

## ストラテジーブレティン (344号)

## 円安を享受せよ

## ～円安は日本製造業の劇的復活を担保する～

## 日本ダメ論の横行

円が急落、ドル円は151.6円という1990年以来のほぼ33年ぶりの円安になっている。通貨の実力を示す円の実質実効レート(2020年=100)の下落は更に極端で、2023年9月末現在72.4と、1ドル308円のスミソニアン体制時(1971～1973)の83.6に比べても13%安という歴史的安値に落ち込んだ。悪い円安論がメディアとエコノミストの間で語られ始めた。産経新聞は日本の名目GDPが独、印に抜かれ世界4位に落ちる見込みと述べ、日本の地盤沈下を報じた。日経新聞は円弱時代との自嘲的な記事で、円安を引き起こす日本の弱点をあげつらっている。資本が成長力の弱い日本から逃げていき円安になるとの議論で円安を解釈している。しかし日本の低成長力は今に始まった話ではない。2010年以降の円高時代においても、巨額の資本が成長率が高い海外へと流出したのに円高が続いた。日本がだめだから円安になっているという議論は成り立たないのである。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表1: 円の実質実効レート推移

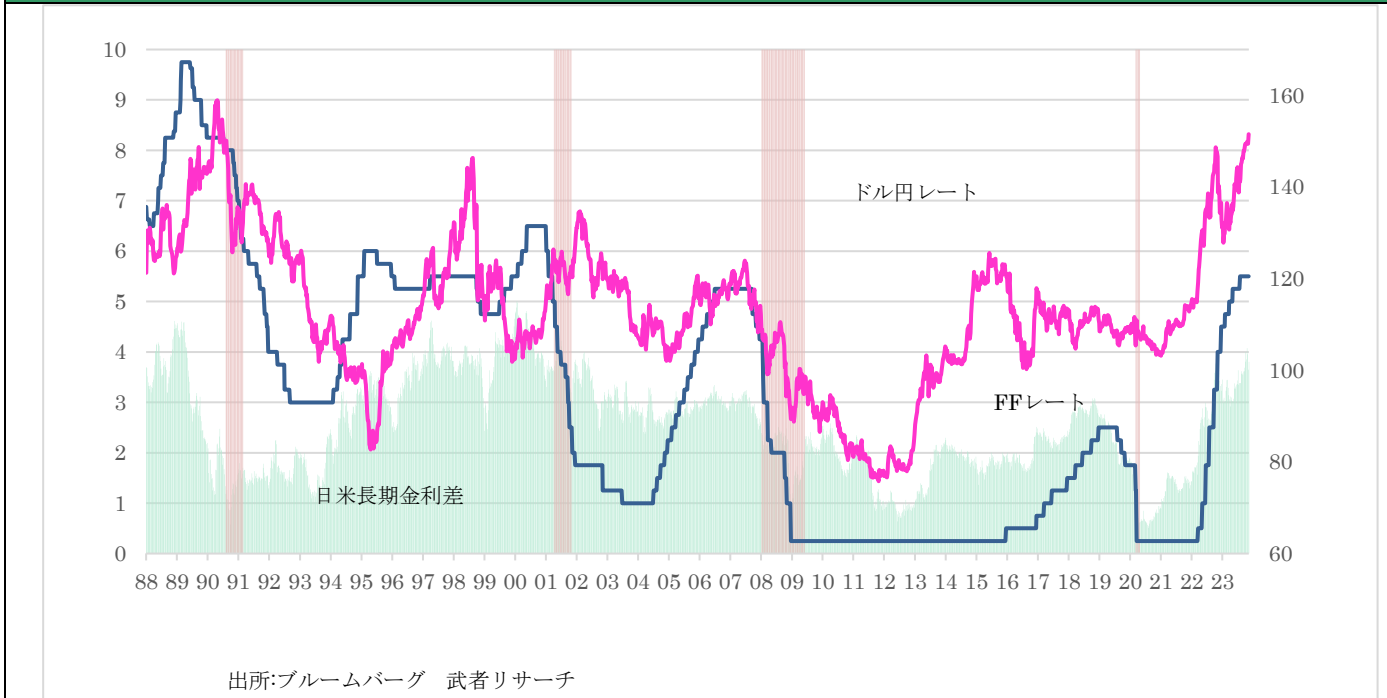


出所: 日本銀行、武者リサーチ

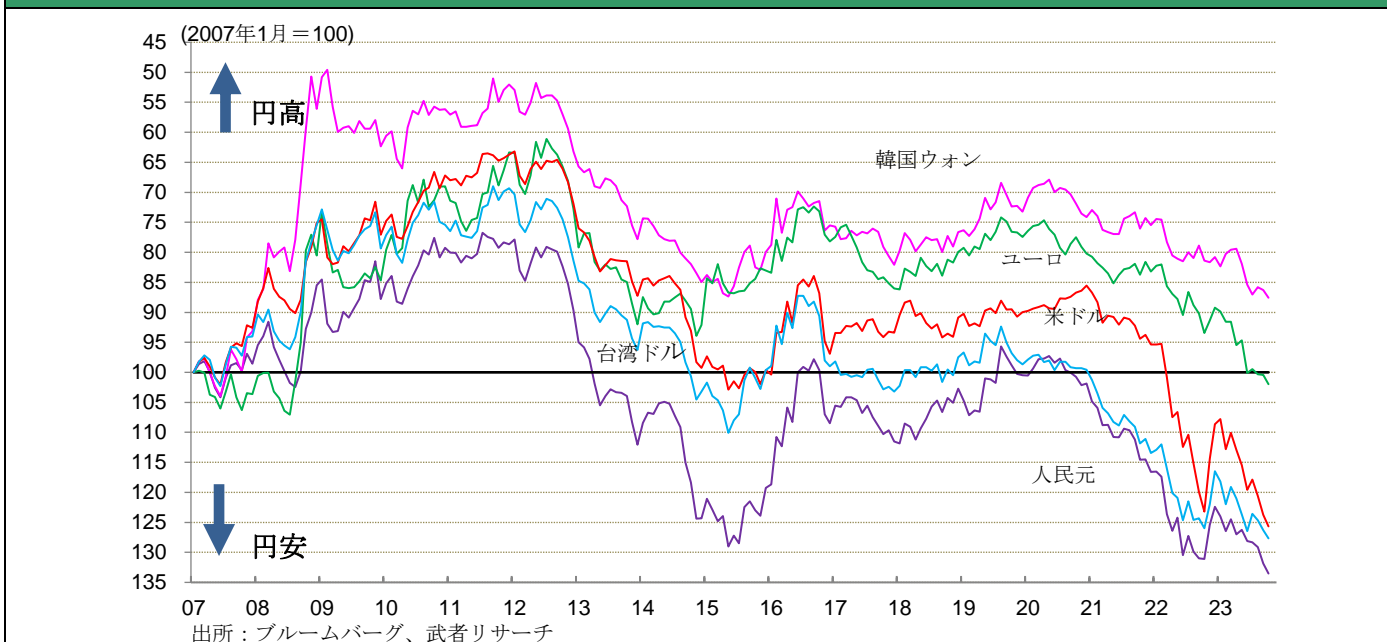
## 金利差仮説、経常収支仮説では説明がつかない円安進行

金利差に着目した円キャリートレードが増加しているという説明もある。確かに2年前まで日本以下のマイナス金利であったドイツなど欧州金利が急上昇し、日本円の調達通貨としての魅力は高まっている。しかしキャリートレードは円高になれば大幅な為替損を生む。1ドル150円の時に1ドル借金し1ドル100円という円高の下で返済するとすれば、150円返すためには1.5ドルが必要になる。ドル円が151円という1990年以来の33年ぶりの円安になっている時に、更なる円安に人々は賭けているのだろうか。だとすればそれは著しいギャンブルと言える。

図表 2: ドル円レートと日米長期金利差と FF レート推移



図表 3: 主要国通貨の対円レート推移



そもそもここ数日米金利差が縮小しているのに円安が進行している。また対米ドルどころかほぼ全通貨に対して、円安が進行している。利下げをしている中国人民幣やタカ派姿勢を後退させている韓国ウォンに対してさえ円が安くなっているのである。

