

2024年6月6日

No.2024-012

## 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 —

調査部 上席主任研究員 西岡慎一

研究員 後藤俊平

#### 《要 点》

- ◆ 円安が賃金・物価の好循環を阻んでいる。本邦企業の海外への販路が輸出から現地法人にシフトするなかで、海外収益が現地に滞留する傾向が強まっており、円安による為替差益が国内に還流しづらくなっている。製造業では海外現法の売り上げは2023年に176兆円と輸出の1.7倍に達し、海外での内部留保は全体で50兆円にのぼる。そのため、かつてに比べて円安による経済へのプラス効果は低下している。
- ◆ 円安が分配面に及ぼす影響も大きい。なかでも、輸入原材料を多く使用する中小企業や非製造業では円安で収益が圧迫される。試算によれば、円安が10%進行すると大企業（製造業）では収益が8%増加するのに対し、中小企業（非製造業）では2%の減益となる。こうした減益圧力を価格転嫁で吸収できない場合、中小企業（非製造業）では賃金が2%押し下げられる可能性がある。こうしたセクターに従事する労働者は6割にのぼり、円安が賃上げ継続に水を差す恐れもある。
- ◆ 円安は日米金利差の拡大に起因している。日銀は為替変動が物価に及ぼす影響を注視し、緩和バイアスが強かったこれまでの政策スタンスを中立方向に戻そうとしている。円安による悪影響を踏まえると、こうした動きは妥当といえる。
- ◆ ただし、日米金利差の底流にはわが国における生産性の停滞がある。1990年代から日米間の生産性格差が拡大するとともに、実質ベースの円ドルレートは一貫して円安で推移している。わが国では、貿易財およびサービス部門の生産性が米国に比べて伸び悩んでおり、稼ぐ力で劣っている。これが、財・サービスの貿易赤字と円安の進行を招く要因となっている。利上げや為替介入だけでなく、実効性のある成長戦略の着実な履行が過度な円安を防ぐ抜本策となる。

**本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・西岡慎一宛にお願いいたします。**

**Tel : 090-9976-6966**

**Mail : nishioka.shinichi@jri.co.jp**

「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、[「X \(旧 Twitter\)」](#)、[「YouTube」](#)でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## 1. 円安でも海外収益は現地に滞留

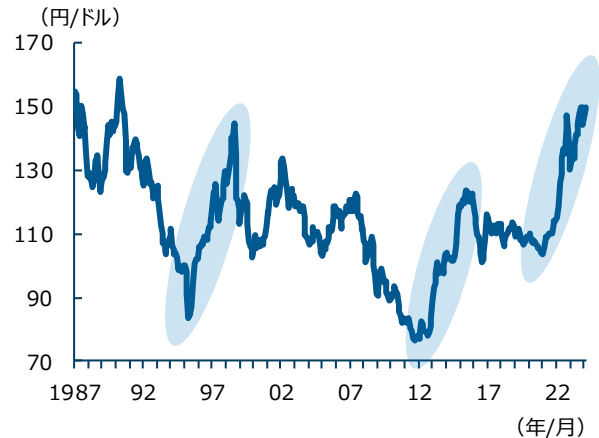
円安が進行している。円ドルレートは、4月末に一時1ドル160円台と34年ぶりの円安水準に達した。その後、政府・日銀による為替介入で円が急伸する場面もみられたが、足元も150円台と安値圏で推移している。

ウクライナ問題の勃発で世界的に物価が上昇し、各国の中央銀行が利上げを開始する前(2022年初)の円ドルレートは110円台であったから、わずか2年あまりで円はドルに対して4割ほど減価したことになる(図表1)。変動相場制に移行してからこれだけ急激なペースで円安が進んだのは、黒田日銀総裁が大規模緩和を開始した2010年代前半と金融不安で「日本売り」が広がった1990年代後半の2回あるが、いずれも70~80円台の行き過ぎた円高の是正という側面も強かった。今回の円安は過剰な円高の反動ではない点で過去とは異なる。

