

2024年6月25日

## 歴史的な円安進行にどう対処すべきか

### —背景、評価、処方箋—

翁 百合

#### 1. なぜ円安になっているのか

円安が続いている。150円台後半という現在の為替相場は、国内と海外の物価比率から決まるという購買力平価では説明できず、きわめて大きく乖離した状況が長く続いている。ちなみにIMF推計によれば、円の購買力平価は2024年4月時点で90.82円である。

これほど大きな乖離が生じている理由は、金利差が大きいと考えられるが、為替相場も外貨という資産の価格であり、投資家が様々な「ニュース」に反応する面も多く、しかも「美人投票原理」（その時々の方々の投資家がどう予測するかを考えるため、多数意見によって為替相場が決まってしまう）も働く。そのため、為替相場が円安に振れるその時々具体的な理由の特定や、将来の為替相場の正確な予測は難しい。ただし、主要な原因は金利差であり、その背景としては、第一に、日米の金融政策の姿勢を反映した金利差、第二に、日米の潜在成長率の差を反映した自然利子率の差がかなり大きいと考えられる。

#### ① 日米の金融政策の姿勢の差異による金利差

2013年に黒田前日本銀行総裁のもとで異次元緩和が始まり、さらに2016年にイールドカーブ・コントロールがスタートして以降、日本は2022年まで長期金利をゼロ近傍に固定し続けていた。このため、欧米諸国が金利を引き上げ始めると、内外の長期金利の差はかなり大きくなった。為替相場の安定は金融政策の目的とは位置づけられていない。ただし、異次元緩和政策は、結果的には円安による物価上昇を是認してきた政策ともいえる。実際、2022年1月の日本銀行展望レポートでは、「円安が10%進めば実質GDPを年間で0.8%押し上げる」という分析を発表しており、少なくとも日本銀行は、長年の異次元の金融政策で円安が進むことをネガティブに捉えてきたようには受け取りにくい。

いずれにせよ、日米の金融政策の違いがある以上、日本の金融政策の正常化のみならず、米国のインフレの十分な鎮静化と、それに伴う米国の金利引き下げまでは、円安傾向が続くことは十分予想される。

ただ、上述のように金利差は日米の近年の金融政策の差だけによって実現しているものでもない。その背景としての自然利子率の差という構造的な面が大きいと考えられる。

#### ② 日本経済の成長力の低下

日本は90年代初めには4%程度と推計されていた潜在成長率は低下してきており、現在は0.5%程度である。これに対して米国では2024年6月のCBO（議会予算局）の潜在成

長率の推計は 2.1%である。1 年前の推計(1.8%)からさらに 0.4%上方修正されている。この背景として、移民の流入による労働力人口の増加が大きいことが指摘されているが、CBO の分析によれば、米国近年の潜在成長率には労働生産性の伸びも寄与している。こうした状況は、米国のいわゆる中立金利（≡自然利子率+期待インフレ率）を押し上げている可能性が高いといえるだろう。米国の中立金利は、連邦準備制度の高官らが言及していた 2.5%程度の水準<sup>1</sup>より、もっと高いのではないか、という議論<sup>2</sup>もある。コロナ禍以降の中立金利が上昇している理由としては、サプライチェーンの再編や強靱化のための投資、国防支出の増大などの理由を挙げる論者もいる。

この間、円の購買力である実質実効為替相場をみれば、90年代半ば以降の約30年の長きにわたって、円安に進んでいる。日本の場合、本来であれば円安が続けば、日本の産業の国際競争力強化につながるはずだが、それが必ずしも実現していない面を指摘しておきたい。インバウンド関連産業などのほかには、国際競争力が目に見えて強化された産業はあまり見当たらない。

輸出企業は、従来のように円安で価格競争力が改善、収益が好転しても輸出数量はあまり増えないし、国内投資も進んでいない。その理由としては、製造業は、円高対応や地産地消を目指し、2010年頃から輸出から現地生産にシフトさせてきた長年にわたる構造変化が起きているからであり、現在は現地法人に海外収益が内部留保として積み上がっている。

西岡・後藤(2024)<sup>3</sup>によれば、製造業の海外現地法人の売上は2023年に176兆円と輸出(101兆円)の1.7倍に達している。その収益の一部が国内に配当などで還流し、国内投資や国内の賃上げに回るが、円転されないまま海外現地法人などで再投資され、残り(収益の4割程度)が内部留保に回り、50兆円にのぼっている。

こうしたことから以前のように円安が輸出数量の回復につながるという構図が成り立ちにくくなっている。

## 2. 円安はプラスかマイナスか

前述のとおり、2022年1月の段階で日銀は、円安は実質GDPを押し上げるという分析を発表している。確かに円安はかつてトータルでプラスの面はあったかもしれない。特に輸出型企業、海外事業を展開する大企業は、史上空前の利益となっている。さらに、コロナ禍

---

<sup>1</sup> たとえば、サンフランシスコ連銀のDaly総裁は、コロナ禍前より中立金利は上昇している可能性があり、2.5%~3.0%と発言している(2023年10月10日)。

<sup>2</sup> たとえば、Summers元財務長官はむしろ中立金利は4%に近いと発言(2024年3月9日ブルームバーグ・インタビュー)

