

円安志向は日本の習慣病？

アベノミクス開始から五年間が経過した。民主党政権の末期には輸出企業の間には円高に対する怨嗟の念が蔓延しており、それがデフレ・円高脱却のためなら日銀法改正や官民外債ファンドの設立も厭わないとした自民党を政権に復帰させる一助になった。日銀の異次元緩和は公式にはデフレ対策だが、それが円安誘導（あるいは円高阻止）も意識していることは公然の秘密である。事実、円は2012年末から2015年半ばにかけて大幅に安くなった。

しかし、肝心の景況と物価は一時的に上向いただけで、政府の経済成長目標や日銀のインフレ目標は達成されていない。2013～2014年には円安に資源価格の高騰が重なったこともあり、内需依存型の中小企業の倒産が頻繁に報道された。しかし日銀はその後もくり返し金融緩和を強化してきており、円安政策の弊害を指摘する声は今一つ盛り上がらない。

日本において円高恐怖症が根強いのはなぜなのだろうか。また、政府・日銀の円安誘導策は本当に望ましいのだろうか。筆者の考えでは、官民に共通する円安志向の背後には日本経済の構造問題と目先のことしか考えない国民性が潜んでおり、根本的に見直すべき時期に来ている。

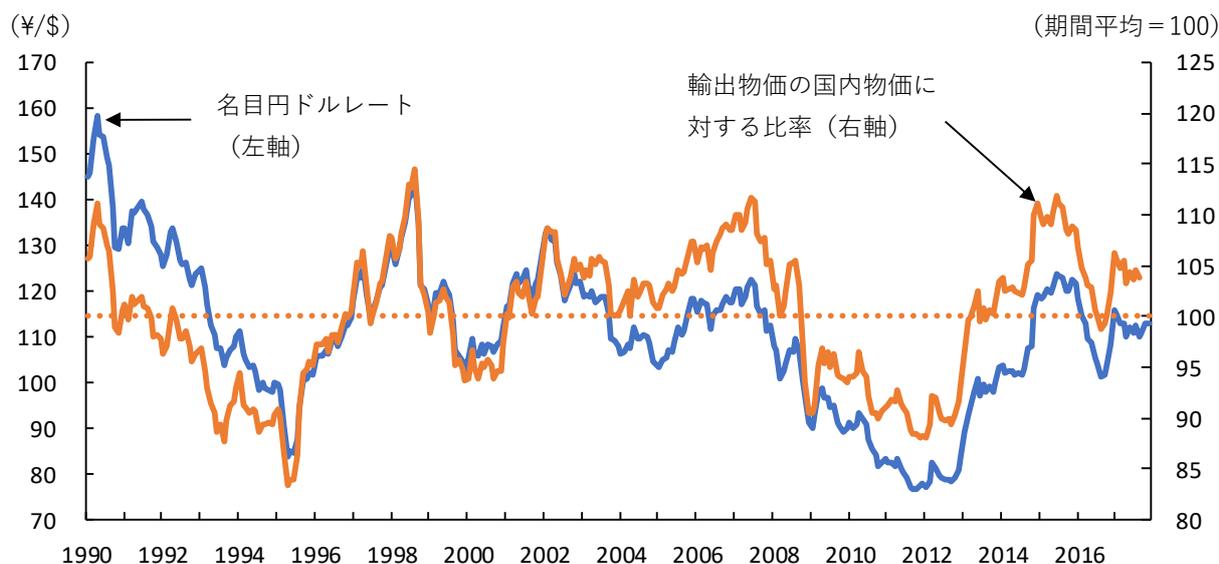
アベノミクス開始時に円高は解消していた

「円高」という言葉は、「円の価値が高すぎる」という「水準」の意味で使われることもあるが、「円の価値が高まっている」という「変化の方向」の意味で使われることもある。日本ではこれらの区別がついていない人が多いが、両者を区別しない為替政策はありえない。足元で円が強くなっているにもかかわらず、それが適正水準（均衡為替レート）への回帰である場合、それを無理に押しとどめようとする政策に正当性はないからである。

図1は、円の均衡為替レートを推察するために、輸出物価の国内物価に対する比率を算出してグラフに描いたものである。参考として、円ドルレートの推移も示している。日本のインフレ率は最近まで外国に比べてかなり低かったため、名目為替レートが少しずつ円高になることが合理的な状況にあった。