円安は、基本的には経済全体にとってプラスとの見方が多い。わが国の経常収支はウクライナ問題の発生後に赤字に陥る月もみられたが、最近では年換算で1,000~2,000億ドル程度の黒字で推移している(図表2)。これは、海外での受け取りが支払いを上回っていることを意味しており、円安になると円換算された黒字額は膨らむことになる。これを踏まえると、所得面でみた円安効果はプラスといえる。

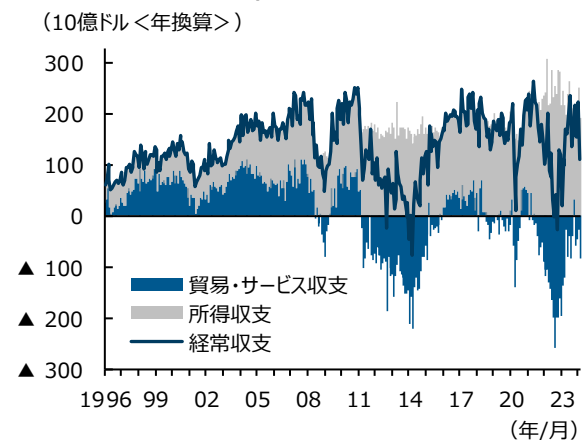
ただし、経常収支の構造は大きく変わっており、円安による国内経済へのプラス効果は低下している。経常黒字の源泉はかつてのような貿易収支ではなく、所得収支の黒字である。これは、株式や債券など海外証券投資からの収益や海外現地法人などからの配当・利子などで構成されている。この背景には、わが国企業が海外への販路を輸出から現地法人にシフトしてきたことが挙げられる。経済産業省「海外現地法人四半期調査」によると、製造業では、海外現地法人の売上高は円高が進んだ2010年ごろを境に財輸出を明確に上回り、2023年には176兆円と輸出(101兆円)の1.7倍にのぼっている(図表3)。

(図表1) 円ドルレート



(資料) 国際通貨研究所

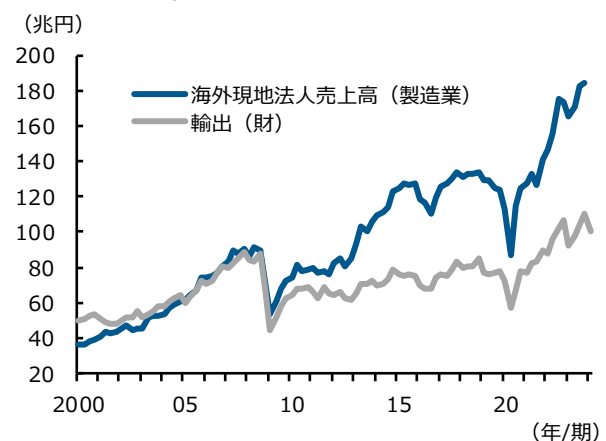
(図表2) 日本の経常収支



(資料) 日本銀行、国際通貨研究所

(注) 円ベースの収支をドル円レート(月平均)でドル換算。

(図表3) 海外現地法人売上高と財輸出



(資料) 経済産業省、財務省

(注) 年率、原数値。

海外現地法人の収益すべてが国内に還流するわけではなく、その多くは現地に滞留している。所得収支の黒字のうち3割は再投資収益であり、円転されないまま海外現地法人などに再投資されている。さらに、経済産業省「海外事業活動基本調査」によると、海外現地法人は収益の4割程度を内部留保しており、その残高は2021年度に48兆円と過去10年間で倍増している(図表4)。

このように、海外拠点で稼いだ所得の多くは現地に滞留しており、日本国内に為替差益が還元されるわけではない。そのため円安による経常黒字がかつてほどには国内の設備投資や賃上げなどにつながらなくなっている。

