

## 「実質の罫」 ～実効為替レートで見た円の水準～

第一生命経済研究所 代表取締役副社長 長谷川 公敏

「実質:real」という言葉には、「本当のこと」や「真実」という意味合いが感じられる。逆に「名目:nominal」という言葉には、「見せかけのこと」や「嘘っぽい」という響きがある。だが、GDPなどの経済実態を説明するときに、「現実の数字を名目」といい、「机上で加工した数字を実質」と呼ぶのは、なぜなのだろうか。

現実の経済では物価上昇が当たり前なので、インフレによる経済のかさ上げを調整し真の実力を明らかにするために、現実の数字を物価で調整した「実質」という概念が考えられた。例えばオイルショックのときのように物価の上昇が激しければ、消費者は収入の増え方や物価の上がり方を見て「実質」の意味を実感するのではないか。

昨年夏ごろまで盛んに言われた「実質実効円レート」にも、「実質」という言葉には「真実」という響きがある。日本銀行に「実質で1985年のプラザ合意以来の円安水準」といわれれば、誰でも円の水準はかなり低いと思うに違いない。しかし、当時の「名目実効円レート」は「プラザ合意のときの2倍の円高水準」であり、両者の水準は大きく食い違っている（資料1、2）。

この違いは日本と貿易相手国とのインフレ率の差によるものだ。したがって、日本経済のデフレが続いていることを示すために、「実質実効円レート」と「名目実効円レート」を比較するのであれば、「実質」を使う意味がある。このように正しく「実質」を使えば、金融政策の処方箋は、デフレ脱却のための金融緩和になる。

だが日銀は、円が過度に低水準にある証左として「実質」を使った。過度の円安であれば是正しなければならず、そのためには貿易相手国との金利差を縮小する必要がある。したがって金融政策の処方箋は、円を高くするための利上げということになる。

為替の取引は現実の価格で行われている。企業収益に直結する為替レートも、現実の取引価格である名目為替レートで経営計画が立てられており、海外旅行のときの買い物も名目（実際）の為替レートで行う。つまり、為替市場や為替取引には「実質為替レート」という概念はないといえるだろう。

ところで、円が安いことによるデメリットは、輸入物価を通じて物価が上昇しやすいことであり、逆にメリットは輸出を促進することだ。したがって、デフレで輸出頼りの日本経済には、ぜひとも円安が必要だ。

こうした中で、現実の実効為替レートである「名目実効円レート」がかなりの円高水準にあるにもかかわらず、日銀が机上の数値である「実質実効円レート」を持ち出し、プラザ合意以来の円安を懸念するのは、極めて不可解だ。

一方、米国FRBのバーナンキ議長は、「名目実効ドルレート」が歴史的なドル安水準であるにもかかわらず、先日の議会証言で「ドル安容認」と受取られる発言をし、更に追加利下げも示唆した（資料3）。

米国は経常収支の赤字をファイナンスできれば、輸出を増やすためにはドル安が好都合だ。また、通貨安のデメリットである輸入物価の上昇は、原油などの輸入品がドル建てである限り影響が小さい。バーナンキ議長発言はドルの信認を揺るがすとの批判はあるが、内需の先行きが懸念される米国にとって、国益に繋がるものとして評価できるだろう。