日本で生産されている商品の中には外国にまったく輸出されないものが少なくないので、ここでは輸出物価指数と国内企業物価指数に共通する品目だけを抽出し、輸出物価指数のウェイトを用いて二つの指数を再集計した上で両者の比率をとるという作業を行った。この比率が上昇することは同じ商品の輸出価格が国内販売価格に比べて高くなっていること、すなわち輸出の収益率が改善していることを意味している。

図1 円の為替レートと輸出・国内物価比率の推移



(出所) 日本銀行統計をもとに筆者集計。

図1によると、民主党政権時代に円は水準として高すぎると言える水準にあったが、安倍政権発足直後までにほぼ適正水準に戻っていた。黒田総裁はその後「一般論ですが、金融緩和した国の通貨は弱くなる」などと発言して円安を煽っていたが、そうした態度が適切だったかは疑問である。なお、均衡為替レートを推計する方法は色々あるが、のちに示すように、どの方法を用いても結果はあまり変わらない。

なぜ日本経済は円高に対して脆弱なのか

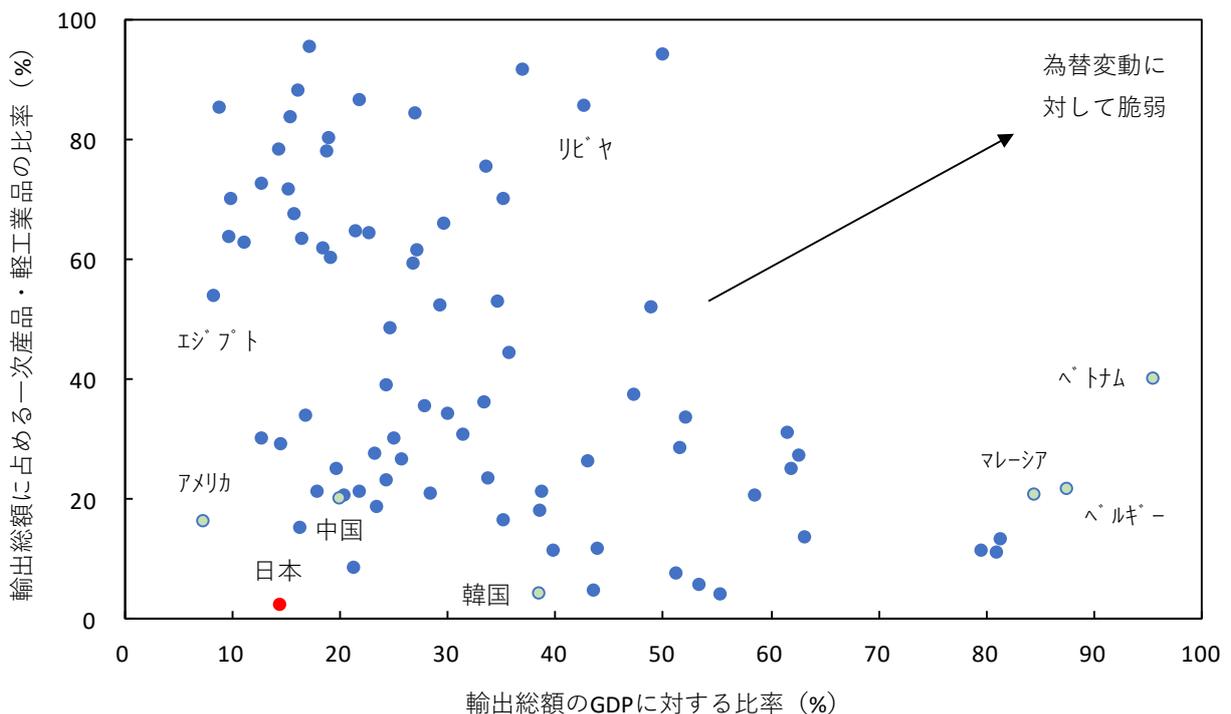
政治家の間で円高アレルギーが根強いのは、円高になると景気が悪化して国民が反発することを経験的に知っているからだろう。しかし日本経済がなぜ円高に対してこれほど脆弱なのかは真剣に議論されてよい問題である。

日本の貿易の中には円建てで取引されるものと外貨建てで取引されるものがあり、為替レートの変動によって円貨での受取額や支払額がただちに变化するのは外貨建ての分である。しかし外貨建て取引に関して日本は大幅な輸入超過なので、円高が輸出代金を減らす効果より輸入代金を節約する効果の方が大きいはずである。自民政権は農業者の票を気にして農産品の輸入を厳しく制限しているが、こうした政策を止めれば、円高のメリットはもっと大きくなるだろう。