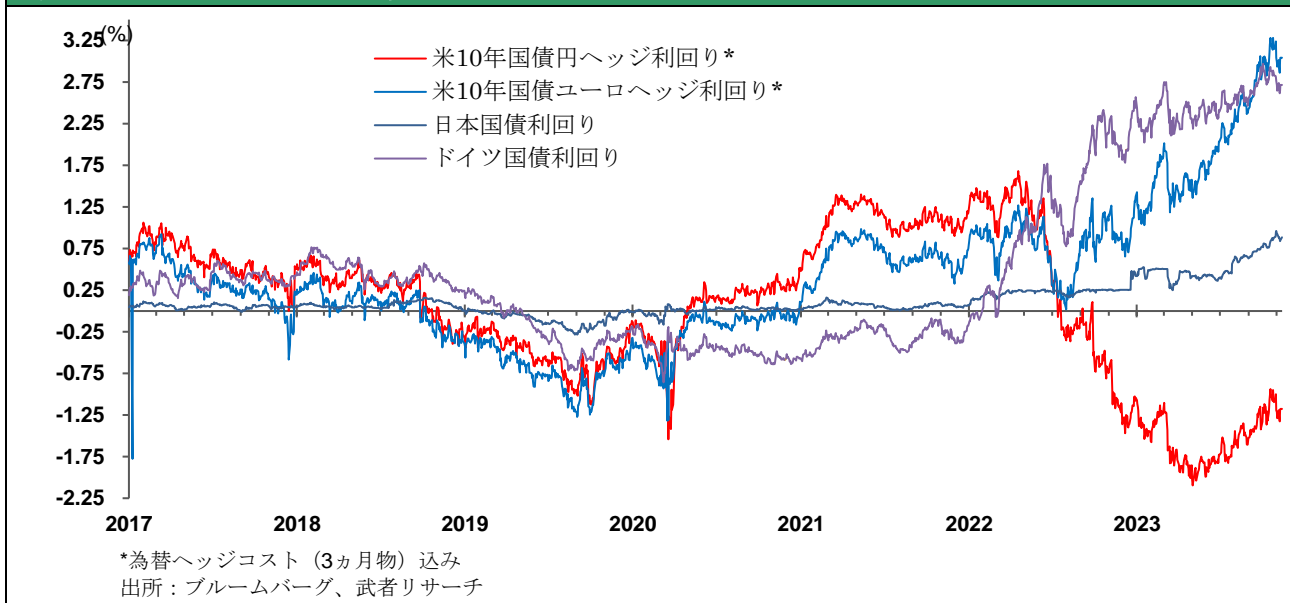
### 日銀の矩を超えた円安

この正体不明の円安を何とかせよとのコメントが見られ始めた。国民の实质所得を奪っている物価高の元凶が円高だとすれば、日銀は金融引き締めへ転じなければならない。植田日銀はおそらく円安容認批判の先手を打ったのであろう。市場の意表をついて7月末に続いて10月末にもYCCの再調整(長期金利の上限の1%突破容認)というサプライズを演出したが、それは全くの空砲に帰した。

為替市場が金利差縮小に反応しなくなっているのであるから、今の円安は日銀の矩を超えていると言ふべきかもしれない。

図表4は米国10年国債投資の為替ヘッジもののリターンであるが、日本の投資家が円ヘッジをした場合金利差を著しく上回るヘッジコストにより、1%以上のマイナスになる状況が1年以上にわたって続いていることがわかる。図表5は円とユーロのドルヘッジコストの推移であるが、2022年後半以降日本円のヘッジコストが極端に上昇し9月以降6%という高水準で推移している。それまでほぼ連動していた両者が大きく乖離し、直近では4%の格差が生じている。ヘッジコストには市場が織り込んでいる相場観と見られるので、日本円には突如として金利差以上の先安観が形成されるに至ったのである。

図表4: 為替ヘッジ付き米国国債投資のリターン、円リターンとユーロリターン



図表5: 円/ユーロの対ドルヘッジコストの推移



### 市場参加者に見えていない円安の正体、地政学

金利差でもない、景況感でもない、貿易収支でもない、資本収支でもない理由によって、今や日本円相場の先安観が形成されている。この円先安観はどこから来ているのだろうか。それは米当局の意志に他ならない。11月の米財務省による為替監視リスト(中国、ドイツ、マレーシア、シンガポール、台湾、ベトナム)から再