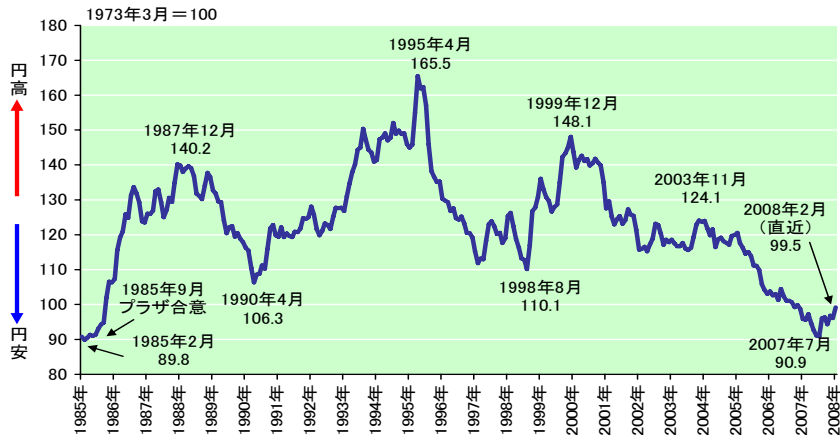
日本銀行法 第1章 第2条には「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」と書かれている。繰り返すが、デフレで内需不振が続いている日本経済の健全な発展に必要なの

は、昨年夏も今も円高ではなく円安を誘導する金融政策ではないか。とすると、机上の「歴史的な円安」という日銀の主張は、利上げを正当化するための口実だと受取られても仕方がないだろう。それとも、日銀は今でも「実質実効円レート」を持ち出して、「円は歴史的な安値圏に

ある」という見解なのだろうか。

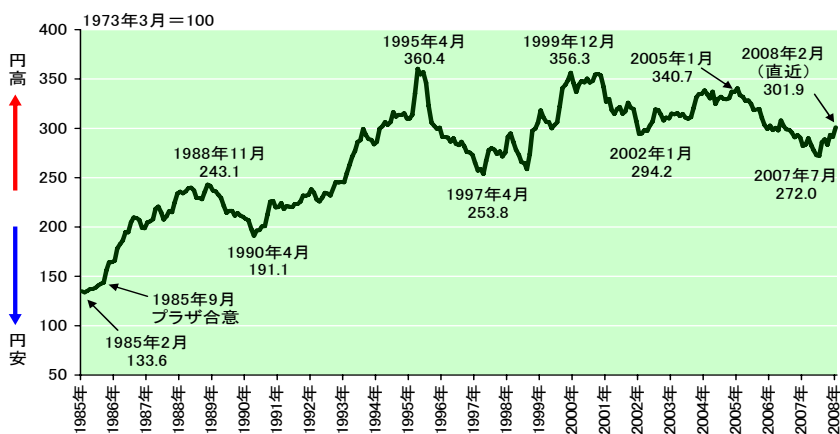
近年、「デフレ下のGDPは、かさ上げされた実質値よりも名目値が実感に近い」との認識が、ようやく定着した。為替でも「実質」の罫には気をつけなければならない。

資料1 実質実効円レート



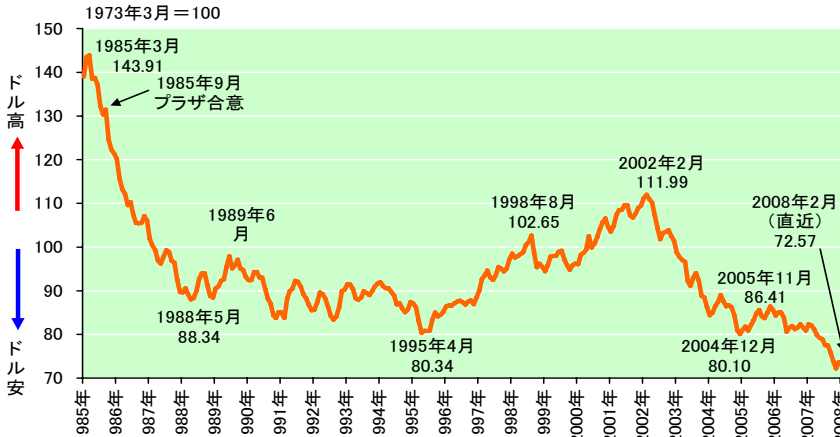
(出所) 日本銀行「外国為替相場」、月中平均

資料2 名目実効円レート



(出所) 日本銀行「外国為替相場」、月中平均

資料3 名目実効ドルレート



(出所) F R B、月中平均