

【概要】安全通貨「円」の背景と信認維持に向けて（中間報告）

財政再建推進本部 安全通貨「円」の将来に関するPT

1. はじめに

- ・2019年11月、「安全通貨「円」の将来に関するPT」創設、全11回開催。
- ・円が安全通貨と呼ばれる背景、安全通貨であることの重要性、信認を維持するために必要な政策を検討。

2. 「安全通貨」と言われる背景

- ・経常収支黒字、対外資産残高、政治の安定などの日本経済のファンダメンタルズ。
- ・金利差獲得を狙ったキャリートレードの有事・リスクオフ局面での巻き戻し。
- ・市場参加者の共通認識による「リスクオフ時の円高」の自己実現。

3. 「安全通貨」円を取り巻く近年の環境変化

- ・他通貨の金利低下によるキャリートレード縮小、リスクオフ時の円買戻しの縮小。
- ・国際収支の構造変化（貿易黒字の縮小等）に伴う、円買いニーズの減退。
- ・人口減少に伴う経済成長の鈍化や急速な高齢化による中長期的な円安トレンド。

4. 新型コロナウイルス感染症の影響

- ・「リスクオフ時の円高」も財政赤字拡大で通貨の信認が低下する「悪い円安」も見られず。主要国において大規模な財政出動・積極的な国債買い入れという「同じ方向の政策」が打ち出される中、為替市場が膠着しやすい状況。

5. 安全通貨「円」の信認の維持に向けて

(1) 安全通貨「円」の維持に必要な視点

- ・円の信認は絶対のものではない。円が信認を失うきっかけは様々。
- ・今後我が国に何らかの有事・災害が起こった場合には、円安に振れる可能性も。
- ・何らかの理由で円の信認に疑義が呈せられた場合、国内外の経済主体が円建て資産の保有を一様に忌避する可能性（例：キャピタルフライト）も。
- ・中長期的には、人口減少に伴う経済成長力の鈍化、人民元など他の通貨の動向、中央銀行発行デジタル通貨等の技術革新に伴う新たな動きには留意が必要。

(2) 安全通貨「円」の維持に必要な政策的対応

- ・ファンダメンタルズ・政治の安定も含めたトータルの「国力」の維持が重要。
- ・先進国・投資家の常識に外れた財政・金融・為替政策を採れば円の信認が問題に。
- ・中長期の見通し・目標を示しつつ、経済成長や財政健全化に着実に取り組む必要。
- ・市場流動性の確保、決済の円滑化や円の利便性向上のための取組も必要。

(3) 今後望まれる経済財政政策

- ・仮に財政危機が発生する場合、為替市場における円急落の形で顕在化する恐れ。円の信認維持には財政健全化が重要。
- ・コロナ危機で、子孫に負担を先送りし続けることは無責任。中期的な観点から財政健全化の道筋に戻らねばならない。
- ・感染症拡大防止と社会経済活動の両立、人口減少・少子高齢化が進む中での生産性の向上、格差の拡大や世代間の公平性の確保を踏まえた社会保障の給付と負担のあり方の観点から、今まで以上にメリハリの利いた財政政策が求められる。

安全通貨「円」の背景と信認維持に向けて（中間報告）

自由民主党政務調査会 財政再建推進本部
安全通貨「円」の将来に関するPT
令和2年11月24日

1. はじめに

日本円は、従前より、国際金融市場において、スイスフランなどと並んで、市場参加者からいわゆる「安全通貨¹」と認識されている。実際、欧州債務危機や朝鮮半島情勢の緊迫化など、市場の「リスクオフ」局面では、急速な円買いが見られた。

この点、リスクが高まるたびに、日本の経済実態から乖離して急速な円高が進むことは望ましいこととは言えず、こうした動きへの対応にこれまで我が国は苦心してきた。

一方で、円が急落するような事態はなく、円の信認が維持されているという点においては、安全通貨の恩恵を受けている。

世界には5種類の通貨しかないと言われる。基軸通貨としてのドル。基軸通貨にはまだなりきれないユーロ。安全通貨としての円とスイスフラン。潜在力はあるが現状は課題の多い人民元²。そして、その他の通貨。その他の通貨は、リスクオン・リスクオフの局面変化で大きな影響を受けるなど脆弱性が高い。さらに、経済規模等のファンダメンタルズを踏まえれば、安全通貨になろうとしてもなりえない。

財政再建推進本部においては、以上のような状況を踏まえつつ、様々な要因によって動く国際金融市場について、その動向を理解し「円」が「安全通貨」と呼ばれる背景を探るとともに、今後も円が通貨としての信認を維持していくためにはどのような政策を進める必要があるかを検討するため、2019年11月に「安全通貨「円」の将来に関するPT」を創設した。