諸外国と比べても、日本の経済構造は本来なら為替変動に翻弄されにくいはずである。世界の国々の中で外需の増減や為替変動の影響をもっとも受けやすいのは、輸出に対する依存

度が高く、国際市場で決まる価格をそのまま受け入れざるを得ない国々である。しかし図 2 を見ると分かるように、日本の輸出・GDP 比率は世界でもっとも低い部類に属し、輸出者が価格交渉力を持たない一次産品や軽工業品が輸出総額に占める比率もきわめて低い。日本ではオンリーワンの製品を作っていると自負する企業が多いが、それが本当なら為替変動に一喜一憂する必要はないのではないか。

図 2 世界各国の輸出・GDP 比率と輸出品目構成（2015 年）

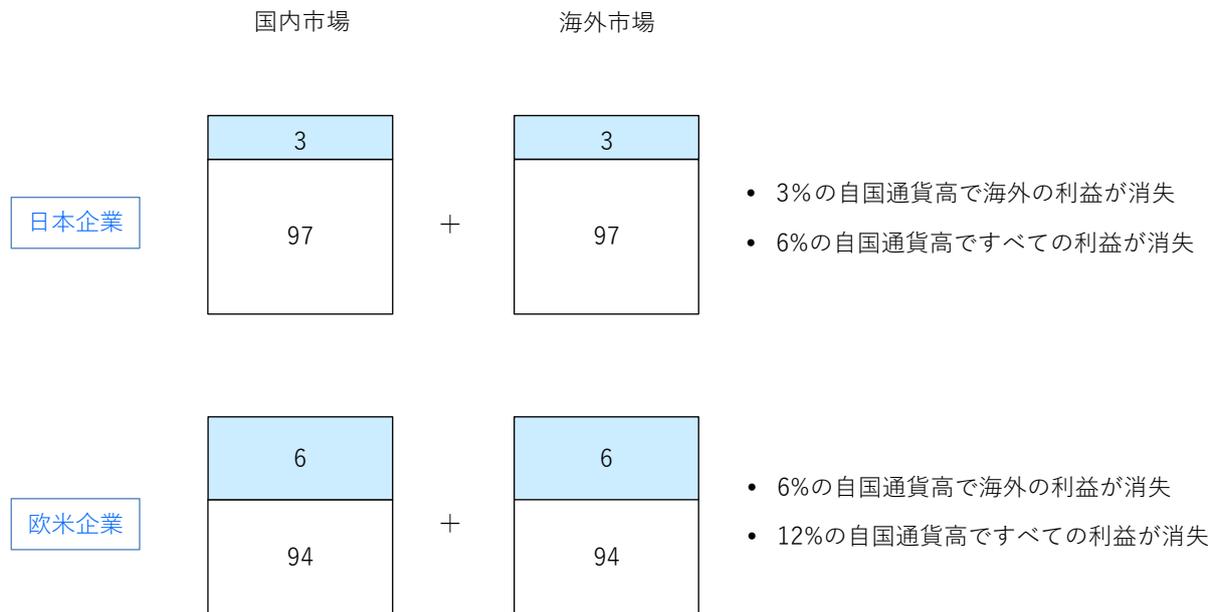


(出所) ビューロー・ヴァン・ダイク社のデータをもとに筆者集計。

しかし輸出企業の間で円高恐怖症が根強い本質的な理由はおそらく別のところにある。それはこれらの企業がもともとあまり儲かっていないことである。最近では日本の企業も配当性向や株価収益率に気を配るようになり、売上高利益率も上昇している。しかし過去にも円安期には利益率が上昇していたので、それが持続的なものかどうかは分からない。

ここで図 3 を用いて簡単な思考実験を試みてみよう。いま、日本と欧米の企業がいずれも自国と外国で事業を営んでいて、国内と海外で同じ量の製品を販売しているとする。日本企業は押しなべて薄利なので、売上高利益率は国内でも外国でも 3% だとする。欧米企業の売上高利益率は内外ともに 6% だとしよう。また、どちらの企業も外国では現地通貨建てで価格を固定して販売しているとする。

図3 自国通貨高の売上高利益率への影響



上記の状態において自国通貨が増価すると、収益にどのような影響が出るだろうか。日本の場合、3%の円高が生じると外国市場における利益が消失し、それ以上円高が進むと赤字になる。国内販売分は為替レートの影響を受けないが、円高が6%以上進むと国内の利益が海外の損失によって相殺され、事業全体が赤字になってしまう。一方、欧米企業の場合、自国通貨の増価が6%に達するまで海外事業は赤字化せず、自国通貨高が12%を超えるまで事業全体の赤字化を避けることができる。