度日本(対米貿易黒字第5位の)が外れた。中国・台湾・韓国という地政学的危険地帯に集中しているハイテク製造業の産業集積を安全な日本に移転するしかない、という覇権国米国の国家戦略遂行の手段が、この超円安なのだと考えざるを得ない。神田財務官、イエレン財務長官は介入のレベルそのものは問題にしない、「水準そのものが判断材料ではなく、あくまでボラティリティー(変動率)が問題」との見解で同一歩調を取っている。

### 為替は経済実態を投影するのではなく、経済実態を作るものである

市場関係者もエコノミストも為替に関する因果関係を逆転させなければいけない。為替は経済実態の結果なのではなく、原因なのだとすることを知らなければならない。かつて日本では「デフレで円の購買力が強まっているのだから円高は当然だ、円高という現実を受け入れるべきだ」と多くのエコノミストが主張していた。しかしその円高が日本の競争力を奪い、企業とビジネスチャンス、雇用、資本の海外流出を促進し、日本の内需を痛めつけたことでさらにデフレを進行させた。円高とデフレの悪循環を断ち切ったのは、円安誘導を起点にリフレを実現しようとしたアベノミクスと黒田異次元緩和によってであった。

為替は将来の経済を決定する最も重要な指標の一つであることを忘れるべきではない。日本の産業復興を切望する米国が、円安を誘導しているのだ。韓国が2008年から2013年の著しいウォン安の過程で飛躍的に競争力を強め日本のハイテク企業をなぎ倒したが、円安の定着は日本の劇的再台頭を準備するだろう。日本は巨大な製造業立国として、サービス(観光)立国として再登場するだろう。それにより長期的に日本の強い円は復活する。日本は今の円安の僥倖を享受するべきであり、間違っても円高誘導等、無駄な抵抗をするべきではない。

図表 6: 米財務省による貿易相手国為替監視指標(2023/11)

	FX Intervention			Current Account			Bilateral Trade
	Net Purchases (% of GDP, Trailing 4Q) (1a)	Net Purchases (USD Bil., Trailing 4Q) (1b)	Net Purchases 8 of 12 Months† (1c)	Balance (% of GDP, Trailing 4Q) (2a)	3 Year Change in Balance (% of GDP) (2b)	Balance (USD Bil., Trailing 4Q) (2c)	Goods and Services Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q) (3)
Canada	0.0	0	No	-1.0	1.1	-21	39
Mexico	0.0	0	No	-1.1	-0.5	-18	145
China	0.4 — 0.6 *	66 — 113	No	2.2	1.5	389	294
Germany	0.0	0	No	5.1	-2.1	212	85
United Kingdom	0.0	0	No	-1.9	-0.4	-58	-21
Japan	-1.5	-62	No	2.1	-0.7	89	65
Korea	-1.8	-30	No	0.5	-3.0	8	38
Ireland	0.0	0	No	10.5	32.8	57	3
India	-0.4	-15	No	-1.7	-2.1	-58	47
Switzerland	-12.9	-109	No	9.8	5.4	83	-4
Netherlands	0.0	0	No	9.6	3.3	100	-58
Taiwan	-0.8	-6	No	11.8	0.6	87	48
France	0.0	0	No	-1.9	-1.1	-54	17
Vietnam	-1.5 **	-6	No	4.7	0.3	19	105
Singapore	5.7	27	No ***	18.3	1.7	86	-33
Italy	0.0	0	No	-1.1	-4.3	-23	46
Brazil	0.0	0	No	-2.6	0.7	-53	-28
Australia	-0.1	-2	No	1.2	-0.2	20	-29
Thailand	-1.2 **	-6	No	-1.4	-8.1	-7	42
Belgium	0.0	0	No	-1.7	-3.1	-10	-14
Malaysia	-5.8 **	-23	No	3.3	0.9	13	31
Memo: Euro Area	0.0	0	No	0.2	-1.4	34	106

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。