その後、本PTでは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う中断も挟みつつ、学識経験者や市場関係者を交え、全11回議論を行い、以下の通り、提言をとりまとめた。

¹ 本稿では、「安全通貨」とは、相対的に保有するリスクが低いと見なされている通貨で、世界的規模で金融や経済が混乱するような危機が発生した時に買われる傾向があるものを念頭に置いている。

² 人民元は、現状、①幅広く通貨の交換可能性がない、②対内外投資の規制が厳しい、③為替に対する政府（中銀）の介入という三重苦を抱えている。

2. 「安全通貨」と言われる背景

円が「安全通貨」と呼ばれる動きをする背景として、(1)ファンダメンタルズを背景にした需要、(2)リスクオフ局面での巻き戻し、(3)自己実現的期待の大きく3点が指摘されている。

(1) ファンダメンタルズを背景にした需要

我が国は長く経常収支の黒字が続いており、2019年度も約20兆円の黒字。また、我が国の対外投資は一貫して増加傾向にあり、現在我が国の対外資産残高は1,000兆円を超え、対外純資産残高は世界最大となっているなど、日本経済のファンダメンタルの安全性は高い。

さらに、他の国と比較して、政治的・社会的な安定性が高いなど、カントリーリスクが低いことが、市場参加者が円を安全通貨として認識するベースとなっている。

そして、円は、金融・外為市場での取引が基本的に自由で、米ドル、ユーロに次ぐ第3位の取引シェアを占めており市場流動性も高いことから、リスクオフ時でも円滑に取引ができる。こうした点も円が選好されるベースとなっている。

(2) リスクオフ局面での巻き戻し

次に、リスクオフ局面での、キャリートレードの巻き戻しやリパトリエーションに伴う円の買戻しが指摘されている。

キャリートレードは、金利差獲得を狙った投機取引の一類型で、低金利通貨で資金調達を行い、為替市場で当該低金利通貨を売り、高金利通貨に投資する取引。低金利で流動性の高い円は、主に外国投資家が行うキャリートレードの調達通貨となってきた。

経済が安定しているリスクオン局面では、予想変動率（インプライド・ボラティリティ）が低いため、予想損失額も小さく、キャリートレードのポジションを膨らませやすくなり、この場合、円は「借りて売る」通貨となるので円安圧力が発生する。

逆に世界的な有事・リスクオフ局面では、ボラティリティが高まり予想損失額が大きくなるため、投資家は「損切り」してポジションを閉じようとする。その結果、キャリートレードを巻き戻す、つまり円を「買って返す」動きになるため、円高圧力が発生する。

また、上述の通り、現在我が国の対外資産残高は1,000兆円を超え、対外純資産残高は世界最大となっている。そのため、リーマンショック後などのリスクオフ局面では、本邦企業・投資家が市場での損失を避けるため、

対外資産を売却して資金を国内に還流させる（リパトリエーション）ため、米ドルをはじめとする外貨売り、円買いが生じる。

なお、アベノミクス開始後の2013年から本邦企業は対外直接投資を急増させて膨大な円売りを実施し、また、本邦投資家も2015年以降円売りを伴った対外証券投資を急増させている。

（3）自己実現的期待

リスクオフ時に円高が進むという動きが市場参加者の共通認識となると、「リスクオフ時の円高」が自己実現的に生じやすくなる。

つまり、リスクオフを想起させるイベントが起きたときに、円高になることを予想した市場参加者が円を買い、実際に円高となる。

更に、イベント発生をトリガーとする円買いをプログラミングされたアルゴリズム取引などが、こうした動きを更に増幅している。

3. 「安全通貨」円を取り巻く近年の環境変化

一方で、以下のような環境変化を考慮すると、「安全通貨」と呼ばれる動き、特にリスクオフ時の円買いの動きが相対的に縮小しているという見方もある。

（1）キャリートレードの縮小

近年、ユーロをはじめとする他通貨においても金利低下が進んだ結果、円との金利差は縮小し、円キャリートレードによって得られる利益が縮小している。

このため、海外投資家による円キャリートレードのポジション（円売り）造成ニーズが減退し、結果として、リスクオフ時の円買い戻しも縮小している。

（2）日本の国際収支の構造変化に伴う、円買いニーズの減退

貿易黒字は相当割合が円買い（円転）につながると考えられる一方、対外資産負債から生み出される所得収支の黒字は再投資され、円買いにつながらない部分が多い。そのため、貿易黒字の縮小と所得収支黒字の増大という最近の国際収支の構造変化の結果、円買いニーズが減退しているとの見方がある。