上記の例から分かるのは、市場シェアや雇用の維持を優先して十分な利益を確保できない企業が多い国は、必然的に外的ショックに対して脆弱になるということである。日本では対内直接投資がいちじるしく低迷しており、いったん進出した外資系企業が日本に見切りをつけて他国に拠点を移してしまうケースが後を絶たない。しかしこうした企業の利益率を調べてみると、平均的な日本企業の利益率を上回っていることが多い。ことことは、多くの日本企業が海外では許されないような低収益に甘んじていること、それが日本経済の脆弱性の一因になっていることを示唆している。

むしろ警戒すべきは過度の円安

それでも円高で不況になるのは困る、円安によって株価や景気が改善するのは望ましいことではないかと言う人もいるだろう。しかし円高が進むたびに政府と日銀が財政支出や金融緩和によって応じ、円安時には静観するのでは、不況期にだけ無計画に景気対策を乱発する同じことである。また、今日の日本経済が置かれた状況を考えると、政府と日銀がもっとも

警戒すべきなのは「方向としての」円高ではなく、「水準としての」円安が進みすぎることである。

日本に限らず、先進国では製造業が縮小してサービス業が拡大するのが必定である。ものづくりの国の製造業が海外に流出するのはおかしいと言う人がいるが、国内の賃金が上昇すれば企業が海外に生産拠点を移すのは当然だし、国内生産を維持するために賃金を切り下げるのは本末転倒である。より重要な点として、日本のように少子高齢化が進む国が工業部門の縮小にいつまでも抵抗していると、高齢者向けの社会福祉サービスなどを担当する人材が不足してしまう。したがって先進国が警戒すべきなのは製造業が縮小すること自体ではなく、それが一時期に集中することによって産業調整の社会的コストが必要以上に大きくなってしまふことである。

ここで図 4 を見てみよう。上のグラフは円ドルレートの実勢値（現実の為替レート）と輸出企業の採算レートの推移を描いたものである。この採算レートは内閣府のアンケート調査によるもので、「これ以上円高が進むと平均的な輸出企業が赤字になる」という損益分岐点に当たる円ドルレートを表している。過去 30 年間の実勢レートの採算レートに対する比率の平均値を計算すると約 1.03 になる。このことは、輸出事業の長期的な利益率が約 3%であること、すなわち図 3 の例が現実的な想定だったことを示している。

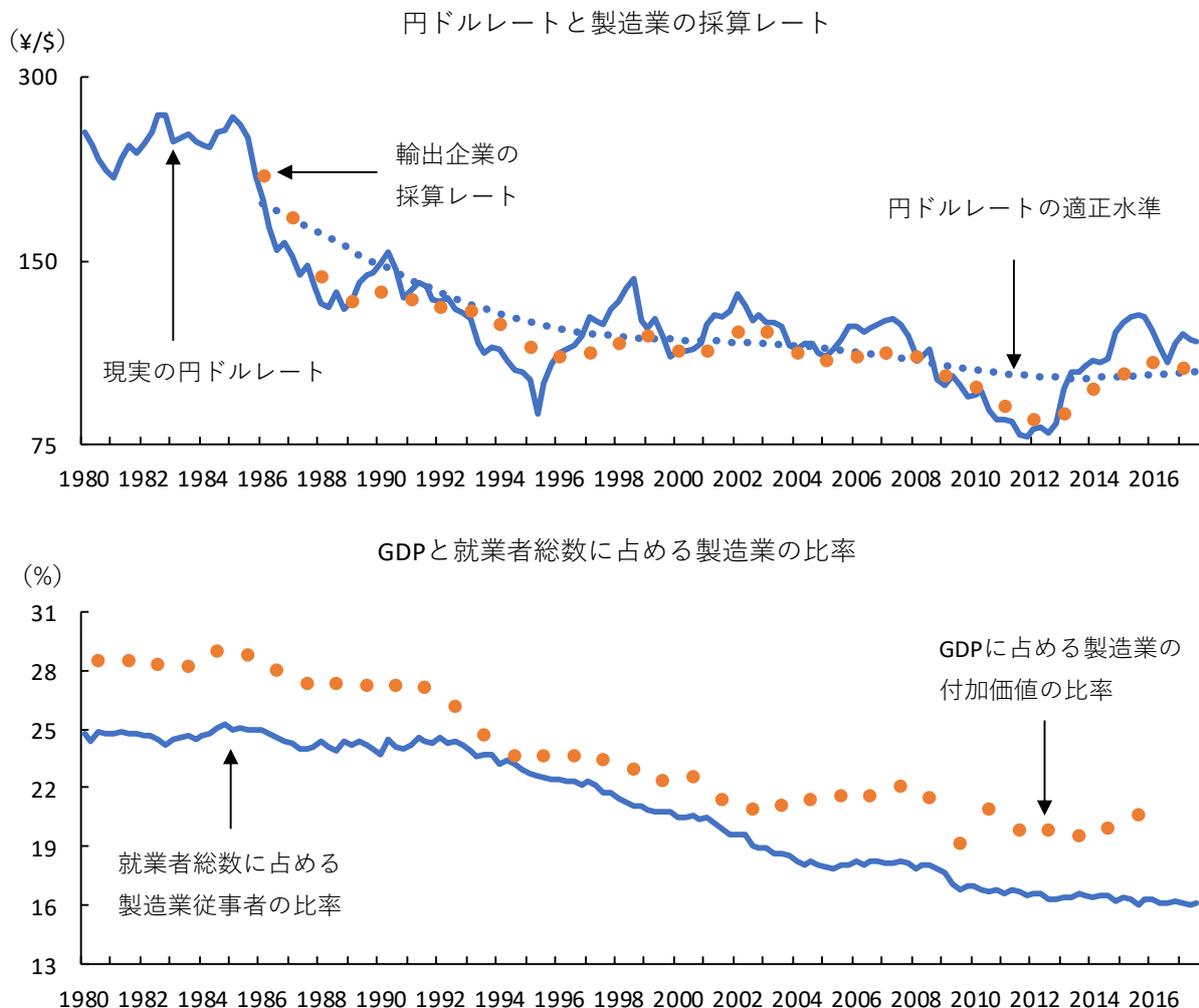
海外に生産拠点を持つ企業は足元の為替変動に応じて国内外の生産量を調整することが多いため、短期的には実勢レートが先に動き、それに伴って採算レートも変化する。しかし長期的には国内の賃金や生産性の変化に応じて輸出価格と採算レートが決定し、それに対して現実の為替レートが調整すると考えることが自然である。

