

門間 一夫の
経済深読み



おもてなしは「高いニッポン」で
～目指したい競争力の復活～

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 2023年5月23日

円安は金融緩和の効果なのか

2013年に日銀が異次元の金融緩和を始めたころから、株価の上昇トレンドと為替相場の円安トレンドが明確になった（図表1、2）。ただ、これが異次元緩和を起点とした因果関係によるものなのかどうかは注意を要する。確かに異次元緩和の初期については、「全力でデフレ脱却を目指す」というメッセージが市場心理に作用して、それまでの株安・円高の是正を助けた面があったかもしれない。しかし、よく考えてみると、異次元緩和の開始時点において金利引き下げの余地はほとんどなかった。金融政策が株価や為替相場に影響を与えるとすれば、理論的には金利の変化を通じてである。ほとんど金利が低下しなかった金融政策で、10年にわたる株高・円安の長期トレンドを説明するのは無理があるように思う。

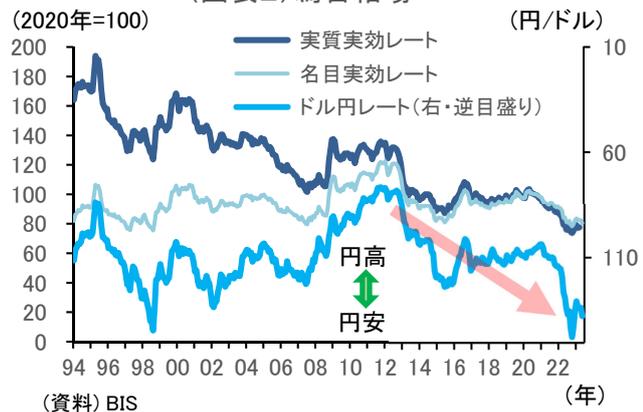
百歩譲って異次元緩和が株価や為替相場に相応の影響を与えたのだとしても、過

去10年で日本の経済成長は一段と低下し、物価も賃金も上がらなかった。最近になって物価や賃金が上がり始めたのは、海外発のショックによるものであり、異次元緩和が「10年のタイムラグ」を伴って効き始めたからではない。「金融緩和」→「株価・為替相場」→「経済・物価」という波及経路のうち、たとえ前半が働いても後半が働かないのなら、何のための金融緩和なのかという論点も残る。

(図表1) 日経平均株価



(図表2) 為替相場



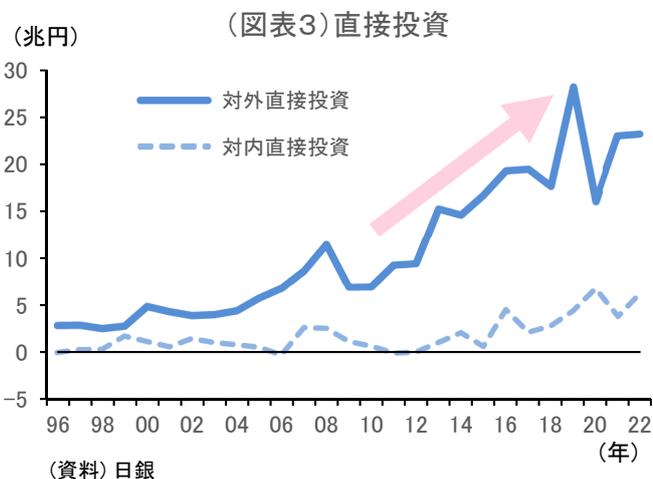
真のゲームチェンジャーは企業のグローバル展開

ここで「異次元緩和がゲームチェンジャー」という先入観を排除してみよう。客観的に観察される事実は、この10年における「株高・円安」と「低成長」の併存である。たまたま時期が重なった異次元緩和をこれらと関係づけようとするから話がややこしくなるのであって、「株高・円安」と「低成長」の併存は別のキーワードで解きほぐす方が整合的に理解しやすい。

それは「日本企業のグローバル展開」である(図表3)。日本企業の対外直接投資は

2010年代に加速しており、その主因は国内市場の成長期待の弱さにあったと考えられる。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、2010年代における企業の期待成長率は、戦後2番目に長かった景気拡張の間も一貫して過去最低圏を低迷し続けた。2000年代の景気回復局面では期待成長率が一時的にせよ上昇したが、2010年代にはそういうことすら起こらなくなったのである。

この10年に起きたもうひとつの変化として、日本企業の株主重視姿勢の強まりが挙げられる。日本企業の株主重視姿勢は、米欧とりわけ米国の企業に比べれば今も弱いままではあるが、方向として過去10年に強まったことは確かである。株主重視姿勢とは「儲け」を重視することなので、国内市場の展望が乏しいなら海外で儲けなければならない。海外市場の相対的な成長性に加え、国境をまたいで供給体制の最適化、海外人材の活用など、企業は成長戦略の重点を「グローバル」に求めたのである。実際それらがある程度成功したからこそ企業の「稼ぐ力」は改善し、株価も上昇トレンドに転じたのだと考えられる。



変わる国際収支構造

一方で、こうした経営資源の海外シフトは、日本の国際収支に構造的な変化をもたらした（図表4）。最近の貿易収支が大幅赤字となっているのは資源価格の上昇による面が大きいですが、2010年代から中長期的にみても、日本はかつてのように貿易黒字を稼げる国ではなくなった。生産拠点の海外シフトにより、国内におけるモノづくりの競争力が失われたのである。