<sup>3</sup> 西岡慎一・後藤俊平(2024)「円安が阻む好循環、抜本策は成長力強化—日米の生産性格差が円安の底流に—」日本総合研究所 リサーチフォーカス No2024-012 参照。

で大きな影響を受けた観光業、宿泊業にもメリットは大きいといえる。

### ① 分配問題に直結

しかし、円安にはメリットを受ける企業と、被害を受ける大多数の家計および企業が存在する。為替相場が 160 円近傍まで近づくとこれだけ円安が進むと、円安は深刻な分配問題をもたらしている。デメリットを受けている主に輸入品などに依存する企業と大多数の家計は、円安税、インフレ税といった形で事業や生活が圧迫されている。もはや円安のマイナス面のほうが大きくなってきているといわざるを得ない。

2023 年度以降、人手不足もあってやっと名目賃金が上昇してきているが、賃金が上昇しても、円安によるインフレが続けば、実質賃金はいつまで経ってもプラスにならない。また、特に非製造業や中小企業は、売上に占める輸出比率がかなり小さい一方、仕入れに占める輸入比率が高いので、中小企業と大企業（従業員 1000 人以上で輸出比率と輸入比率が逆転、前掲、西岡・後藤（2024）参照）、業種による格差拡大にもつながっている。これは賃金引上げについていけない業種や中小企業が増える可能性を示唆している。

### ② 外国人労働者にとっての日本の魅力低下

もう一つ重大な影響は、外国人労働者にとっての日本の魅力低下である。2023 年に国立社会保障・人口問題研究所は、2070 年（出生・死亡ともに中位推計）の外国人比率を 10.8% と推計している。ただし、この推計は、直近の高水準だった外国人の流入状況をそのまま反映させたものであり、円安などの要因が外国人労働者の賃金に与える影響を勘案したものではない。今後円安が続けば、外国人にとって日本で働く魅力は大きく低下してしまい、少子化とあいまって労働人口のさらなる減少、供給力縮小を招きかねない。

## 3. 円安にどのように対処すべきか

このように、円安が続くことは、日本経済にとって望ましい状況ではない。もちろん米国の利下げと日本の金利正常化が実現していけば、現状のような円安状況が徐々に解消される可能性もある。それだけに、今後、日本においても経済動向を踏まえた金融政策の正常化や政府・日本銀行のマーケットへの発信も重要である。しかし、為替介入の効果は一時的な激変緩和措置にすぎない。30 年間下がり続けた実質実効為替相場の原因を考えれば、金融政策だけで解決できるものではなく、円安を是正するには、構造的な問題に正面から取り組んでいく必要がある。やはり労働生産性の向上を目指す成長戦略を揺ぎなく進めることが何より重要と考える。

残念ながら、人口減少のスピードは速く、深刻な状況といわざるを得ない。今後労働人口が減少する中で我が国の潜在成長率を上げていくためには、人手不足をむしろ改革の機会

ととらえて各企業がDXと人への投資など国内投資を行い、これによって労働生産性を上げていくことが重要である。輸出関連企業の輸出金額の増加や外貨所得の円換算値が増えることに伴う収益増加を、国内投資に振り向けることはもちろん、日本企業全体が、こうした国内投資に取り組むことが求められる。また、特に今後の日本企業に必要なのは、付加価値の高いサービスや商品を、価値に見合った価格で販売していくことである。日本は諸外国と比較してもマークアップ率（企業の限界費用に対する販売価格の比率）が低い<sup>4</sup>。付加価値の高い商品やサービスを提供できるビジネスモデルへの転換によって、持続的に賃金を引き上げる原資を稼いでいくことが必要となろう。

政府の政策としては、企業のこうしたビジネスモデルの転換を支援する方向が求められる。企業のスムーズな新陳代謝を図りながら、経営の質を高め、同時にリスクリングによって生産性の高い産業に労働移動が円滑に進むような環境整備のスピードアップが求められる。とりわけ、ビジネスモデルの転換につながり企業価値を向上させるようなM&Aの支援は重要な政策課題である。

TFP（全要素生産性）は、労働の質、資本の質、経営の質のすべてを向上させ、イノベーション、画期的な技術革新が広がることによって長期的に上昇する。コーポレートガバナンスの見直しも含めて、こうしたすべてのことに取り組むことが重要だろう。

もちろん、長期経済成長を規定するのは生産性だけでない。労働参加率と出生率を上げていく努力も地道に進めていく必要がある。労働参加率は、希望する高齢者が労働市場に参加しやすい環境を整え、希望しているにもかかわらず潜在的な能力を生かしきれずに働いている女性の人的資本への投資、柔軟な働き方を可能にする環境整備を行い、希望する時間や賃金上昇への期待にこたえることが欠かせない。また、勤務時間の延伸をためらわせる社会保険制度など制度的要因の是正、および共働き共育て社会実現のための民間企業経営者等の意識改革の広がりも待ったなしといえる。

以上

---

<sup>4</sup> 令和5年度年次経済財政報告（3章2節）、（出所）Jan De Loecker and Jan Eeckhout（2018）“The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications” Quarterly Journal of Economics Volume135, Issue2, pp.561-644 など参照。