一方で、外国為替取引の大部分がポートフォリオ運用に関するものであり、貿易決済に係る取引の割合は以前から少なく、貿易収支が為替水準に与える影響は少ないとの指摘もある。

(3) 人口減少や急速な高齢化による中長期的な影響

人口減少に伴う経済成長力の鈍化や、急速な高齢化に伴う貯蓄の取り崩しによる経常収支の悪化により、中長期的に円安トレンドが避けられないとの指摘がある。

具体的には、例えば、経常収支赤字に陥ると、国内貯蓄だけで国内の経済活動を賄うことができず、海外の資金が必要となるが、金利の上昇か円安によって、投資インセンティブが高まらないと、必要な海外の資金が呼び込めなくなる。

4. 新型コロナウイルス感染症の影響

新型コロナウイルス感染症の世界的な流行に伴う足元のドル/円相場を見ると、一時的な変動は見られたが、「リスクオフ時の円高」も、財政赤字拡大に伴って通貨の信認が低下することで起こる「悪い円安」も、総じてともに見られていない。

これに関しては、新型コロナウイルス感染症拡大への対応のため、主要国において大規模な財政出動・積極的な国債買い入れという「同じ方向の政策」が打ち出される中、方向に関する決め手やテーマを欠いているため、相対的な評価が決め手となる為替市場が膠着しやすい状況に陥っているとの指摘がある。

また、国際収支の動きについては、外国人の入国制限により旅行収支の黒字幅が縮小するなどして、経常収支黒字は足元で前年同月比で減少傾向にある。今後、入国制限措置の見直しや資源価格の推移、中長期的には、企業のサプライチェーンの見直し等が国際収支に与える影響に注視していく必要がある。

5. 安全通貨「円」の信認の維持に向けて

(1) 安全通貨「円」の維持に必要な視点

円が「安全通貨」と呼ばれる動きの背景には、上述のとおり、様々な要因が複雑に絡み合っている。当面は、米国において人種格差問題・反グローバリズムの動きがあることや、中国において共産党独裁や高齢化に伴う経済鈍化といった問題があることなどから、円が飛びぬけて弱くなることは考えづらいとの指摘があるほか、その他の通貨で直ちに「安全通貨としての円」の地位を脅かす通貨が見当たらないため、円の信認が揺らぐ可能性は低い。

しかしながら、円の信認は絶対のものではない。「リスクオフ時の円高」については、上述の通り、キャリートレードの巻き戻し・リパトリエーシ

ョンという利益追求・損切りという単純な投資行動の影響も大きく、円の信認の証左との説明は短絡的である。

例えば、東日本大震災などの際には円高が生じたものの、今後我が国における何らかの有事・災害が起こった場合には、その時点の我が国を取り巻く環境や被害規模によっては逆方向に振れる可能性も否定できない。

また、対外純資産や経常黒字は我が国のファンダメンタルズの安定性を構成する重要な要素であるが、対外純資産の多くは民間資産であり政府は自由に使えず（通貨暴落時の買い支えには使えない）、何らかの理由で円の信認に疑義が呈せられた場合、国内外の経済主体が円建て資産の保有を一様に忌避する可能性（例：キャピタルフライト）は否定できない。

更に、中長期的には、人口減少に伴う経済成長力の鈍化や急速な高齢化に伴う貯蓄の取り崩しにより経常収支が赤字化した場合や、人民元など他の主要通貨が「安全通貨」としての地位を確立した場合には、「安全通貨円」の基盤が毀損され得る。特に、中央銀行発行デジタル通貨やグローバル・ステーブル・コインのような技術革新に伴う新たな動きには留意が必要である。

このように、円が信認を失うきっかけは、何か一つの理由に絞られるのではなく様々な理由が考えられるが、究極的には主要通貨間の「美人コンテスト」という相対評価の世界で、日本円が危ないとのイメージを皆が持ち始めたときに問題が顕在化するということだと考えられる。

(2)安全通貨「円」の維持に必要な政策的対応

以上を踏まえると、安全通貨「円」の維持に向けて、まずは経済社会のファンダメンタルズを維持することが不可欠である。また、通貨の信認については、より長期的な信用力が重要となるため、人口減少下にあっても経済成長力をできるだけ維持することや政治の安定も含めた、トータルの「国力」を維持していくことも重要である。

その上で、政策対応としては、財政・金融・為替政策を含む各種政策について、主要先進国の常識に外れ、世界の投資家がおかしいと思うことはしないということが大前提となる。例えば「財政赤字や債務残高を問題視せず、政府が赤字国債を発行し中央銀行がそれを買って支えることで財政支出をどんどん拡大すべき」という主張があるが、主要先進国で採用されていないようなこのような政策を我が国が採用すれば、「債務残高が積み上がっているにもかかわらず日本が常識に外れた政策を採用した」ということになり、円の信認が問題になりかねない。

