は、ドルを使わないという選択肢を選びにくい（もしくは選べない）というのが現状であろう。したがって現在の国際通貨体制は、米国が基軸通貨国としての義務を十分に果たしていなくてもそれにブレーキをかけにくく、基軸通貨国と非基軸通貨国が非対称的な関係にあるといえる。米国は経済規模や金融市場の整備という点で基軸通貨国の条件を備えているものの、恒常的な「双子の赤字」がドルの信認を毀損している。そうした中でドル安圧力はくすぶり続けており、米国が行動を変えない限り趨勢的なドル安が続くと思われる。

### 3.2 変動相場制がもたらす負の作用

**変動相場制の欠陥**

変動相場制へ移行した当時、為替レートの変動は各国の経済状況を自動的に調整し、各国は通貨問題に気を配る必要がなく国内問題に注力できるという期待が

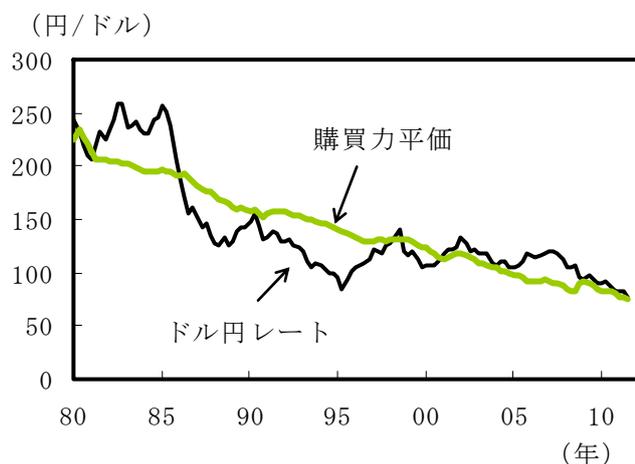
<sup>16</sup> 詳しくは佐瀬隆夫『アメリカの国際通貨政策』、千倉書房（1995年10月）を参照。

寄せられていた。しかし時間が経つにつれ、変動相場制は実体経済の価格ショックのみを反映する理想的な制度ではなく、金融的なショックをもたらしたり人々の期待が価格形成に多分に反映されたりするものであることが明らかになった。市場為替レートは短期的にも中期的にも実体経済から説明できる水準（購買力平価、以下 PPP）を大きく、また時には急激に乖離してしまう。

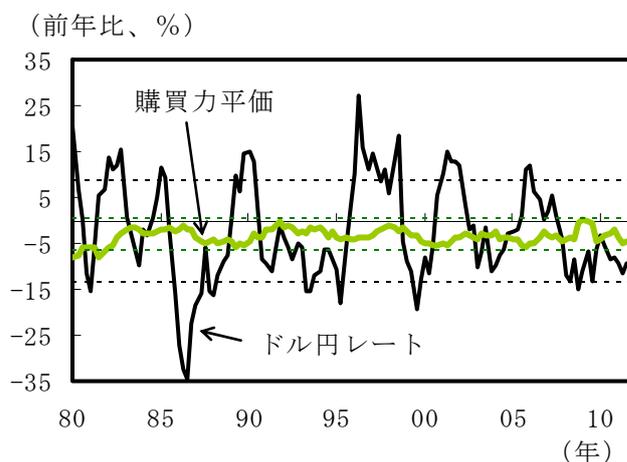
### 市場為替レートと購買力平価

実際に、名目実効為替レート<sup>17</sup>の動きのほとんどを説明するドル円レートと PPP を見てみよう（図表 6-1、6-2）。PPP とは、一物一価に基づき、長期的にはどの国においても購買力が等しくなるように為替レートが決まるという考えである。具体的には、PPP の変化率は国家間の貿易財のインフレ率格差に等しい（物価の「水準」ではなく「伸び率」を使うので厳密には相対的 PPP）と考えられている。なお、図表 6-1、6-2 では貿易財価格の代理変数として、日本は国内企業物価指数を、米国は生産者物価指数を用いている<sup>18</sup>。以下では、ここでいう PPP が貿易財で測った PPP であるものとして議論を進める。