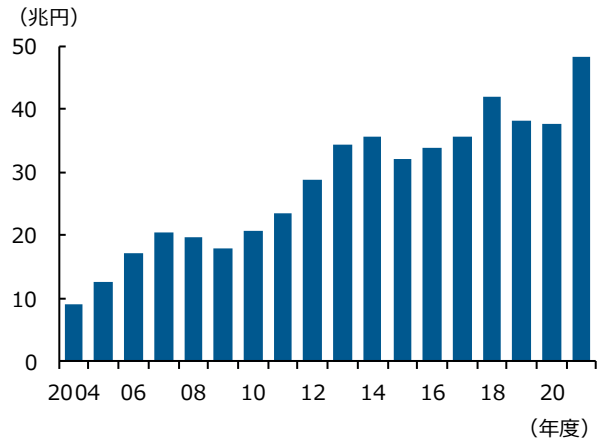
## 2. 円安が摘む好循環の芽

円安が分配面に及ぼす影響も大きい。円安による経済効果がプラスかマイナスかはセクターによってはっきりと分かれ、円安で恩恵を受けるセクターは海外事業を展開する大企業や海外資産などを多く保有する富裕層である。逆に円安で打撃を受けるセクターは、輸入原材料を多く使用する中小企業や日々の生活で輸入品を購入する多くの家計である。

企業では、企業規模や業種で円安の影響が大きく異なる。経済産業省「企業活動基本調査」によれば、製造業・大企業では売りに占める輸出の比率が仕入れに占める輸入の比率を大きく上回っている(図表5)。これとは逆に、非製造業・中小企業では売りに占める輸出比率はかなり小さい一方、仕入れに占める輸入比率が1割と大きい。

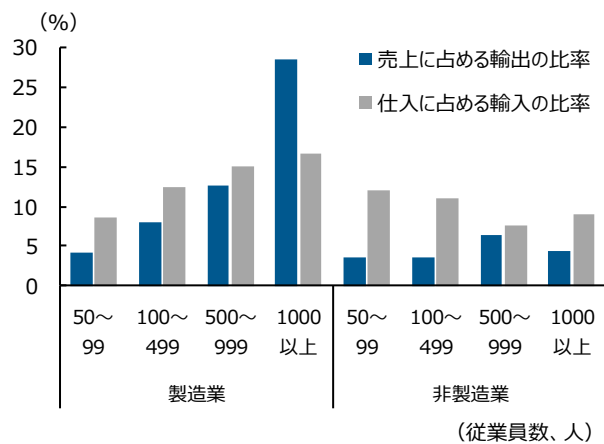
この関係により、円安進行時の収益への影響は、規模が大きい製造業ほどプラスとなる一方、規模が小さい非製造業でマイナスとなる。仮に、円安が10%進行すると従業員1,000人以上の製造業では収益が8%ほど増加するのに対し、従業員500人以下の非製造業では2%ほどの減益となる(図表6)。この試算は海外販売のうち輸出のみを対象としており、海外現地法人による売上げは勘案していない。したがって、海外現地法人を多く抱える大企業では、円安によるプラス効果がこの試算を上回る可能性が高い。

