

為替乱高下のフロート 50 年

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

為替市場では日米金利差の拡大を背景に円安が進行して、再び1ドル150円を突破し、おそらく覆面介入と思われるが、ドル売り介入が実施されたようだ。インフレが加速している現在、大幅円安に対する国民の不満も高まってきており、経済運営は難しい局面を迎えている。今年の世界が全面フロート（変動相場制）に移行してから50年を迎える節目の年でもある。今やフロートは所与のものとして、疑問を呈する声は全く聞かれなくなっているが、一度フロートの功罪についてレビューしてみるのも良い機会かと思われる。

全面フロートに移行したのは1973年2月だが、国際通貨基金（IMF）や各国政府は希望的観測ながらフロートは一時的で、いずれ国際通貨制度は固定相場制に復帰するという意見を持っていたようだ。しかし、1973年10月の第四次中東戦争勃発を契機に第一次石油ショックが世界経済を襲い、固定相場制復帰の道は絶たれることになった。経済が大きなショックに直面した時は為替の均衡レートを人為的に見つけるのは難しく、相場決定を市場に委ねるフロート以外に選択の余地がなかったからだ。

元々、フロートに期待された役割は為替の自動調整による貿易不均衡の是正である。例えば、日本の輸出が輸入を上回って貿易収支が黒字の場合、為替需給はドル供給（輸出）がドル需要（輸入）を上回ることで、ドルが余剰となってドル安円高に動く。貿易不均衡の原因はインフレ格差を反映した価格競争力ギャップなので、円高が進むことでドル建て輸出価格が上昇し、価格差が解消されて貿易収支の均衡が達成されると考えられていた。

しかし、フロート下の為替相場を振り返ると、ドル円は308円から75円まで円高が進み、その後は150円まで円安に戻すなど上下に大幅な変動を繰り返してきたが、為替調整が貿易不均衡の是正に繋がったとは思えない。この間、米国はずっと貿易赤字が続き、更に赤字拡大の傾向も見られる。一方、日本は最近でこそ貿易赤字も散見されるが、2010年頃までは一貫して黒字が続き、不均衡是正に相当の時間を要したことが分かる。フロートの効果は期待外れに終わったというのが正直な感想だ。

為替変動が何故、貿易不均衡の是正に効果がなかったのか、1970年～2010年の円高の時代と2010年以降の円安の時代について検証してみたい。第1の円高の40年を振り返って言えるのは、為替変動に対する企業行動が理論家が考えるほど単純ではなかったことだ。教科書的にはドル安円高が進行すれば、日本製品の価格競争力が低下して、輸出数量が減少するはずだ。しかし、実際は企業がコスト削減など合理化を行い、ドル建て輸出価格の上昇を抑制しようとしたので、輸出数量は余り減らなかった。一方、米国にとってドル安は輸出増加と輸入代替の絶好のチャンスだったが、企業努力の欠如からか、それを活かせなかったようだ。

一方、2010年以降は日銀の異次元緩和で大幅に円安が進行した時期である。日本製品の価格競争力が高まったので、理屈から言えば、日本の輸出は増えるはずだが、輸出数量は横ばいのままである。その理由は1990年以降、産業空洞化が進行した結果、為替が輸出有利に動いても、供給力の低下で輸出が伸びない

構造になってしまったからだ。産業空洞化の要因は複合的であるが、第1はポスト冷戦でグローバル化が一気に進んだことである。旧共産圏諸国の生産要素が開放され、その安い労働力を求めて西側の資本と技術が東側に流れ込んだ。日本企業もグローバル化に乗り遅れまいと、中国など新興国に工場を移転させたが、欧米企業とは異なる事情もあった。

当時の日本企業はバブル崩壊で不動産や株価が暴落、バランスシートの資産サイドが毀損して減損処理を迫られるなど、経営体力は大きく落ち込んでいた。一方、景気悪化で貿易黒字が減らず、円高が一段と進むことになった。バランスシート悪化に円高では日本企業も海外への工場移転を決断せざるを得なかったのである。グローバル化とバブル崩壊と円高が不幸にも重なったことが産業空洞化の原因と言える。ちなみに日本企業の海外現地生産比率の推移を見ると、1990年は5%だったが、2000年には10%を超え、現在は20%を超えるなど、産業空洞化の進行が一目瞭然である。このように、現実の世界はフロート論者が考えたほど単純ではなく、貿易不均衡の是正には複合的要因が絡んでいることが分かる。

更にフロートの大きな問題は為替が想定を超えて変動し、経済に大きなショックを与えたことだ。この過度の為替変動をもたらした最大の要因が資本移動の自由化である。戦後の世界経済は自由貿易を推進するGATT（関税と貿易に関する一般協定）体制と固定相場制と国際収支の不均衡是正の役割を担うIMF（国際通貨基金）体制が車の両輪であった。戦前のブロック経済による世界貿易の縮小と世界恐慌が第二次世界大戦に繋がったとの反省から、貿易の自由化と為替の安定を推進したわけである。GATT体制下で貿易の自由化（関税引き下げと非関税障壁の撤廃）が進むと、資源配分の効率化による世界経済の拡大を促進するには資本移動の自由化も同時に進めるべきだという意見が強まった。