図表 6-1 ドル円レートと購買力平価（水準）



図表 6-2 ドル円レートと購買力平価（変化率）



（注）購買力平価は、1970年1-3月期～2011年7-9月期で推計した下記の結果

$$\ln(\text{ドル円レート}) = 5.086 + 1.163 * \ln(\text{日本・国内企業物価} / \text{米国・生産者物価})$$

から計算した。CPIやULCを用いても推計結果が大きく変わることはない。右図の点線は平均値±1標準偏差を表す。

（出所）日本銀行、米国BLS統計より大和総研作成

### 市場為替レートは購買力平価よりも変動幅がかなり大きい

まず図表 6-1 をみると、PPP は市場為替レートの趨勢を捉えており、長い目で見れば理論的な考え方が実際に適用できることを表している。ただし両者が一致することは稀であり、特に 1980 年代半ばから 90 年代にかけては PPP から大きくかけ離れた円高が見られた。次に図表 6-2 をみると、前年比でみた変動率が両者でかなり異なっていることが分かる。変動率の振れの大きさを表す標準偏差は市場為替レートが 11.1%であるのに対し、PPP は 3.6%と極めて安定的である（1980 年 1-3 月期～2011 年 7-9 月期）。貿易財のインフレ率格差に影響を与える要因として、貿易財セクターの賃金上昇率や生産構造（労働や中間投入、資本の投入比

<sup>17</sup> 2通貨間の為替レートを貿易額で測ったウエイトで加重平均したもので、総合的な円の対外価値を表す。

<sup>18</sup> 統計データの制約から、理想的な貿易財価格指数は存在しない。また図表で示した PPP の水準は絶対的なものではなく、使う統計の種類や推計期間などによって異なってくる。物価指数には消費者物価指数や製造業の単位労働コストなどを用いることも考えられるが、それらを使った PPP でも似通った動きとなる。

率)、技術進歩率が挙げられるが、これらはマクロ全体で見れば緩やかに動くため、相対価格の動きは緩やかである。しかしながら市場為替レートは、その時々々の為替相場を動かすニュースや市場の名目金利差、先行きの相対インフレ率の予想などの不確実要因によって変化するため、時として大幅に変動する。また、変動相場制とは本質的に将来の不確実性を高めるものであるため、為替変動リスクを完全にヘッジすることができないことも変動幅を高めている<sup>19</sup>。

PPPから乖離した円高は日本経済に悪影響をもたらす

貿易財価格で測った PPP から市場為替レートが乖離すれば、資源配分や所得配分を歪めて実体経済に悪影響をもたらす。一般的に、企業は利益をできるだけ多く生み出すために、ヒトやモノの最適投入量を考えながら生産活動を営んでいる。そこに突然急激な円高が起こると、企業はその環境に合わせた新たなヒトやモノの最適配分を考えなければならない。適切に対応するためにはそれなりの時間が必要であるため、十分に対応できない間はコストの増加など非効率が発生し、企業収益の減少、さらには家計所得の減少など GDP の減少を招くであろう。急激な円高は 1970 年代以降定期的に起こっており、そのたびに日本経済は悪影響を受けてきたとみられる(図表 6-1)。

輸出企業は円高でも現地通貨建ての販売価格を変えずにコスト競争力を高めて対処した

日本の輸出企業の行動を振り返ってみると、多くの企業は現地通貨建てで製品価格を決めており、円高局面でも現地での価格競争力を保つために製品価格をほとんど引き上げなかった。図表 7-1 は輸出産業(一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械)の契約通貨ベースと円ベースの輸出物価と、名目実効為替レートの動きを表している。為替レートが変化したときに販売価格へ転嫁しなければ、契約通貨ベースの輸出物価は変化しない。一方で、円ベースの輸出物価は為替レートと同じように変化する。図表をみると、輸出物価の動きはその状況にかなり近く、為替レートの変化分を製品価格にほとんど転嫁していないことが分かる。つまり、日本の輸出企業は円高局面で自ら(日本側)がコストを負担することを選択したということだが、具体的には利益を確保するために生産性を高めたり製造コストを削減したりしてきた。

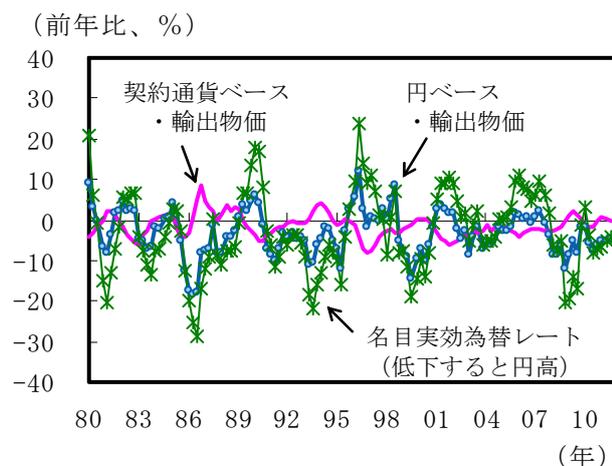
日本の製造業 ULC は他の先進国に比べて労働生産性に対比した名目賃金の伸びが低い