そうした意味で、安全通貨「円」を支える経済的ファンダメンタルズを

維持するため、経常収支・対外純資産などの動向に留意すると共に、経済成長や財政健全化について、中長期の見通し・目標を示しながら着実な取り組みを続けることが必要である。

また、円の信託を維持していくためには、引き続き、市場で円滑な取引が行われるよう、市場流動性が確保される必要がある。

加えて、円の国際的な利用の拡大に向け、例えば①二国間通貨スワップ取極によるセーフティーネットの充実、②円とアジア通貨の直接交換市場の拡大など、決済の円滑化や円の利便性向上のための取り組みを行うことも必要である。

なお、こうした取り組みによって、安全通貨「円」の信託を確保していくことは、国際社会において我が国が引き続きリーダーシップを発揮するとともに自立した経済国家として存在し続けるための経済安全保障の観点からも重要である。

(3) 今後望まれる経済財政政策

言うまでもなく、我が国の財政状況は主要国最悪であり、既に累積債務残高は、1000兆円を超えている。この点について、現状では、国内債券市場は日銀の国債買入れやイールドカーブコントロールにより、結果として市場としての機能が低下しており、仮に財政的な危機が発生する場合、為替市場における円の急落という形で顕在化すると考えられる。つまり、(2)で述べた安全通貨「円」を支える経済的ファンダメンタルズの維持という観点に加え、他の市場との関係で為替市場の置かれているこのような現状を踏まえても、「円」の信託を維持するためには、財政健全化が重要となる。

そうした意味で、我が国の経済財政政策はこれまで以上の細心さが求められることとなるが、足元のコロナ危機は、リーマンショックを遙かにしのぐ経済危機をもたらす恐れがあり、経済を下支えするため、短期的には財政拡張により躊躇無く万全の対応を行ったところである。ただ、同時に、我々の子や孫の世代に負担を先送りし続けることは無責任であり、中期的な観点から財政健全化の道筋に戻っていかねばならない³。

その際、

- ①新型コロナウイルス感染症の感染状況やコロナ後の新しい日常の姿を見据えつつ、感染症拡大防止と社会経済活動の両立を図る観点

³ なお、主要先進国においても、新型コロナウイルス感染症に対応するために一時的な例外規定を適用して財政出動が行われているが、財政健全化の目標自体は後退させていない。

②人口減少・少子高齢化が進む中で、どのように生産性を高め経済成長につなげていくかの観点

③今回の新型コロナウイルス感染症の影響により生じうるものを含む格差の拡大や世代間の公平性の確保という構造問題を踏まえた、社会保障の給付と負担のあり方の観点

から、今まで以上にメリハリの利いた財政政策が求められている。

今回の中間報告も踏まえつつ、安全通貨「円」を維持する観点から今後当PTにおいて更なる検討を進めていく。

開催実績

- 第1回 2019年11月13日 有識者ヒアリング①
「国際通貨の現状（ドル・ユーロ・円の動向）」
小川 英治（一橋大学 教授）
- 第2回 2019年12月5日 有識者ヒアリング②
「国際金融市場における円の特徴」
尾河 真樹（ソニーフィナンシャルホールディングス 執行役員）
- 第3回 2019年12月13日 有識者ヒアリング③
「円はなぜ『安全通貨』と呼ばれるような動きをするのか」
佐々木 融（JPモルガン・チェース 市場調査本部長）
- 第4回 2020年2月6日 有識者ヒアリング④
「通貨の信認の構造と財政」
植田 健一（東京大学経済学部 准教授）
- 第5回 2020年2月20日 有識者ヒアリング⑤
「人民元の国際化と円—どちらがアジアの基軸通貨となりうるか？」
清水 順子（学習院大学大学院経済学研究科 教授）
- 第6回 2020年3月5日 有識者ヒアリング⑥
「世界経済と通貨の信認」
内田 稔（三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ チーフアナリスト）
- 第7回 2020年3月26日 有識者ヒアリング⑦
「2020年代の円を取り巻く国際環境とその役割の変化」
高島 修（シティグループ証券 外国為替本部チーフFXストラテジスト）
- 第8回 2020年7月7日 有識者ヒアリング⑧
「新型コロナウイルスで大きく変わった世界経済・金融市場」
上野 泰也（みずほ証券 金融市場調査部チーフマーケットエコノミスト）
- 第9回 2020年7月14日 有識者ヒアリング⑨
「安全とは？」
渡辺 博史（公益財団法人 国際通貨研究所 理事長）
- 第10回 2020年7月16日 これまでの議論の論点整理
- 第11回 2020年10月13日 中間報告とりまとめ