(図表4) 海外現地法人の内部留保残高



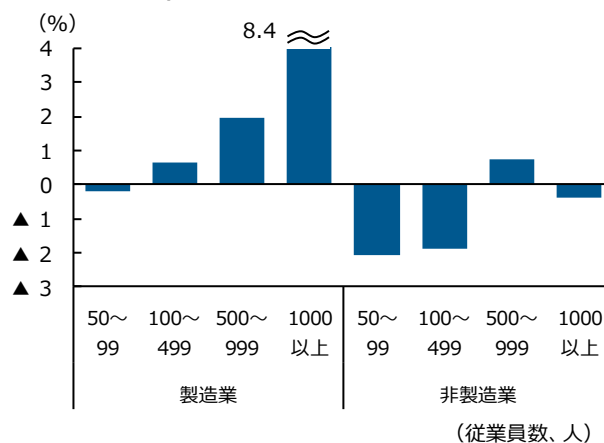
(資料) 経済産業省

(図表5) 輸出比率と輸入比率



(資料) 経済産業省

(図表6) 10%の円安による収益への影響



(資料) 経済産業省を基に日本総研作成

(注) 売上に占める輸出と仕入れに占める輸入がそれぞれ10%増加した場合の売上総利益への影響。

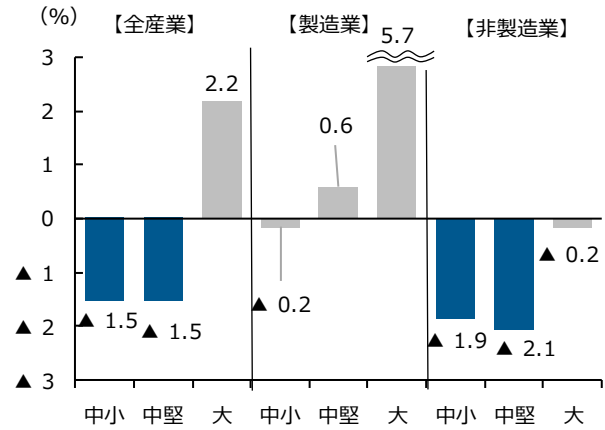
円安による収益の変化は、賃金にも影響を及ぼしうる。仮に、価格転嫁や生産性向上で円安によるコスト増を吸収できなければ、企業は賃金引き下げで減益圧力を回避する可能性がある。上記の試算をもとに収益が賃金に及ぼす影響を試算すると、10%の円安進行で、製造業・大企業の賃金は6%押し上げられるのに対し、非製造業・中小企業の賃金は2%減少する(図表7)。製造業・中小企業や非製造業・大企業の賃金は円安による影響をそれほど受けない。

経済全体でみれば賃下げ圧力が強い。円安で賃下げ圧力を受ける非製造業の中堅・中小企業に従事する労働者は全体の64%に達している(図表8)。一方、円安で賃金が上昇しやすい製造業の大企業・中堅企業に従事する労働者数は全体の12%に過ぎない。

こうした分配面への円安影響は経済に打撃を及ぼす可能性がある。わが国の経済は「失われた30年」を脱し、「賃金・物価の好循環」を形成して、活力のある経済に移行できるかどうかの瀬戸際にある。そのカギを握っているのが、中小企業の賃上げであり、賃上げを持続させるための生産性向上である。

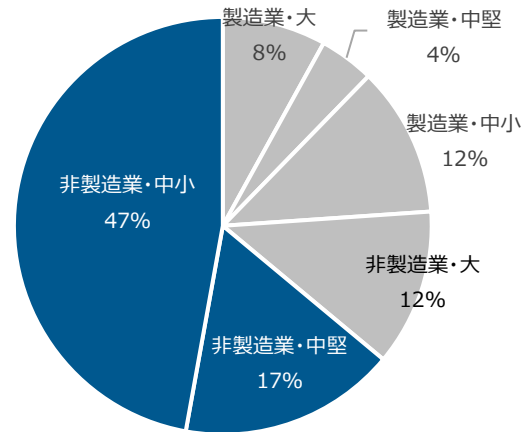
今回の春闘では、中小企業の労働組合でも大幅な賃上げが実施されている。日本労働組合総連合会(連合)によると、今年度の春闘賃上げ率(第5回集計結果、定昇込み)は、300人未満の中小組合で4.66%と昨年度同時期の3.35%と比べてもかなり高い伸びとなっている。さらに、中小企業の設備投資意欲も例年になく強く、そのなかには生産性の改善を目的とした投資も多く含まれていると考えられる。本年3月の日銀短観によると、2024年度の中小企業による設備投資計画額は前年比ゼロ%近傍と、バブル期の伸びを大きく上回る(図表9)。円安の進行は、中小企業の収益を押し下げることで、賃金の引き上げや設備投資計画の実行を阻害する恐れがあり、好循環の芽を摘みかねない点に