図表 7-2 は製造業の単位労働コスト(以下 ULC、名目雇用者報酬÷実質 GDP)を国際比較したものである。製造業の ULC は貿易財の国内生産コストを表しており、コストには原材料などがあるものの、こうした財は交易によってどの国も海外市場から入手しやすいため、各国の貿易財の生産コストの差は国際間の移動が難しい労働コストの差で近似できる。図表 7-2 をみると、他の先進国では労働生産性の上昇と同時に名目賃金が上昇しているが、日本は他の先進国に比べて労働生産性に対比した名目賃金の伸びが低い。日本は高い労働生産性を実現すると同時に、名目賃金の伸びが労働生産性以下に抑えられていたため ULC が低下した。他の先進国はいずれの期間も労働生産性以上に名目賃金が上昇し、ULC が上昇している。1990 年以降、日本の製造業の労働生産性の伸びは他の先進国と同程度だったものの、名目賃金の伸びは他の先進国の 3 分の 1 以下に留まった。こうした企業行動は内需を低迷させ、デフレ圧力をもたらし、それがさらなる円高を誘発したと考えられる<sup>20</sup>。

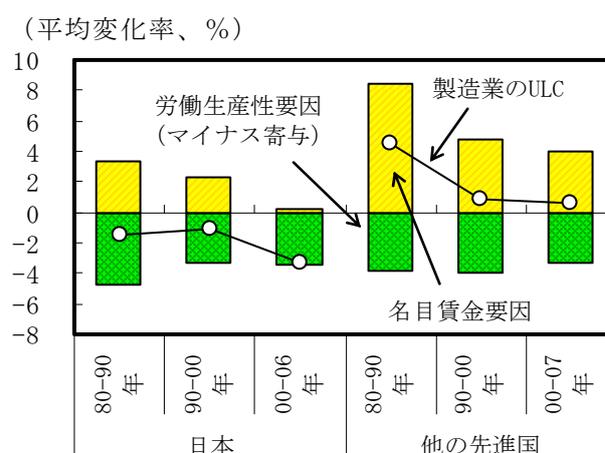
<sup>19</sup> もちろん短期間のみ為替変動ならヘッジすることは可能である。しかし、例えば輸出企業が設備投資を行うときに為替変動リスクを完全にヘッジするには、将来にわたる生産・販売額を正確に見通さなければならない。しかしそれは現実的には不可能であり、為替変動リスクを完全にヘッジすることはできない。詳しくはロナルド・マッキノン、大野健一『ドルと円』、日本経済新聞社(1998年4月)を参照。

<sup>20</sup> 製造業の行動と円高・デフレの関係については神田慶司・鈴木準「実質実効為替レートなら円安」の意味、大和総研経済社会研究班レポート No. 1 (2010年11月10日)を参照。

図表 7-1 輸出産業の輸出物価と為替レート



図表 7-2 日本と他の先進国の製造業 ULC



- (注1) 左図の輸出産業は一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械を2005年基準ウェイトで加重平均したもの。  
 (注2) 右図の労働生産性はマンアワーベース。「他の先進国」とは、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、韓国、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、ポルトガル、スウェーデン、英国、アメリカの16カ国。各国の伸び率の単純平均値。ポルトガルは06年まで。  
 (出所) 日本銀行、EU KLEMS Databaseより大和総研作成

### PPPと市場為替レート の関係は双方向

ここで注意しなければならないのは、前述したように本来、PPPは相対インフレ率に従って為替レートが決まるという考え方だが、PPPから乖離した過度な為替レートの変動は逆にPPPを変化させるという点で双方向の関係にあるということである。1985年のプラザ合意や1995年の円高のように、乖離幅が大きく急激な円高であればあるほど資源配分や所得配分が歪められ、景気が悪化すると同時に、企業のコスト削減努力を促すことでPPPが円高方向へシフトする。このことは、日本の為替介入に対して海外当局が批判するときしばしば使われる論拠への反論ともなりうる。すなわち、リーマン・ショック以降の円高に対しては、日本の足下の実質実効為替レートが長期の平均値に概ね近いと、決して円高とは言えないという批判がある。しかし、実質ベースの長期の平均値と市場為替レートが一致していることはあくまで結果であり、その過程のデフレと円高で日本の企業や家計がいかに疲弊したかは考慮されていない。

### 長期的な円高期待が 定着すると賃金や設備投資を抑制

日本企業は1970年代から約40年間にわたって度重なる急激な円高を経験し、足下でも戦後最高値を経験した。さらにドルの信認は慢性的な経常赤字と大幅な財政赤字で低下している。こうした事実は、企業に長期的な円高期待を定着させた可能性がある。仮にそうであれば、輸出企業は長期にわたって業績に影響を及ぼす賃上げや設備投資に対して消極的になっている可能性がある<sup>21</sup>。実際、2000年代半ばは米国の景気拡大や円キャリートレードなどを背景に安定した円安が続き企業業績は好調であったが、名目賃金の上昇は抑制されたままだった。設備投資も当初期待されていたほどは増加せず、企業の海外流出と産業空洞化懸念がくすぶり続けていた。