それを主導したのが米国であり、フロート移行の前年、1972年のIMF総会でシュルツ米財務長官は「GATTが貿易の自由化を推進したように、IMFは資本移動の自由化を推進すべきだ」と発言している。資本移動の自由化と固定相場制は両立しないので、IMF体制下では資本移動の自由化を進めるには無理があるが、フロートで為替制約が外れたので、資本移動の自由化を求める声が一気に強まった。そう考えると、フロートへの移行は米国の思惑通りだったと言える。但し、資本の範疇には直接投資の他に投機的な証券投資もあり、資本移動の自由化を契機に投機資本が大量に動き始めると、市場の安定を損なうリスクが出てくるのは避けられない。

米国が積極的に資本移動の自由化を唱えた背景には閉ざされた日欧の資本市場を開放させ、日欧資本の流入で米国の貿易赤字をファイナンスさせようという意図があったようだ。外国資本の流入で赤字がファイナンスできるのであれば、国際収支の天井を気にせずに、米国は自由に景気刺激などの国内政策を実行することができる。また、円高圧力を加えるなど、為替政策を駆使することで、投機資本を動かして、スピーディに望ましい為替水準に相場を誘導することも可能となる。しかし、米国の都合で振り回される日欧にとっては迷惑な話だった。

為替取引量の観点から実需の貿易為替と比べて、資本取引に絡む為替は10倍以上と比較にならないくらい大きく、為替相場を決定するのは投機的資本といって過言でない。特に1990年代以降の証券化、デリバティブ市場の拡大に伴って、投機的な為替取引が飛躍的に増加したことの意味は大きい。為替市場では実需筋のメーカーに比べて、外国証券投資を行う生命保険会社、損害保険会社や年金基金、或いは顧客から預かった資金を運用する機関投資家、そしてこの機関投資家や富裕層から資金を募集して、高収益を狙うヘッジファンドなどが圧倒的な支配力を持っている。そし

て、投機筋が最も注目するのは各国の金融政策であり、基本的に為替相場は各国間の金利差で決まると言ってよい。

その典型的な事例を幾つか見てみよう。1つは1979年から1980年代前半にかけての日米金利差の拡大である。この間、米FF金利は5%から20%に急上昇、日銀も短期金利を3.5%から9%まで引き上げたが、日米金利差は1%から11%に拡大してしまった。円相場はそれを反映して1ドル180円から270円までドル高円安が進行した。金利差拡大の背景は1979年にFRB議長に就任したポール・ボルカーが悪性インフレを一掃する手段として、金融政策の操作目標をそれまでの「FF金利」から「非借入準備」に変更する「新金融調節方式」を採用したことによる。

非借入準備とは銀行の準備預金から連銀借入分を差し引いたもので、ネットの準備預金と言ってよい。この非借入準備を公開市場操作（オペ）で増減させ、資金過不足の調整に銀行が奔走することでFF金利が動き、中間目標であるマネーサプライ（M1）をコントロールするという仕組みだ。この方式を駆使することで、最終目標のインフレ率を達成しており、「中間目標戦略」と呼ばれていた。よって、中間目標であるM1が目標値を上回れば、FRBがオペにより銀行準備を吸収してFFレートの上昇を促すことが明白だったので、週次のマネーサプライ統計（毎週木曜日の東部標準時間午後4時30分に発表）に注目が集まり、統計が公表されるや否や為替市場が大きく変動する事態が繰り返された。

次に最近の事例では2022年3月からのFRBの連続利上げで日米金利差がゼロから5.5%に拡大し、円相場が1ドル115円から150円の円安方向に動いたことである。この理由はウクライナ戦争の勃発でエネルギーなど資源価格が暴騰して、米国のインフレの伸びが9%まで加速したことにある。しかも、その後、総合インフレ率が3%に低下しても、食料とエネルギーを除くコアインフレ率が4%で高止まり

しており、これを放置すれば、せっかく2%でアンカーされている期待インフレが漂流しかねないとの危機感が強まった。そこで、異例とも言えるが、僅か1年半で11回も利上げしてFF金利は0～0.25%から5.25～5.5%まで引き上げられたのである。

一方、異次元緩和を続けてきた日銀はインフレが4%を突破したにもかかわらず、2%物価目標の持続的、安定的な実現が近づいているとは評価できないとして、金融緩和をねばり強く続けていく方針を表明している。イーールドカーブ・コントロール（YCC）の柔軟化には手を付けたものの、短期金利は▲0.1%のマイナス金利を維持したままである。日米の金融政策が真逆で、金利差が拡大したことでほぼ一本調子に円安が進行したが、得をしたのは輸出業者と投機筋であり、彼等に大きなボーナスを与えたようなものである。

このように50年の経験からフロートで貿易不均衡が是正されるというのは幻想であり、むしろ、資本移動の自由化で為替が乱高下して世界経済が混乱する弊害の方が大きかったように思われる。固定相場制では貿易不均衡（赤字）があれば、その是正に向けた国内政策（引き締め）を発動する必要が出てくる。しかし、基軸通貨国の米国は痛みを伴う不均衡是正策の採用を躊躇し、日本など黒字国に責任を転嫁し、最後は全面フロートへの移行で国内政策の自由度を守り通した。

対外均衡を犠牲にして国内均衡を優先するのは米国の常であり、ある意味ではフロートは米経済政策のモラルハザードをもたらしたと言えるかも知れない。しかし、ファンダメンタルズを無視した政策はいつか限界点に達して、大規模な反動調整が起こる可能性が高い。1985年のプラザ合意が典型で1ドル240円から120円に達するのに要した時間は僅か2年だった。アメリカ・ファーストはトランプのキャッチフレーズだったが、フロート50年は世代を超えてアメリカ・ファーストに世界が振り回された時代だったという感が強い。