

2019年4月19日
No.2019-009

平成を振り返る:「調達通貨」化する円 ～労働分配率の引き上げにより内需の底上げを～

調査部 チーフエコノミスト 牧田 健

《要 点》

- ◆ 「平成」時代のドル円相場は、総じてみれば円高ドル安基調の展開となった。もっとも、「平成」が終焉を迎えるなかで、円を取り巻く環境に大きな変化が生じている。第一に、これまでの中長期的な円高ドル安基調に変化の兆しがみられている。第二に、もはや円は「強い通貨」でなくなっている。この背景には、長らく大幅な黒字を計上してきた貿易収支が、平成23年(2011年)以降赤字に転じたことが指摘できる。先行き輸出が大幅に増加する展開が期待し難いなか、もはや貿易黒字の増大に起因する趨勢的な円高圧力が強まることはないと判断される。
- ◆ 為替の方向性を決める要因も大きく変化している。ドル円相場は、これまで世界経済が拡大する局面で円高が、減速・悪化する局面で円安が進行するという傾向がみられたが、平成17年以降上記関係は逆転している。足許も、世界景気の先行き不安が強まるとリスク回避の動きから円高が、不安が和らぐとリスクテイクの動きから円安が進行しており、円のグローバル投資における位置付けは「運用通貨」から「調達通貨」に変質している。この背景には、日本の成長期待の低下、超低金利常態化があるが、①第一次所得収支黒字と貿易黒字の規模が逆転し、わが国企業が、輸出で稼ぐスタイルから、これまでの直接投資の果実を享受するというスタイルに変化したこと、②世界経済の先導役である半導体市場におけるわが国企業の劣勢が明確になったことも指摘できよう。「令和」時代を展望しても、日本円の「調達通貨」という位置付けは大きく変化しないだろう。
- ◆ ただし、円が調達通貨としての色彩を強めていくことは、世界経済の悪化に伴う円高局面で、競争力を有している企業以外、業績が大幅に悪化するリスクがあり、また、個人消費が恒常的に力強さを欠いていることから、わが国経済にとって必ずしも好ましいとは言えない。経済へのデメリットを最小限にしておくためには、調達通貨化によって生じうる通貨のボラティリティを少しでも小さくしつつ、こうした為替環境に適合するように経済構造を変革していく必要がある。具体的には、世界経済拡大局面において、賃上げ等をもっと積極的に行うと同時に、海外投資収益の国内還流をもっと積極的に行われる必要がある。こうした賃上げ、国内還流を促す

ためには、税制のみならず、国内経済の期待成長率を高める施策を打ち出していかなければならない。

- ◆ 「平成」時代の企業の円高対応により、家計部門においては、必ずしも円安メリットを享受できない経済構造に変質している。「令和」の時代においても、日本円の「調達通貨」化が続くとみられるなかで、企業から家計への所得移転をどう進めていくか、すなわち、労働分配率をどう高めていくか、がますます重要なテーマとなっていくだろう。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、調査部・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

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ので、ご了承ください。



1. はじめに

間もなく「平成」の時代が終わり、「令和」の時代を迎える。「平成」の日本経済は、バブル崩壊の後始末、グローバル化・IT化への対応に追われ、さらには東日本大震災をはじめとする自然災害が相次いだことから、総じてみれば、低成長を余儀なくされた時代と見ることができるだろう。一方で、低成長に陥った要因の一つに、趨勢的な円高ドル安の進行があったことは紛れもない事実であろう。実際、平成2年に160円台であったドル円相場は、平成7年、平成23、24年には一時70円台まで円高が進行した。そこで、「平成」時代のドル円相場の推移を振り返るとともに、「令和」時代のドル円相場の行方、並びに為替相場を通じて浮き彫りになるわが国経済の課題について論じてみたい。