<sup>21</sup> 円高期待は輸入企業にとってはプラスであるが、貿易収支が黒字の日本ではネットした効果としてはマイナスである可能性が高いだろう。また、輸出ができていない財とは付加価値が高く、国際競争力があるということである。そうした財を生産するセクターとは経済の牽引役と考えられるから、当該セクターでの投資や賃金が低迷することは経済全体に悪影響を及ぼす。

## マクロモデルによるシミュレーション

5%の円高ドル安で実質GDPは▲0.3%pt程度の悪化

以上のような観点を織り込んで、円高が日本経済をどの程度悪化させているかを計測することは容易でないが、これまでの日本経済の構造を反映したマクロモデルを使ったシミュレーションは、一定の目安となるだろう。

図表8が大和総研の中期マクロモデルを用いて5%の円高ドル安が日本経済へ与える影響を試算したものである<sup>22</sup>。図表の値は、円高が起きなかった場合（標準シナリオ）との乖離を示している。5%の円高ドル安は2年目以降実質GDPを▲0.3%pt程度悪化させることになり、標準シナリオから最も乖離した4年目で▲0.34%となっている。需要項目に注目すると、円高ドル安はラグを伴って実質輸出を減少させ、その影響は設備投資を中心に波及している。また円高ドル安は輸入価格を押し下げて輸入需要を刺激することから、実質輸入が標準シナリオよりも増加する。景気の悪化はマクロの需給を緩めてデフレ圧力をもたらし、失業率は上昇する。長期金利は低下するものの、景気の悪化による税収減などの影響から財政収支も悪化する。

図表8 5%円高ドル安となった場合の日本経済への影響

(円高が起きなかった場合との乖離率(幅)、%、%pt)

	実質GDP							
		民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.09	-0.07	0.00	0.00	0.10	0.14	0.00	0.45
2年目	-0.27	0.01	-0.13	-0.52	-0.05	0.43	-1.15	-0.08
3年目	-0.30	0.01	0.02	-0.58	-0.01	0.46	-0.87	0.16
4年目	-0.34	-0.01	0.08	-0.28	-0.01	0.50	-0.48	1.05
5年目	-0.28	-0.03	0.03	-0.13	0.00	0.40	-0.19	1.16
	GDPデフレーター	GDPギャップ	失業率	CPI	長期金利	経常収支	財政収支(国・地方)	
1年目	0.08	-0.06	0.01	-0.02	-0.02	0.06	0.00	
2年目	0.01	-0.17	0.04	-0.08	-0.09	-0.21	-0.07	
3年目	-0.05	-0.18	0.05	-0.13	-0.10	-0.18	-0.10	
4年目	-0.12	-0.19	0.06	-0.17	-0.10	-0.23	-0.09	
5年目	-0.17	-0.16	0.06	-0.20	-0.07	-0.19	-0.06	

(注) 経常収支、財政収支は名目GDP比率。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

### 3.3 趨勢的なドル安に対してとりわけ脆弱な日本経済の構造

日本はドルへのエクスポージャーが高い

これまでに挙げたドルの信認低下で趨勢的なドル安が見込まれることやそれとボラティリティの高い変動相場制が組み合わせられてもたらされる悪影響は、もちろん日本だけが受けているわけではない。それにもかかわらず、日本がとりわけ円高ドル安に敏感なのは、ドル安に対してとりわけ脆弱な構造を日本経済が持っているからである。

<sup>22</sup> 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測(2011年6月)」、大和総研レポート(2011年6月16日)を参照。

日本の輸出のドル建て割合は主要国に比べて高い

例えば、輸出価格はドル建ての割合が高く、現実の輸出ビジネスではドル安の影響を受けやすい点が挙げられる<sup>23</sup>。図表9は主要国のインボイス通貨の構成比をまとめたものだが、輸出をみると日本は自国通貨建ての比率が42.2%と他国よりも低く、ドル建ての比率が47.4%と高い。ユーロ建て輸出は6.5%にすぎず、外貨建て輸出の多くはドル建てであるため、ドル安の影響を相当に受けている。さらに前述したように、日本の輸出企業は現地通貨建てで製品価格を決めており、ドル安（円高）に直面したときに価格競争力を保つために現地通貨建ての製品価格を引き上げてこなかった（円ベースの輸出価格を引き下げた）。一方で基軸通貨国である米国の趨勢的なドル安は、米国の輸出企業の競争力を高めている。またユーロ圏は域内取引が多いことから、ドル安ユーロ高の影響は日本ほど大きくはない。