そこで、採算レートのデータから実勢レートの短期変動の影響だと思われる分を取り除き、それに上記の比率を乗じることにより、平均的な輸出企業にとって適正だと思われる円ドルレートを計算してみた。それが上グラフの青い点線である。これを見ると、現実の円ドルレートが適正レートを上回っている（あるいは下回っている）期間が、図 1 において輸出物価・国内物価比率が点線を上回っている（下回っている）時期とほぼ一致していることに気付く。たとえば、民主党政権時に円は明らかに過大評価されていたが、安倍政権発足直後までに「水準としての」円高はほぼ解消していたと思われる。

図 4 下段のグラフには、日本の GDP に占める製造業の付加価値と、就業者総数に占める製造業従事者の比率を示している。諸外国の経験を鑑みると、日本では 1980 年代から工業部門の縮小が始まってもおかしくなかったが、1980 年代前半のドル高や後半のバブル経済によって収益が押し上げられたため、企業の淘汰や雇用調整が進まなかった。しかしその反動によって 1993 年ごろから 2000 年代初頭にかけて急激に雇用が減少し、製造業が集中する地域において社会問題化した。2000 年代半ばにも旺盛な外需と円安によって輸出企業の業績がいち

じるしく好転し、産業調整が停止したため、リーマン・ショック後の大不況をいっそう深刻なものにしてしまった。

図4 為替レートと産業構造の変化



(注) 円ドルレートの適正值は採算レートのデータに HP フィルターをかけてトレンドを抽出し、期間中の実勢レートの採算レートに対する比率の平均値を乗じた値。採算レートは輸出を行っている工業製品メーカーの平均値。

(出所) 内閣府及び厚生労働省、日本銀行の統計をもとに筆者集計。

円安依存症からの卒業を

本稿の執筆時点で円ドルレートの実勢値が 1 ドル=112 円前後なのに対し、上記の方法で算出した適正水準は 1 ドル=98 円程度である。これだけ下駄を履かせてもらっている以上、輸出企業の業績が好調なのは当然である。円安が進むたびにそれを日本経済の実力だと勘違いし、その後に円高が進むと天災に見舞われたかのような大騒ぎになることは過去に何度も

くり返されてきた。私たちはそろそろそうしたことから卒業すべきではないか。そして政府や日銀が目先の経済成長率やインフレ率の目標を達成するために長期的に望ましくない政策に傾倒することに引導を渡すべきではないだろうか。