

時論

「適正な為替レートの水準は」という問いから考える

2024 年も、残り一か月程度となった。今年はスーパー選挙イヤーと言われ、11 月の米国大統領選挙に至るまで数々の選挙に目を向けてきたが、これに加えて為替レートの大きな変動に振り回された 1 年でもある。必然的に、「適正な為替レートの水準はいくらか」、「どうやって決まるのか」という問いが頻繁に周囲の人から出てきたり、あるいは自らに投げかけたりすることになった。

多くの人は今の水準を過度な円安であり、ネガティブな現象と認識しているだろう。生活必需品であることが多い食糧やエネルギーは輸入に依存する度合いが高いため、円安によってほぼ全ての人がその負担増に直面し、かつそれを意識させられる状態になっていることが主因である。

一方で、当然ながら円安から利益を得ている主体もいる。日本の経常収支の黒字が続く下で日本勢が保有する外貨は増え続けているので、円安のメリットは大きくなっていると見ることもできる。NISA の普及もあって、円安から利益を得る外貨建資産保有者も以前よりも増えている。2022 年の展望レポートで、日銀は「円安は引き続き、全体としてみれば、わが国の景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる」と書いた。当初から円安を志向した金融政策を正当化する目的もあっただろうが、日本全体では円安による負担増よりも利益の方が大きいという指摘は、今でも一概に否定できないと思う。

しかしながら、利益を得る側の人や企業の割合が低いことが、世論全体として円安をネガティブに捉える理由になっている。エネルギー価格や食料品価格には毎日のように接するのでそのデメリットが頻繁に意識されるのに対して、外貨建ての投資収益などのメリットを具体的な形で目にする機会は相対的に少ないという差も一因だろう。更には、為替レートが一方方向に振れている時に、そこから利益を得ている主体が自ら事実を公にすることは稀であるし、マスコミの報道は急な円高が進めば専らそれに困っている人を取り上げ、円安の時は逆になるのが常なので、人々の印象は円高・円安どちらの局面でもネガティブな方に傾きやすいバイアスがある。

今起きていることを数字で示すとすると、下のようになると考えている。100 人の集団があって、うち 10 人が円安からそれぞれ 10 の利益を得る一方、残り 90 人が各々 1 の不利益を被っているとする。このケースでは、全体の利益を合計すると +10 になるが、多数を占める 90 人は負担を認識するため、世論は円安に対してネガティブになる。更に行動経済学の成果によると、利益を受けた時と損失を被った時の感情の振れ幅は非対称で、後者は前者の 2 倍以上とのこと。この倍率を 2 倍としても、この集団の現状認識を数値化すると $100 - 90 \times 2$ で $\Delta 80$ になる。こうして、単純に全員の損得を合計するとプラスでも、国民全体の捉え方は負担を被る人の割合以上にネガティブに傾いているのが現状だろう。

この状況で、「国全体の利益はプラスなのだから円安はポジティブであり、更に推し進めても構わない」と考えるか、「実際に多くの人が暮らし向きの悪化を感じ、ネガティブにとらえている以上、今の円安は修正すべき」という意見の相違は、もはや価値観の対立であって結論は出ないだろう。とすると、あとは国民の選択次第にならざるを得ない。元 FED 議長のグリーンズパン氏は、まだ +2% という具体的な数値目標が掲げられる前の 2001 年 10 月、「物価安定」の定義として「家計や企業意思決定に実質的に影響し

ない環境」とするスピーチを行った。日々の生活や企業活動において煩わされないインフレ率ということで、「適正な為替レート」も結局この考え方に基づいて決まるのだろう。現時点で最適なレートは、少なくとも今よりも多少円高だが特定の水準は存在せず、かつあくまで現時点での感覚的なものであって、この先変わる可能性も大いにある。結局のところ、適正な為替レートはその時その時の国民の受け止め方に左右されるということになり、どの程度「正しい」かはともかく、政策当局、特に国民からの信任を問われる政治はこの円安に対処することが求められる点で、これが現実であろう。

ここで重要なのは、為替の変動に過度に慌てて対応を誤らないことだろう。先に挙げた数字で言えば、+10 だけを見るのは当然許容されないが、▲80 の方ばかり見て対策を考えるのも最適ではないということだ。真っ先に求められているのは、円安が拍車をかけているインフレへの対応策だが、その筆頭に挙げられる給付金は、購買力の増強を通じて物価を更に押し上げる要因になる。特定品目の価格を押し下げするための補助金は、実際の販売価格が抑えられるので優れたインフレ対策に見えるが、他品目への支出余力が増えるため見かけほどのインフレ抑制効果はない。従って、インフレを抑えようとするならば、対象を真に困窮している人、および真に必要な品目および規模に絞りこむことが必要である。また、エネルギーの自給率向上など別の策も、円安とそれに伴うインフレが引き起こしている問題解決につながる解として、国民のコンセンサスを得るピッチを上げていくことは有益であると思う。

円高に怯えるあまり金融引き締めが遅れたことが 80 年代末からのバブル拡大の要因になったことは、為替レートの急変動に対する一種の恐怖症が対応を誤らせた事例として、大きな教訓になっている。今回も同様だが、円安への対応が必要になることは殆ど初めてのことで誰も経験していないだけに、足元の円安への対応に慎重を期す必要がある。

加えて、円安とそれが拍車をかけているインフレ以外にも、同程度に、あるいはそれ以上に重要な経済上の問題があることも忘れてはならないだろう。必要なインフラの維持さえ難しくしつつある人手不足、なお道半ばの気候変動対応、将来に亘って不安のないエネルギー確保、などである。足元の円安が一つの結果とされる日本製造業の国際競争力低下もその一つで、訪日外国人客数の回復とともに旅行部門のサービス輸出は急激に増えているが、財輸出は今なおその 10 倍以上の規模があるため、財輸出の不振をどこまでもインバウンド需要の増加でカバーするのは現実的ではない。こうした、足元の円安やインフレと直接の関係がないように見える各方面の課題を解決することも、将来に亘る国力低下と望まざる円安進行に歯止めをかけるために必要なことであると思う。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@sumitomo-trust.jpまでご連絡ください。