図表9 主要国のインボイス通貨構成比 (%)

国名	年	輸出			輸入		
		ドル建て	ユーロ建て	自国通貨建て	ドル建て	ユーロ建て	自国通貨建て
日本	2011	47.4	6.5	42.2	72.1	3.2	23.2
米国	2003	99.8	-	-	92.8	-	-
カナダ	2001	70	-	23	-	-	-
イギリス	2002	26.0	21.0	51.0	37.0	27.0	33.0
ドイツ	2004	24.1	61.1	61.1	35.9	52.8	52.8
フランス	2003	33.6	52.7	52.7	46.9	45.3	45.3
イタリア	2004	-	59.7	59.7	-	44.5	44.5

(注) 欠損値は「-」としている。アメリカはGoldberg[2008]、日本は財務省統計(2011年下半期)で、その他はKamps[2006]より引用。

(出所) Annette Kamps(2006) "THE EURO AS INVOICING CURRENCY IN INTERNATIONAL TRADE" Linda S. Goldberg (2008) "Vehicle Currency Use in International Trade"、財務省統計より大和総研作成

ドル建て貿易赤字はドル高で改善するが経済全体で見ればマイナス

なお、日本は輸入においても他国よりドル建て割合が高く、また輸出のドル建て割合を大きく上回る。そのため、ドル建て部分の貿易収支は赤字であり、円高ドル安は日本経済にとってプラスだという指摘がある。実際、2010年度の名目輸出額は67.8兆円、名目輸入額は62.4兆円なので、それぞれにドル建て割合を掛けて両者の差を求めると、ドル建て貿易収支は12.9兆円の赤字になる。しかし、すべての条件を一定とした場合に円高のメリットがあると言えるとしても、現実的には為替レートの変化によって輸出の減少や物価の下落など多くの経済変数が変化する。こうした影響を加味した前述のモデルによるシミュレーション結果では、貿易収支黒字は縮小しており円高のメリットは限定的とみられる。

外貨建ての対外証券資産もドル安の影響を受けやすい

日本は世界最大の対外純債権国だが、日本の対外資産もドル安の影響を受ける。例えば、2010年末における日本の証券資産は273兆円だが、そのうちドル建て資産は113兆円であり、89兆円にのぼる外貨準備の多くはドル建てとみられる。ドル建て資産と外貨準備を合計すると202兆円となり、外貨建ての証券資産に占め

<sup>23</sup> 本稿が論点としているのは、円高（輸出品の価格競争力低下）に対して、日本の輸出企業が本文で述べたようなコスト競争や設備投資行動をしてきたという点である。円高の下では、円建て輸出の場合でも外貨建ての価格は上昇する（海外の輸入者は安くなった自国通貨で支払う円を調達する必要がある）ため、日本からの輸出品の価格競争力は低下する。インボイス通貨が何であるかは建値の問題であり、マクロ経済を議論する際の価格の問題ではない。

る割合は 71%に達する。日本が保有するドル資産は日本が超高齢化していく中で輸入増などに伴う対外的な支払いに充てるための準備という面はあるが、ドル資産を円に換えたり、ドル以外の通貨によって対外的な取引をしたりする可能性もあるのだからドル安による悪影響を受けている。このように、輸出などのフロー面だけでなく、対外資産というストック面でも日本はドル安の影響を受けやすい構造になっている。

第3章の議論を小括すれば、次の通りである。米国が基軸通貨国として守るべき義務を必ずしも十分に果たしていない以上、趨勢的なドル安を基本シナリオに据えざるを得ない。それに加え、変動相場制が持つ過度な為替変動は直接的に日本経済を悪化させるだけでなく、輸出企業が名目賃金上昇率の抑制を通じて価格競争力を維持する傾向が強かったため、それが内需低迷、デフレ圧力、さらなる円高に繋がるという悪循環をもたらしていると考えられる。

## 4. 長い目で見た円高対策

### 4.1 変動相場制の変動幅を抑える

趨勢的なドル安が続く中で、現在のドル基軸通貨体制は維持されるだろうという見通しや、ドル安傾向の中で変動相場制の持つ欠点に対する日本企業の対応が景気低迷やさらなる円高をもたらしているという現状分析を述べてきた。本稿の見方が正しいとすれば、日本はどのような戦略をとるべきだろうか。

積極的な財政・金融政策や為替介入といった対処療法によって円高とデフレの悪循環を断つことができないことは、これまでの経験から明らかであると思われる。また、円高を前向きに捉えて海外直接投資の拡大を進めていくことは重要だが、円高見通しが払拭できないと投資で得られる利益も期待しにくいいため、それだけで日本経済に明るい展望を持つことは難しい。企業は現在の投資コストだけで投資判断しているわけではなく、将来にわたる期待収益とのバランスで判断しているからだ。円高は投資コストを引き下げるが、今後も円高が続くのであれば将来にわたる期待収益も減少する。円高のメリットは、将来円安へ転じる予想が成立するような局面でこそ発揮されるだろう。