(図表7) 10%の円安による賃金変化率



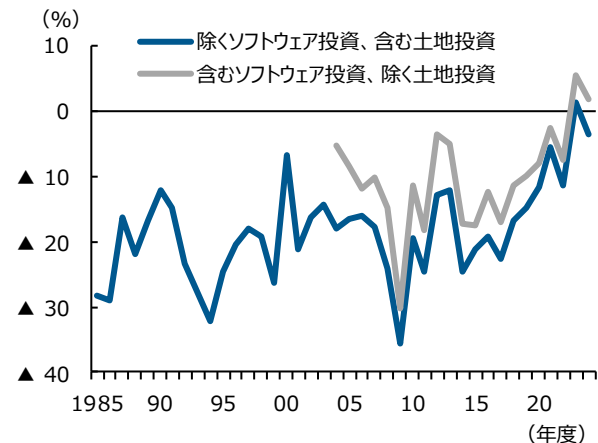
(資料) 経済産業省、財務省を基に日本総研作成  
(注) 賃金(対数)と1人あたり売上総利益(対数)の回帰式を基に、企業活動基本調査による10%円安時の売上総利益の変化率を用いて計算。円安による収益の影響は図表6の結果を使用。中小企業は資本金1千~1億円、中堅企業は同1~10億円、大企業は同10億円以上。

(図表8) 従業員数の構成(2023年)



(資料) 財務省  
(注) 中小企業は資本金1千~1億円、中堅企業は同1~10億円、大企業は同10億円以上。

(図表9) 中小企業の設備投資計画(前年比)



(資料) 日本銀行  
(注) 前年度3月時点の計画。

留意する必要がある。

### 3. 日米双方の金利要因が円安に

急速な円安の背景として、日米金利差の拡大が挙げられる。米国の金利（2年物）は5%近い一方、わが国はゼロ%台前半と、その差は4%半ばに達する（図表10）。この2年間で金利差は3%ポイント拡大しており、円安進行の主因となった。日米で金利差が開いた背景には、金融政策の違いがある。日米ともにインフレが進行し、米国では大幅な利上げが実施された一方、経済の冷え込みで長らく物価が伸び悩んできたわが国では、需要縮小を避けるため金利が据え置かれてきた。

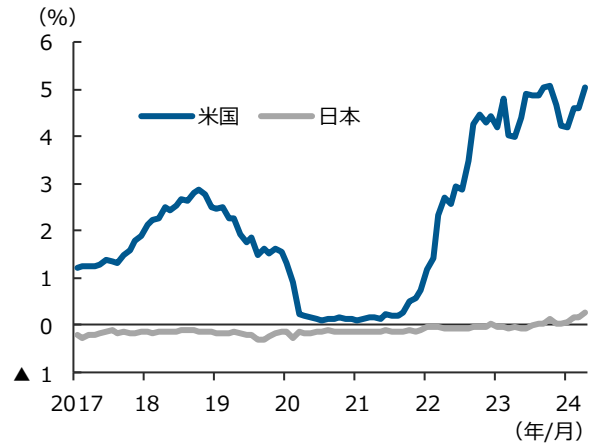
今春になって日銀はようやくマイナス金利を解除したが、緩やかな政策スタンスの継続を強調したことが、低金利の長期化観測を招き、一段の円安につながっている。これを受けて、植田日銀総裁は為替変動による物価への影響の大きさ次第で早期に金利を調整すると主張しており、緩和バイアスが強かったこれまでの政策スタンスを中立方向に戻そうとしている。前述のとおり、過度な円安が好循環メカニズムを阻害する恐れがある以上、こうした動きは妥当といえる。

一方、米国ではこれまでの利上げにもかかわらず、景気は予想以上に堅調であり、インフレ圧力はなお強い。なかでも、サービス価格の粘着性は強く、最近では再び加速する動きもみられている（図表11）。これは原材料価格の一服などで騰勢が鈍化した財価格の動きとは大きく異なる。市場が期待していた今年前半の利下げは遠のいており、これが急速な円安のもう1つの要因となっている。米国のインフレ沈静化がはっきりと展望できるまでは、円安基調が続く可能性が高い。