海外での「稼ぎ」は統計上、所得収支の黒字となる。このため、貿易収支の赤字化傾向

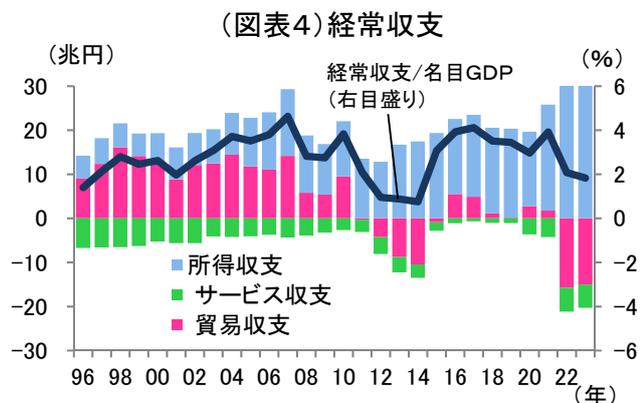
と表裏をなすように所得収支の黒字は拡大し、両者を含む経常収支でみれば近年もそれなりの黒字が保たれている。しかし、企業が次もまた海外で稼ごうとする限り、所得収支黒字の多くは海外に再投資され、グローバル市場の成長を「国内の好循環」に取り込むメカニズムはあまり働かない。日本経済は低成長のままになる。

有名なペティ＝クラークの法則によれば、経済発展につれて産業構造は製造業からサービス業へシフトしていく。だから「モノづくりは新興国に任せて先進国はサービスで稼げばよい」という割り切りはありうる。しかし、日本の現実を見ると、貿易収支の赤字が拡大傾向にあるだけでなく、サービス収支も赤字基調から抜け出せないままである。

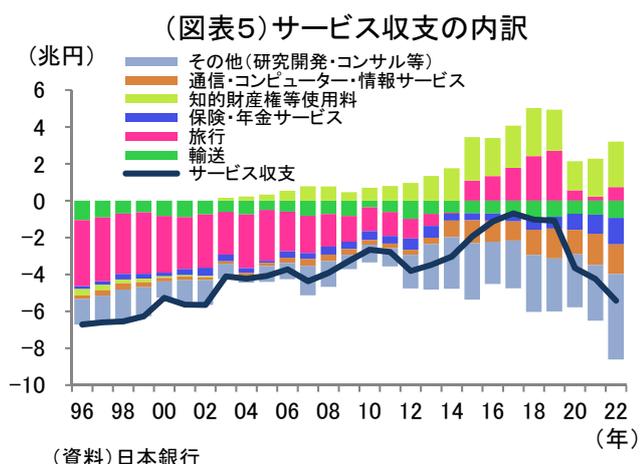
本当は「技術」や「知恵」で稼ぎたい

そこでサービス収支の内訳をみると、旅行収支に関してはここ10年で大きな改善がみられ、日本は赤字国から黒字国に転換したと言える（図表5）。これはもちろんインバウンド観光の増加によるものであり、コロナ禍でいったん縮小した黒字も2023年は大幅に回復するだろう。その一方で、通信・コンピューター・情報サービスや研究開発・コンサルなど、いわゆる知識集約型産業の収支は赤字の拡大傾向が続く。そのため、サービス収支全体はあまり改善していない。

こうした国際収支の構造から見えてくるのは、モノづくりでも知識集約型のサービスでも競争



(注) 2023年は1～3月の季節調整済み年換算、GDPは2022年を使用。
(資料) 日本銀行、内閣府



(資料) 日本銀行

力を失った日本の姿である。それこそが今や構造的とも言うべき円安の背景であり、過去10年で日本の成長率が一段と低下したこととも整合的である。唯一の慰めは、円安で「安くなったニッポン」にインバウンド客がたくさん来てくれて、外貨の流出や成長率の低下を多少は食い止めてくれていることである。

もちろん、インバウンド客の増加は「安さ」だけによるものではなく、日本には魅力的な観光資源も多い。したがって、日本は観光立国を目指すべきという考え方に異論を差し挟むつもりはない。しかし、「技術」や「知恵」ではもう勝てないから「おもてなし」を強みにしようという流れなのだとしたら、それは少し哀しい話である。

円安は異次元緩和の「効果」や「副作用」として語られることが多いが（「効果」とみるか「副作用」とみるかは人による）、そういう生ぬるい話ではおそくない。この10年の円安は、日本経済の地力が落ちたことへの警告と受け止めるべきだろう。グローバル展開も含めた企業経営の地力が落ちているわけではないが、「日本の国境内」で稼ぐ力は確実に劣化している。

その結果、「日本の国境内」で暮らす国民から見ると、円安により海外から買うものは高くなり、それでもエネルギーや食料などは我慢して買わざるをえない。仕方なく他の支出はなるべく切り詰めることになり、海外旅行などは高くても簡単に楽しめなくなった。

物価や名目賃金の上昇、金融政策の正常化などで、この問題を変えることはできない。産業の競争力を取り戻し、知的生産の面でもグローバルな存在感を高めていくことを、国のビジョンとして優先度の高い位置に掲げるべきではないだろうか。それが成功して「高いニッポン」がもし復活したら、それでも来てくれるインバウンド客には最高のおもてなしをしたい。

●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。