円高とデフレの悪循環を断つためには、趨勢的なドル安にどう対処するかという視点が重要である。時間がかかるとしても「長い目で見た円高対策」が必要だ。具体的にまず考えられるのは、変動相場制の負の効果を抑える制度を構築することである。先に述べたように、変動相場制は実体経済の価格ショックのみを反映するのではなく、様々な金融ショックや市場参加者の期待も反映されるため時により過度に変動する。そこで市場参加者の期待（予想）によるかく乱的な変動をできるだけ抑えるという観点から、各国当局が市場参加者の参考となる指標またはルールを提供し、それを実行することが有効ではないだろうか。極端なケースとして固定相場制を考えれば、各国当局が望ましいと考える為替レートを市場参加者が常に理解していたため、経済取引における不確実性がそれだけ小さかったと捉えることが可能である。将来に関する不確実性を減らすという観点に立ちつつ変動相場制の利点をより引き出すのがこの提案の考え方である。

現在の変動相場制では、通貨当局が望ましい為替レートを口にするのではないし、望ましい為替レートを決める方法も共有されていない。おそらく各国当局の

円高とデフレの悪循環は対処療法では解決できない

変動相場制の負の効果を抑える制度を構築

現在の変動相場制は誰も望ましい為替レートが分からない

共通認識は、「各国当局が容認できない水準と感じた場合は介入する」ということぐらいだろう。各国の感覚である以上、市場参加者は当局の考えている望ましい水準がどこにあるのか、それはどのような考えに基づいているのか、などについて何一つ正確な答えを持つことができない。その結果、当局の発言やニュース、短期金利差といった材料から判断して為替取引をしなければならない。

各国がPPPを為替レートの判断材料とした金融政策のコミットメント

そこで例えば、①各国（主要通貨国）が統一した方法で貿易財価格指数を作成し、②市場為替レートが米国と非基軸通貨国の PPP から一定程度乖離すると、米国と非基軸通貨国が為替介入することを義務付ける、といった国際的なルール作りをする努力が必要ではないか。もちろん、③米国には基礎収支の均衡に向けた努力や物価の安定、節度ある財政運営が求められる。ここで重要なのは、望ましい為替レートの考え方を各国当局も市場参加者も共有するという点である。最適な為替レートを測る方法はほかにもあるだろうが、PPP は実証的に支持されており、作成方法が容易なので市場参加者が認識しやすい。実際には、どの程度の乖離まで認めるかなどのコミットメントの幅について検討の余地が大きいだろう。肝心なことは、実体経済への悪影響を小さくするために過度の為替変動を減らし、為替レートの変化に対して経済主体が対応可能な状況にすることである。

問題はコミットメントを結べるかどうか

もちろん、複雑な国際政治社会の中でそうした合意形成が容易でないのは当然である。特に、基軸通貨国である米国は貿易をほぼ 100% 自国通貨建てで行っており、緩やかなドル安が国益に適うとみれば、金融政策が制約されるようなコミットメントを結ぼうとしない可能性がある。その他の国々も、現在は為替レートではなく国内事情を優先して金融政策を行う傾向があり、国内問題に対処するために金融は政策的に操作しても、為替レートは原則的には操作しないという立場だと思われる。日本も為替介入時には金融の不胎化がセットとされるが、円高が重要な経済テーマである日本では、そのようなコミットメントを結ぶことが例外的に難しくないかもしれない。

経済連関性の高い現在、為替レートの安定は各国の利益をもたらす

しかし、グローバル化の進展で各国相互の結びつきが強まり、景気の連動性が高まっている現在の経済構造において、為替レートの過度な変動がある国の景気を加速させ、別の国の景気を悪化させることは、世界経済の振幅を大きくさせることになる。そうしたグローバルな資源配分を阻害する要因を減らすことができれば、世界経済の一層の発展に資することになると考えられる。すべての国が目指しているのは「安定した持続的な経済成長」であり、金融政策の独立性を多少低下させても為替レートの安定にコミットすることは、各国に大きな利益をもたらすはずである。自国の景気が悪いときに自国のことだけを優先して通貨安を求めれば、回りまわって自国に不利益をもたらす状況がグローバル化が進めば進むほどみられるようになるだろう。主要通貨国はそうしたグローバルな観点から国際通貨体制を考えていくべきであり、中でも円高に苦しむ日本はそうした戦略を推進すべきだろう。