### 4. 生産性の停滞が日米金利差の根本に

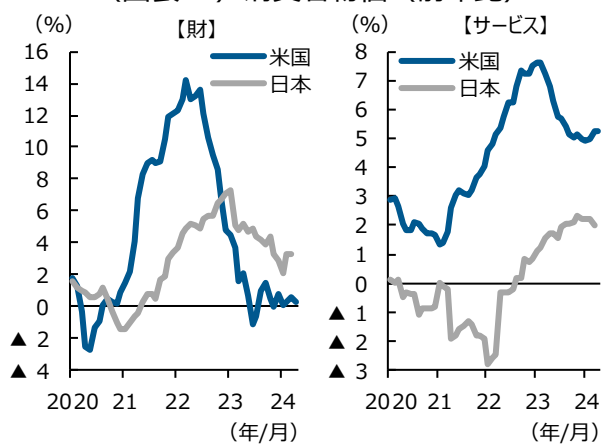
日米金利差が拡大している根本的な背景には、日米間で経済成長力の格差が広がっていることがある。内閣府によれば、わが国の潜在成長率は1990年代に入ってから米国を下回り、足元ではゼロ%

（図表10）日米の金利（2年）



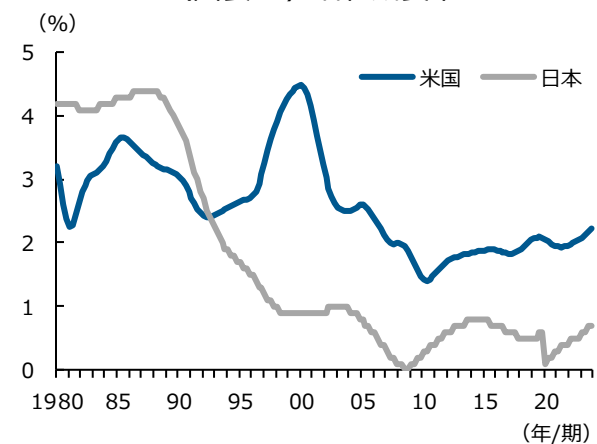
（資料） Bloomberg

（図表11）消費者物価（前年比）



（資料） 米国労働省、総務省

（図表12）潜在成長率



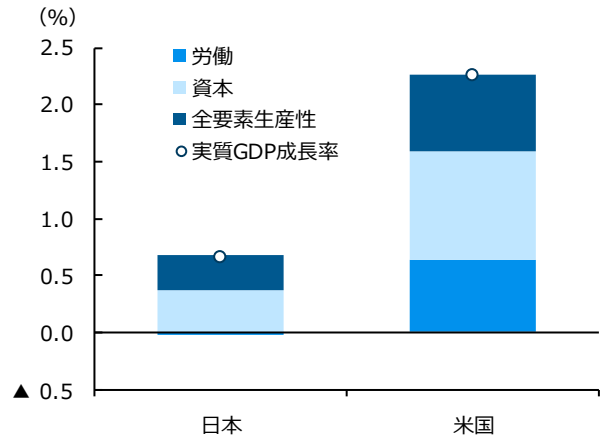
（資料） 内閣府、米国議会予算局（CBO）

台にとどまっている（図表 12）。生産年齢人口が減少するわが国では労働投入が伸び悩んでいるほか、バブル崩壊後の過剰債務の調整や長期にわたる成長期待の低下で資本投入が抑えられてきたことが日米の成長力格差の要因となってきた（図表 13）。これに加えて、イノベーションの停滞などでわが国の全要素生産性の伸びが低位にとどまっていることも成長力の格差拡大につながっている。

こうした成長力格差が、米国金利を恒常的に下回るわが国の低金利を招き、円安につながってきたといえる。実際、物価変動の影響を除いた実質ベースの円ドルレートは、日米の生産性格差と概ね軌を一にしている（図表 14）。1970年代から 80年代にかけてわが国の生産性が米国よりも上昇し、それにつれて円高が進行したが、1990年代からこの動きは逆転し、わが国の生産性が米国と比べて伸び悩むとともに、円安が進行している。実質ベースの円安は日本製品 1 単位と交換できる米国製品の量が減少することを意味しており、わが国の購買力が低下していることを意味する。

