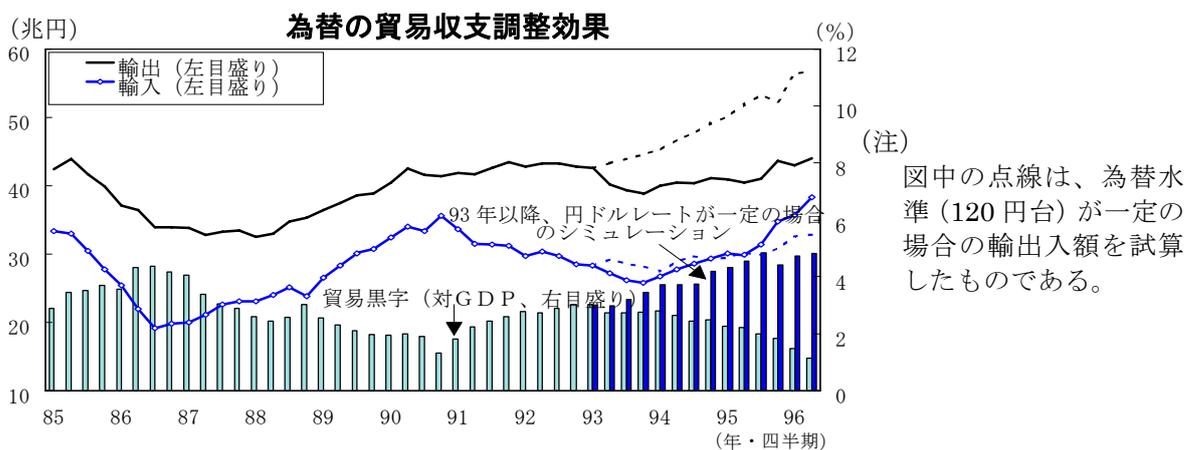


円高は終わったか？

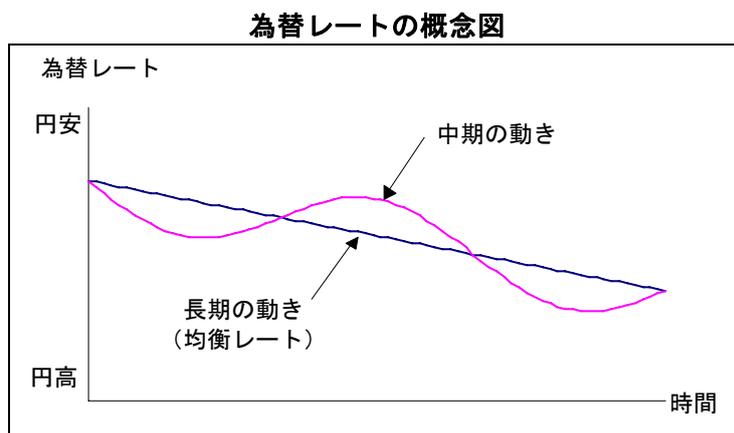
昨春以降、円安方向の動きが続き、早くも「経常黒字・円高時代は終わったか」との議論が行われている。しかし、為替の決定メカニズムからみると、対外収支の動向次第で再び円高に転じるリスクもあり、要注意だろう。

93年1月以降、対外黒字急増に米クリントン政権の円高誘導発言が加わり、急速な円高が進行した。当時、円高による貿易収支調整効果（黒字削減効果）があるか否かに関しては、様々に議論されたが、現在までの推移をみると「調整効果はあった」と言えるだろう。

下図は、今回の円高がなかった場合、つまり92年第4四半期の為替水準（120円台）がその後も続いた場合の貿易収支額をシミュレーションした結果である。円高がなかった場合は、96年の貿易黒字の対GDP比は4%を超え、過去最高水準の85年並に膨らんだと試算される。

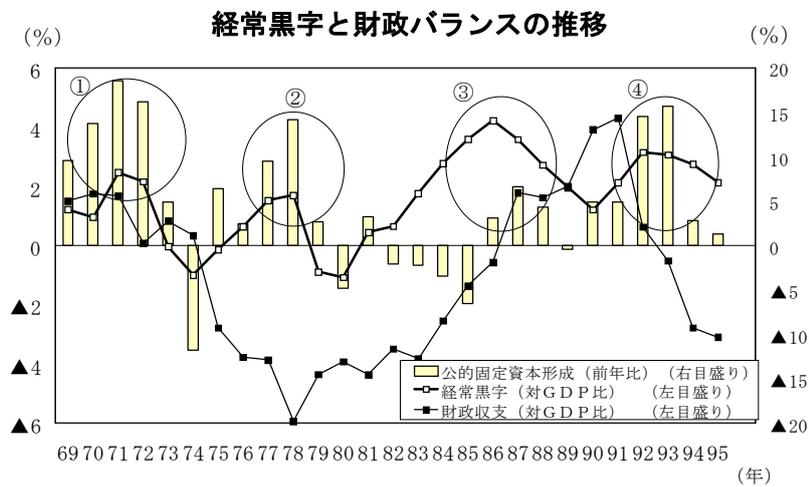


このように黒字削減に大きな役割を果たした円ドルレートは、内外インフレ率格差、対外収支不均衡、内外金利差など経済ファンダメンタルズに沿った動きをする。そして、為替レートの動きは、下図のように「均衡レート（長期の動き）」と「中短期の動き」の2つが合成されたものとみることができる。



「均衡レート」を規定する要因は対外収支であり、「中短期の動き」を規定するのは国際資本移動である。例えば、米金利が上昇して、日本から米国へ資本が流出すると、「均衡レート」から円安ドル高方向に乖離する。しかし、この水準では、日本の輸出企業の採算が向上して、輸出増から対外黒字が拡大し、今度は逆に円高ドル安になる。従って、長期的視点では、この「均衡レート」がどちらの方向に向いているかが重要となる。

戦後、72年、77年、85年、93年と4回、対外黒字が大きく拡大した時期があるが、この時期は急激な円高が進展した時期でもあった。いずれの時期も、公共投資追加等の内需拡大策で対外黒字を削減しようとして、経済に歪みをもたらされた。景気過熱を招いたのが、72年(①)、85年(③)、景気が盛り上がりず財政が危機的状況に陥ったのが、77年(②)と、今回の93年(④)であった。



「均衡レート」が円高方向にシフトした結果、円が割安となり、対外黒字が拡大している時には、円高による貿易収支調整が有効であろう。もっとも、「均衡レート」の水準を求めることは難しいが、対外収支の動向により確認することは可能である。つまり、対外黒字が拡大基調にあれば、円ドルレートは均衡レートより円安水準にあることになり、対外黒字増を抑制する形で円高が進展しよう。

今後の輸出入環境の見通しがポイントとなるが、過去の経験則から言えば、①アジア等からの製品輸入の増加は海外生産拠点の整備が進むと一服感がでること、②国内成長率に比べて世界成長率が高めであることから、現在の円ドルレート水準では輸出が増加し、対外黒字はむしろ増加する可能性が高いように思われる。「再び円高に向かうリスクがなくなった」とは言えないだろう。