## 4.2 間接的に米国にドルの安定化を促す

ユーロ圏の債務問題・金融危機やアジアの経済発展に対して積極的に関与することで、米国の基軸通貨としての規律を間接的に促すことも考えられる。

ユーロ圏の債務問題に積極的に関与

ユーロは将来の基軸通貨として期待されており、欧州債務問題をうまく解決することができれば、再びその可能性は高まるはずである。現在はユーロに資金が

向かうような状況ではないため、米国には基軸通貨としての義務を十分に果たすインセンティブが生まれていないと考えられる。もちろん、足下では S&P の格下げもあって議会在ねじれている中でオバマ大統領は財政規律を高めようとしているが、その展開は迷走気味である。また、慢性的な経常赤字は依然として解決していない。

同盟国として基軸通貨国としての行動を米国に促すために、日本はユーロ圏の債務問題にもっと積極的に関与してもいいのではないだろうか。債務処理に目処をつけるためにはかなりの規模の資金が必要となる可能性が高く、その際に日本が資金の出し手としてリスクをとることは、短期的には世界経済の安定に貢献することになり、中長期的にはドルの安定にも繋がると思われる。

**最終需要地としてのアジアの存在感を高めドル依存を低下させる**

また、為替という観点からもアジアの成長に日本が関与していくことは重要である。前述のように、日本の輸出におけるインボイス通貨はドル建てが多いが、それはアジア向けにおいても当てはまる。アジア向け輸出のうち、ドル建ての割合は 48.6%と円建ての割合 (49.3%) とほぼ同じだ。伊藤・鯉淵・佐藤・清水[2009]によれば<sup>24</sup>、アジア向け輸出においてドル建ての割合が高い理由として、主要な輸出製品であるエレクトロニクス・電子部品はドル建て取引が一般的であることや、最終需要地や最終需要者が米国や米国系企業であること、ドルは為替の取引コストやヘッジコストが低いことが挙げられている。日本の輸出相手国としてのアジアは、依然として最終需要地というよりも生産拠点という面が強い。すなわち、ここから推論すれば、アジアがさらなる経済発展を遂げ、内需主導に転換していく過程では、米国との結びつきが強い状況に変化が生じる可能性がある。アジアの成長は、日本の景気を拡大させると同時に世界経済における最終需要地としてのアジアの存在感を高める。そうした中でのアジアにおけるインボイス通貨がどのような構成になるかは予想が難しいが、ドル建て比率が下がる可能性が出てくるだろう。アジアの現地通貨は取引量が少なく為替コストが高いことを考えれば、ドル建てから円建てへシフトすることも十分に考えられる。これは、米国に基軸通貨国としての規律を促すことになる。アジアの成長発展を加速させるためには、日本が相互にヒト・モノ・カネの動きを活発にする密接なアジア戦略（アジア各国との経済連携）が必要であろう。

#### 4.3 日本の製造業の販売形態を変える

日本が企業行動面から円高とデフレの悪循環を断ち切るためには、日本の製造業が販売価格の下がらないようなモノ作りや、販売価格を下げずにすむ販売方法を目指すことも大きな意味を持つと思われる。

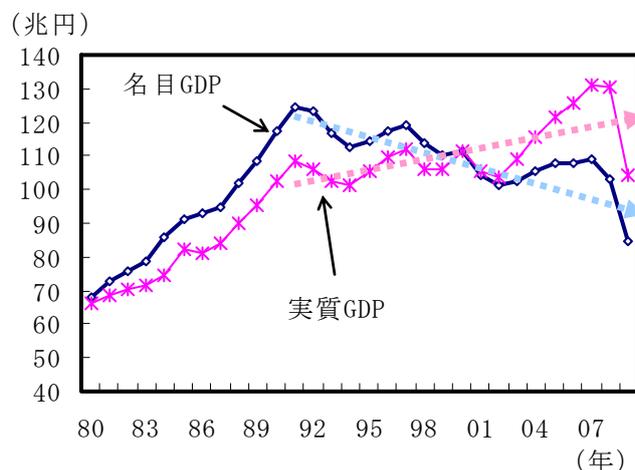
**日本の製造業の名目 GDP は 1991 年をピークに減少傾向**

前述のように、趨勢的なドル安円高に対して、日本の輸出企業は価格競争力を維持するためにコスト削減努力を払ってきた（前掲図表 7-1、7-2）。その結果、我々が通常注目する実質 GDP はなんとか増加しているが、逆に名目 GDP は減少している。図表 10-1 は日本の製造業における実質と名目の GDP の推移（1980 年～2009 年）を表している。実質 GDP は増減を繰り返しながらもリーマン・ショックの影響が顕著に表れた 2009 年の前まで増加トレンドにあった。しかし名目 GDP に注目すると、すでに 1991 年にはピークをつけており、その後は減少傾向にある。2002

