

# 為替変動、予測より備えよ

伊藤元重 東京大学大学院経済学研究科教授



思惑や様々な情報をすべて織り込んで動く為替レートの予想は不可能だ。金利が影響するにしても、アベノミクス以降の円相場は変動が大きすぎる。為替レートは皆が買いそうだから買う「美人投票」で動く側面が強い。美人選びの基準は変わりやすく、経営者は為替の変動自体に備えるべきだ。

年末年始という時節柄もあるのだろう。いろいろなエコノミストによる2016年の為替レート予想を聞く機会が多い。「米国の利上げなどもあり、16年は円ドルでみて1ドル＝125円程度の円安で推移するだろう」という意見から、「利上げで当初は円安の動きもあるかもしれないが16年後半には115円程度の円高・ドル安が進むだろう」というものまで、いろいろな予想がある。どの予想もそれなりの理屈がついているが、そうした予想を疑って聞いている人も多いはずだ。

経済学の世界では為替レートを予想するのは不可能だと教えている。もちろん自由な為替取引が行われている市場での話だ。現実的为替レートは市場の思惑や情報をすべて織り込んで動いている。その為替レートを予想できると考えるのは「自分は他の人よりも市場を見通す力がある」と考えるうぬぼれ者か、それとも経済原則が理解できない人しかいない。経済学ではそう考える。

それでは、現在の円の実質実効為替レートが過去40年でもっとも円安であるという現実はどう理解したらよいだろうか。日本経済の実力がそこまで下がったとは考えにくいので、この異常な円安は「いずれ」解消の方向に向かうと考えるべきだろう。ただ、この「いずれ」というのが何時なのか分からないのが問題だ。

経済学の世界には合理的バブルの理論というものがある。今の円レートのように明らかに円安に振れすぎているときでも、それが元に戻ろうとする力と、さらに円安に振れようとする力が拮抗しているのだ。最終的には円安バブルは解消して円高に向かうとしても、当面は円安方向に向かう可能性は否定できない。

現在の為替レート論議で、気になるのが金利と為替レートの関係だ。「日銀が大胆な金融緩和をした結果、金利が下がったので円の対ドルレートは大幅に円安に振れ

た」と考えられている。あるいは「米国が金利を引き上げればドル高に振れる」と言われる。確かに、金利が為替レートの重要な決定要因であることは事実だ。しかし、1%程度の金利下落で、円の対ドルレートが50%も下がるということを、ロジカルに説明することは難しい。

私の知っている為替のオーバーシュート理論の考え方を紹介してみよう。「日米間に2%の金利差ができ、それがy年続く」と想定してみると、円ドルレートは2%×y年だけ均衡レートよりも円安に振れる、ということになる。12年末以降、為替は1ドル＝80円から120円へ、50%もの円安・ドル高が進んだが金利の変動よりも為替レートの「振れ」は大きすぎる。

こう考えると、現在の円相場は経済学者のケインズが言うところの美人投票で解釈する方が分かりやすい。ケインズによれば、市場の参加者は他の市場参加者の動向を見て行動する。皆が円金利の低下やドル金利の上昇が円安要因であると考えれば、自分も金利の動向に応じた反応が必要となる。多くがそのように行動すれば、為替レートを金利が大きく動かしており、これを金利相場と呼ぶこともできる。今の為替レートを動かす「美人の基準」は金利なのだ。

ただ、いつの時代も金利相場であったわけではない。1990年代の中ごろまでは、日本の貿易収支や経常収支が黒字になれば、円高になるという考え方が市場を支配していたように思える。当時は貿易収支の動きが為替レートを動かしていた。美人投票の基準は時代によって大きく変わることがある。これを為替市場のファッション理論ともいう。いまのファッションの流れは金利にある。

こう考えると、16年の為替レートを予想することには、美人投票の基準が変わる可能性があるためあまり意味がないようにも思えてくる。ただ、為替レートが動くということに思いをはせることは重要だ。そこ

で私は経営者によくこういう言い方をする。「壁に3つの紙をはってほしい。真ん中には120円、右の紙には130円、そして左の紙には110円と書く。そして3つの紙に向かって拝んでほしい」。けっして神頼みということではない。

110円に向かって拝むというのは、円相場が110円になった時、自分のビジネス環境はどうなっているのか、その時に備えて何をしておかなくてはいけないのか、といったことのシミュレーションを指す。これを円高、円安、現状維持の3つのケースで行うことが大切である。

為替レートはどちらに向かうのか、誰も予想することはできない。ただ、いつでも大きく振れる可能性はある。そこで、円高とか円安とか思い込まないで、どちらに振れても困らないような対応しておくことがビジネスの基本であろう。米国の金利引き上げ、途上国からの資金流出の動き、中国経済の動向、石油価格など、美人投票を動かす役者はたくさんそろっている。為替レートが変化することに備える必要はあるだろう。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学大学院経済学部博士課程修了。東大経済学部助教中を経て93年から同教授。96年から東大大学院経済学研究科教授も兼務。2013年か粗経済財政諮問会議の民間議員も務める。日本の「稼ぐ力」創出研究会の座長をはじめ、対外活動も多い。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」「東大名物教授がゼミで教えている人生で大切なこと」など多数。静岡県出身、64歳。