

門間 一夫の
経済深読み

「悪い円安」をどう受け止める

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年4月7日

円安の評判が悪い。正確に言えば、円安のメリットとデメリットのうち、最近ではデメリットのばかりに焦点が当たる。

円安のメリットとは、輸出企業の採算好転や、海外収益の円換算額の拡大である。輸出数量を増加させる効果も、近年それほど明確ではないが、理論的にはある。円安のデメリットとは、輸入物価の上昇である。コスト増が内需産業の採算を悪化させるほか、末端価格に転嫁されれば家計が圧迫される。

なぜデメリットに焦点が当たるのか

以上のうち、今の円安局面では、デメリットばかり語られる傾向がある。おそらく三つぐらい理由がある。

第一に、ただでさえ国際商品市況が高騰している折、円安はコスト高に拍車をかける。例えば2月の輸入物価は、契約通貨ベースで前年比+25.7%だが、円ベースで見ると前年比+34.0%である（いずれも速報値）。国内のコストに跳ね返るのは円ベースの方であり、その上昇率が契約通貨ベースよりも高いのは、円安の影響である。

ただ、見方を変えれば、輸入物価の上昇のうち、円安による分は4分の1程度にすぎず、海外情勢に起因する分の方が圧倒的に大きい。その点を正確に認識しないと、円安のデメリットを強調しすぎることになりかねない。

第二に、円安がインバウンドに与えるメリットを、今は活かすことができない。この1年ほど、多くの諸外国でインフレが加速し、日本とのインフレ格差はさらに拡大した。それに円安が加わっているのだから、日本のインバウンドには、今やすさまじい「価格競争力」がある。最近のビッグマック平価（日米でビッグマックが同じ価格になるドル円相場）は1ドル=67円である。今の1ドル120円台の相場では、外国人には日本の物価が4割も安く感じられるはずである。

食事やサービスの質が良く、それでいてますます「安くなったニッポン」は、今なら誰もが来たい国である。残念ながら2021年の旅行収支の受取は、わずか5千億円程度、コロナ前の10分の1である。インバウンドが制約されている状態の長期化は、ただただ不幸と言うほかはない。

第三に、円安の分配効果は、多くの国民が「望ましくない」と感じる方向に働く。円安のメリッ

トはグローバル企業に集中し、デメリットは中小企業や家計に広く及ぶ。「成長と分配の好循環」という時の「分配」に、円安は逆行するのである。しかも経済主体の「数」で言えば、円安で得をする人より損をする人の方が多いだろう。それに加えて現局面では、コロナ禍で打撃を受けたサービス業がコスト高の追撃を受け、コロナ禍でも業績を伸ばせた製造業が円安の追い風を受ける。

それでも、グローバル企業にもたらされる恩恵が、賃上げを通じて家計に広く波及するなら良い。しかし、世界経済が好調であったアベノミクス期の円安でさえ、家計へのトリクルダウンは限定的であった。現局面は世界経済の不透明感が強く、その面ではグローバル企業自身も厳しい。円安の恩恵が広く波及することは期待しにくい。

最近、円安が日本経済にとって「全体として」プラスかどうか、よく議論になる。議論になるということは、たとえプラスであったとしても、たいしたプラスではない可能性が高いということである。パイの拡大が限定的なら、円安が分配面に与える影響、とくに円安がもたらすデメリットに、関心が集まるのは自然である。

金融政策にできることはない

この局面で「悪い円安論」が強まることには一理あり、その円安の一因は日米の金融政策の違いにあるのだから、日銀への批判が高まるのも当然である。しかし、日米の金融政策の違いは、以下のとおり日米の経済情勢の大きな違いを反映したものであるので、日銀にはどうしようもないことである。

第一に、日米では総需要の強さが異なる。米国では消費者物価の前年比が8%程度に達しており、その少なからぬ部分は需要の強さによるものである。端的に言えば、景気が過熱しているのである。連邦準備制度理事会（FRB）が、利上げにより強すぎる需要を冷まそうとするのは、きわめて理に適っている。

それに対し日本は、景気の回復が遅れている。昨年10～12月の実質GDPは、米国ではコロナ前を3%以上、上回っているのと対照的に、日本ではコロナ前を3%以上、下回っている。今月初めに公表された「短観」によれば、企業の景況感も現状、先行きとも弱い。

第二に、日本では交易条件が大幅に悪化している。交易条件とは、輸出物価と輸入物価の違いである。米国の場合は、原油も食料も自国で産出しているので、それらの国際価格が大幅に上昇しても、交易条件は悪化しない。しかし、日本のようにそれらを輸入に頼る国では、交易条件が大幅に悪化し、輸入代金の増加という形で所得が海外へ流出する。