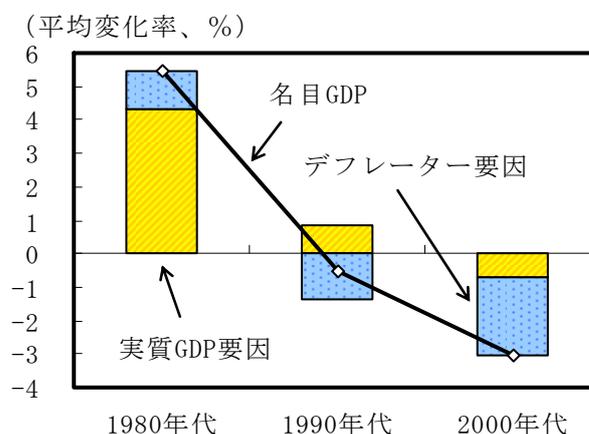
<sup>24</sup> 伊藤隆敏、鯉淵賢、佐藤清隆、清水順子「インボイス通貨の決定要因とアジア共通通貨バスケットの課題」、RIETI Discussion Paper Series (2009 年 6 月) を参照。

～2007 年は戦後最長の景気拡大期だったにもかかわらず、そのけん引役であった製造業の名目 GDP（製造業が生み出した名目付加価値）は減少トレンドからわずかに脱した程度であった。

図表 10-1 日本の製造業の実質と名目の GDP 比較



図表 10-2 日本の製造業の実質 GDP 成長率



(注) 2000年基準。右図の2000年代は2009年までの平均。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

### マクロからみると、 1990年以降の製造業 は減益構造

GDP とは総産出から中間投入を除いたものであり、企業でいえば粗利益に概念が近い。また実質 GDP は数量的な意味合いを持っている。そのため、1990 年以降の製造業の収益構造をマクロとして捉えれば、販売価格 (GDP デフレーター) を引き下げて販売数量 (実質 GDP) をある程度増加させたが、販売金額 (名目 GDP) は減少したという減益構造であったと解釈できる (図表 10-2)。販売金額が減っている中では、日本全体としては雇用者に分配する金額を増やすわけにはいかないし、税収も減ることになる。これらは内需低迷とデフレ圧力、財政赤字問題を深めてしまう要因となる。個々の企業は利益最大化のために合理的な行動を採ってきたにもかかわらず、それが必ずしも日本経済の拡大に繋がらなかった。

企業とは、コストを削減しつつ、製品の付加価値と価格を上昇させて利益を最大化することを目的としている主体である。個々の企業には研究開発投資によって他社や他国と差別化した製品を生み出したり、ブランディングやマーケティングによって円高局面においても価格が下がらない体質を地道に作ったりしていくことが求められている。そのことをマクロ的にいえば、実質 GDP (数量) を伸ばすだけでなく、販売金額に相当する名目 GDP (数量×価格) を伸ばすということだ。官民を上げてそうした企業部門の行動を推し進めていくことができれば、前述した減益構造をいわば増益構造へと転換させ、それがひいてはマクロの現象であるデフレと円高の悪循環を断つことにも繋がる可能性があると考えられる。

— 以上 —

**【経済社会研究班レポート】**

- ・ No.1 神田慶司・鈴木準「「実質実効為替レートなら円安」の意味—コスト削減の企業努力は円高・内需低迷・デフレを生んだ」2010年11月10日
- ・ No.2 鈴木準・原田泰「財政を維持するには社会保障の抑制が必要—社会保障の抑制幅が増税幅を決める」2010年12月29日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2011年6月）—大震災を乗り越え、実感ある成長をめざす日本経済」2011年6月16日
- ・ No.3 溝端幹雄・神田慶司・鈴木準「電力供給不足問題と日本経済—悲観シナリオでは年率平均14兆円超のGDP損失」2011年7月13日
- ・ No.4 神田慶司・溝端幹雄・鈴木準「再生可能エネルギー法と電力料金への影響—電力料金の上昇は再生可能エネルギーの導入量と買取価格次第」2011年9月2日
- ・ 溝端幹雄・神田慶司・真鍋 裕子・小黑 由貴子・鈴木準「電力不足解消のカギは家計部門にある—価格メカニズムとスマートグリッドの活用で需要をコントロール」2011年11月2日
- ・ No.5 鈴木準「欧州財政危機からの教訓—静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか」2011年12月2日
- ・ No.6 神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには—ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目で見た円高対策が必要」2011年12月13日

お客様各位

## **無登録格付に関する説明書** (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&P は、提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

以 上

---

この情報は、平成 23 年 8 月 1 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。