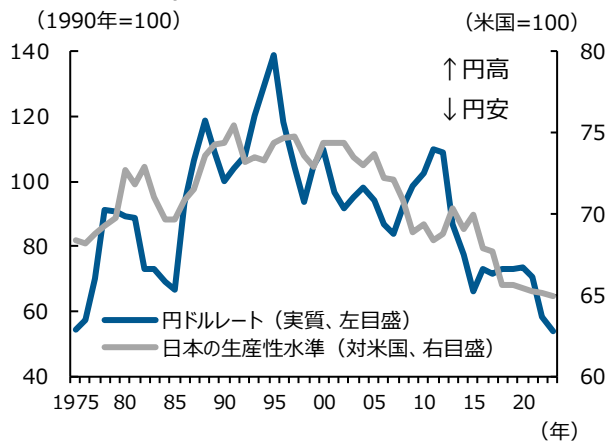
実質ベースの円安は貿易財と非貿易財の生産性格差の違いで生じることが知られている（バラッサ＝サミュエルソン効果）<sup>1</sup>。実質ベースの円安は、米国の財・サービスの価格がわが国よりも割高になっているとも言い換えられる。仮に、米国で貿易財部門の労働生産性が上昇すると、賃金が上昇する。この賃金上昇が非貿易財部門に波及すると、同部門では価格が上昇する（非貿易財部門では労働生産性が上昇していないため）。この結果、米国の非貿易財価格がわが国よりも高くなり、実質ベースで円安となる。わが国では貿易財部門の生産性が米国ほど上がらなかったため、非貿易財部門の賃金・物価も

（図表13）成長率の内訳（1995～2020年平均）



（資料）EUKLEMSを基に日本総研作成

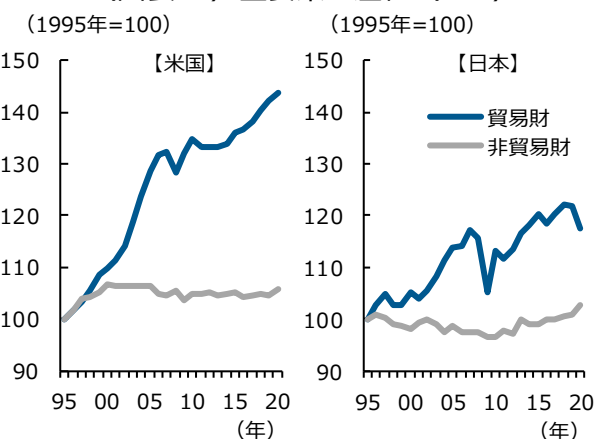
（図表14）為替レートと日米の生産性格差



（資料）国際通貨研究所、Penn World Table、総務省、内閣府、米労働省、米議会予算局を基に日本総研作成

（注）生産性は全要素生産性（TFP）。2020年以降の生産性は内閣府と米議会予算局のデータで延長。

（図表15）全要素生産性（TFP）



（資料）EUKLEMS

（注）貿易財部門は農林水産業、鉱業、製造業、運輸業、金融業、情報通信業と定義。

<sup>1</sup> バラッサ＝サミュエルソン効果は、①貿易財で一物一価が成立、②実質賃金と労働生産性は一致、③労働は国内で移動自由で賃金は均等化、④資本は、国内・国際間双方で移動自由といった仮定を置く。この場合、貿易財部門の生産性上昇は経済全体の賃金を上昇させる。この際、非貿易財部門では、実質賃金と労働生産性が一致するよう物価が上昇する。仮に、米国の貿易財部門で生産性が上昇すると実質為替レートは円安となる。