それがよくわかるのは実質GDI（国内総所得）である。実質GDIとは、実質GDPに交易利得（交易条件の変化による所得の流出入）を加えたものであり、考えようによっては実質GDPよりも重要な指標である。その実質GDIが、昨年10～12月は前年比-2.1%であった。同じ期の実質GDPは前年比+0.4%であったので、その差の2.5%分が交易条件の悪化によって日本から消えた所得である。

しかも、これは昨年末までの話であり、ロシア・ウクライナ戦争の影響による最近の国際商品高は、これからさらなる所得流出を引き起こす。コスト高で企業収益が圧迫され、賃上げどころではない。労働需給の歴史的なひっ迫で賃金が大幅に上昇している米国とは、大きな違いである。所得面に着目すれば、日本が今直面しているのは、インフレ圧力ではなくデフレ圧力である。

第三に、コロナ前からの構造的な要因として、日米の中長期的なインフレ率が異なる。米国のインフレ率もコロナ前は2%に達していなかったが、それでも1%台半ば程度はあった。これに対し、日本ではゼロインフレが人々の「常識」である。この4月から夏にかけて、消費者物価の前年比は2%に近づく、あるいは2%を超えていく可能性がある。しかし、もっぱらコスト増による価格上昇が一段落すれば、いつものゼロインフレが戻ってくる可能性が高い。

以上のように日本では、①景気ももともと弱く、②交易条件の大幅悪化が追加的なマイナス要因となり、③2%物価目標の達成は全く見込めない、という状態にある。手段さえあるなら追加緩和をしたい、と日銀が考えていてもおかしくないぐらいである。この局面で日銀に利上げを期待するのは無理がある。

もちろん、現実味を欠く2%物価目標を堅持すべきなのか、という根本論までさかのぼれば、大いに議論の余地があるし、本当は議論した方がよい。しかし、日銀が2%物価目標を堅持すると決めている以上、異次元緩和を長く続ける以外に選択肢はない。この夏どんなに物価が上がろうとも、どんな円安になろうとも、2%物価目標がある限り、日本で「金利が上がる日」は来ない。

「悪い円安」への対応：短期と長期

最近の円安に関しては、「日本売り」「円の信認の低下」などと危機を煽る見方も一部にあるが、それは言いすぎであろう。3月後半に急速に円安が進んだ局面では、株価は9連騰だった。長期金利の上昇圧力も、日銀が上昇を許容するのではないかという市場の思惑によるもので、国債への信認とは無関係である。

今の円安は、その短期的な変動についてはともかく、その水準に関する限り、日本経済のファンダメンタルズ（経済の実力）から離れた「行き過ぎた円安」とまでは言えない。前述のとおり日米の経済情勢は大きく異なるうえ、日本経済は資源・食料価格の上昇にもともと脆弱である。かつてはそれをカバーする強い輸出競争力があつたが、近年はそれも弱くなっている。貿易収支（季節調整済み）は昨年8月以降赤字が続いており、その幅は今後拡大するとみられる。

今の円安がなるべくしてなっているものだとすれば、円安そのものを是正することは難しい。金融政策についても、政策のあり方を根本的に変えるならともかく、2%物価目標を堅持したうえで、の小手先の対応では、意味のある円安是正が可能とは思えない。そうした認識が政府と日銀で共有されていれば、政府が日銀に政策修正の圧力をかけることもないだろう。

そうであるとなれば、政策面でできることは二つであり、いずれも金融政策に属するものではない。ひとつは、円安が分配面に及ぼす悪影響を、必要に応じて和らげることである。前述のとおり、

現在は円安そのものよりも、より広く海外情勢に起因する物価高騰圧力の問題の方が圧倒的に大きい。政府がその視点から緊急的な経済対策を講じようとしていることは、中身についてはともかく、アプローチとして正しい。

もうひとつは、日本の競争力を強化するための長期的な視点からの政策である。今の円安は、競争力の低下した日本に市場がはかせてくれた「ゲタ」のようなものであり、下手なゴルファーのハンディと同じである。ハンディ自体を「悪いハンディ」などと言ってもしかたがなく、ハンディを減らしたければ実力を磨くしかない。

もちろん、競争力をつけると言っても時間がかかるし、確実にそうできる方法がわかっているわけでもない。ただ、日本には、いずれにせよ必死に対応すべき長期的な課題がある。グリーン政策の強化、高齢化による人手不足への対応、老朽インフラの再整備などである。そのために必要な技術革新を基礎研究も含めて政策的に強化し、民間の化学反応に期待しながら日本独自の産業再生を図ることは、競争力の強化につながりうる筋の良い方向性ではないかと思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。