上昇せず、実質ベースの円安が生じたともいえる。

実際、米国の貿易財部門は非貿易財部門よりも全要素生産性が大きく伸びる一方、わが国の貿易財部門はそれほど上昇していない（図表15）。ここでは、貿易財部門として、製造業などに加えて国際取引が盛んな一部サービス業（金融業、運輸業、情報通信業）も含めている。米国ではこうした貿易サービス部門の生産性が大きく上昇している。近年、世界的にサービス貿易が拡大しており、2023年には世界全体で8兆ドル（約1,200兆円）と貿易取引全体の4分の1を占めるに至っている（図表16）。

米国はサービス収支の黒字額が世界最大であるのに対し、わが国は世界で3番目に赤字額が大きい（図表17）。米国では金融や知的財産権の使用料がサービス黒字を押し上げているほか、最近ではデジタル関連サービス（「その他」に含まれる）の黒字も大きい。デジタル関連サービスは、ウェブサイトの広告、ソフトウェアの販売、クラウドサービスの利用、音楽・映像の配信など多岐にわたっている。わが国では、デジタル関連のサービス赤字は5兆円超に達しており、その3分の1は米国への支払いとなっている（松瀬・齋藤・森下 [2023]）。財だけでなくサービスの国際競争力が伸び悩んでいることも、わが国全体でみた稼ぐ力を弱め、近年の円安につながっている可能性が高い。仮に、今後もわが国の生産性が伸び悩むならば、基調的な円高への転換は難しいであろう。

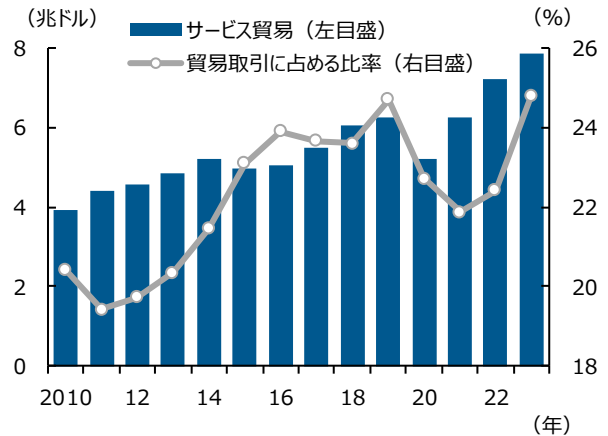
政府は成長戦略として、中小企業を対象に生産性向上に向けた投資促進策などを実施している。また、戦略分野の国内投資支援やインバウンド需要の取り込みなどは、国際競争力の強化に資する取り組みと評価できる。こうした政策はわが国の生産性水準を向上させ、中長期的な円安傾向に歯止めをかけるうえでも重要である。これにより、日本円の購買力が高まり、賃金・物価の好循環を後押しすることが可能となる。場当たり的な為替介入だけでなく、成長戦略を着実に履行し、実効性のある生産性向上策に取り組んでいくことが円安是正のために不可欠である。

以上

## 参考文献

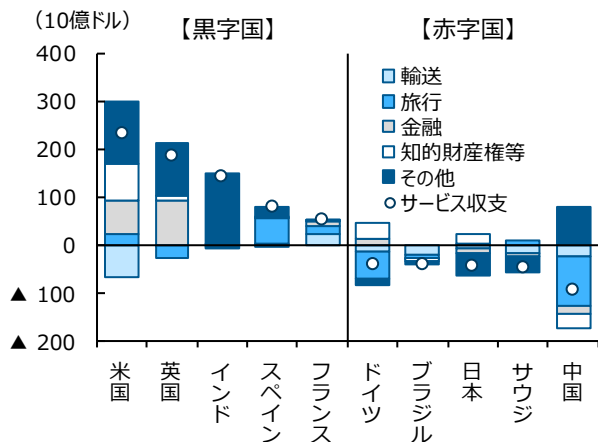
松瀬滯奈、齋藤誠、森下謙太郎 [2023]、「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」、日銀レビュー、No. 2023-J-9、2023年8月。

（図表16）世界全体のサービス貿易額



（資料） World Trade Organization

（図表17）サービス収支が大きい上位5か国



（資料） IMF、各国中銀などを基に日本総研作成

（注） 2022年。インドは年度。