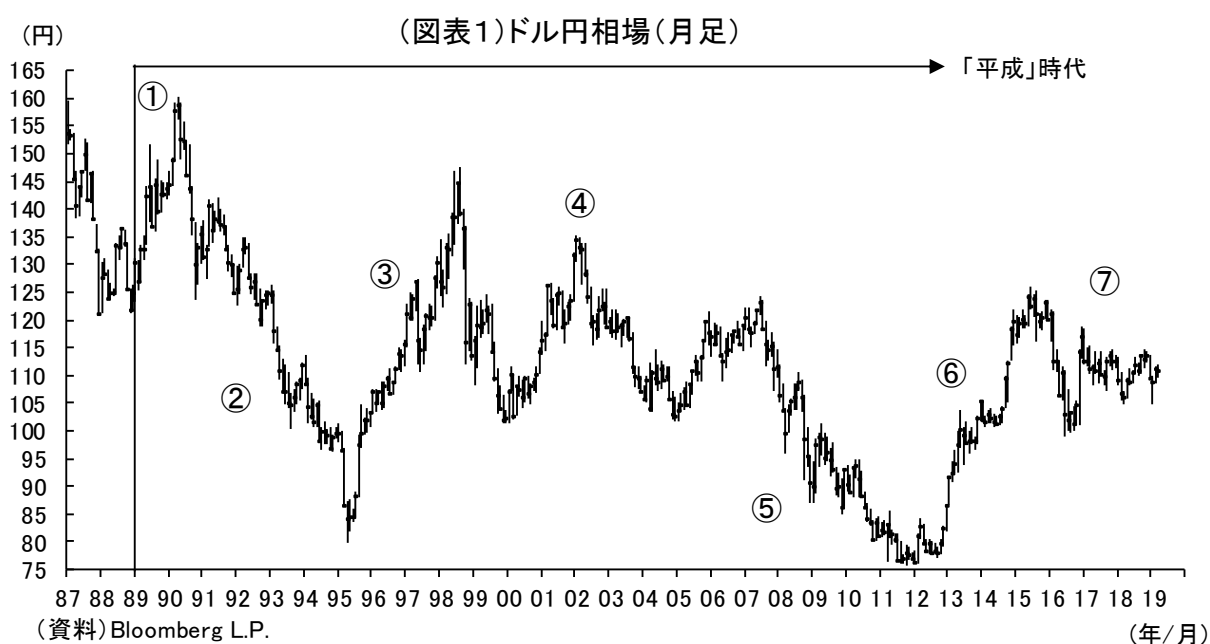
2. 円高ドル安基調が続いたドル円相場

(1) 相場展開

「平成」時代のドル円相場は、総じてみれば円高ドル安基調の展開となった（図表1）。

具体的には以下の通り。

- ① ドル安是正の完了を改めて打ち出した昭和62年（1987年）12月のG7を受け、プラザ合意以降の円高ドル安に歯止め。平成に入って以降は、株価がバブルの様相を呈するなかで、わが国機関投資家による対外投資が積極化したことに加え、平成2年（1990年）初には海外投資家による日本株売りの動きから、春にかけて160円台まで円安が加速。
- ② その後は、バブル崩壊によるわが国機関投資家による対外投資圧縮の動き、米国の実質ゼロ金利政策の導入、さらにはクリントン米大統領のもとでの円高圧力を受け、一転して円高が進行。平成7年（1995年）4月には一時80円割れまで円高ドル安が加速。
- ③ ルービン米財務長官のもと、ドル高政策への転換を打ち出した同年4月以降は、円安ドル高の展開へ。平成9年（1997年）にはアジア通貨危機やわが国での金融危機を受けた景気の失速により円売り圧力が強まり、平成10年（1998年）夏にかけて一時147円台まで円安が加速。



- ④ 同年夏以降は、ロシア危機、LTCM危機等を受け、一転して急激な円高が進行。ITバブルを受けた日本株買いの動きも加わり、平成11年（1999年）末にかけて101円台まで円高が進行。ITバブルが崩壊し世界的な景気失速が明確になった平成12年（2000年）末以降は、日銀によるゼロ金利政策導入等を受け、平成14年（2002年）初にかけて135円台まで円安ドル高が進行したものの、その後は、米国のイラク戦争や米FRBによる低金利政策を受け、平成17年（2005年）初には再び101円台まで円高ドル安が進行。
- ⑤ 平成17年以降は、わが国の超低金利、米国の利上げを受けた円キャリートレードの増大、わが国からの対外投資活発化等を受け、平成19年（2007年）6月には124円台まで円安が進行。
- ⑥ 同年夏以降は米サブプライムローンの焦げ付きが、欧米金融機関のシステム不安を招来し、一転して円高ドル安が進行。翌年9月のリーマン・ショック以降は、米国経済の悪化、米FRBの大幅な利下げが、さらに、平成22年（2010年）からはギリシャに端を発する欧州危機も加わり、平成23年（2011年）11月には75円台まで円高ドル安が加速。
- ⑦ 翌年夏以降、ユーロ防衛に向けECBが積極策に転じ、欧州危機が収束に向かうと、第二次安倍政権誕生後のアベノミクス発動とその一環たる黒田日銀総裁のもとでの異次元緩和政策も加わり、円安ドル高基調が明確化。平成27年（2015年）6月には125円台まで円安が進行。
- ⑧ 黒田総裁が円安牽制を行った同年6月以降は、中国経済を震源地とする世界的な景気悪化懸念や米国でのトランプ政権誕生への警戒感等から平成28年（2016年）夏にかけて一時100円割れまで円高が進行。その後は米FRBが利上げを行うなかで円安ドル高への揺り戻しが生じ、総じて105～115円での小動きの展開へ。

以上のように、それぞれ相場を動かした原動力・主体は変わりつつも、概ね円安期間3年、円高期間5年という8年周期で相場変動を繰り返し、中長期的にみれば円高ドル安基調の展開が続いた（図表2）。

（図表2）円安・円高ピークと期間

	ピーク			期間(ヵ月)		
	元号	西暦	月	円	円高	円安
①	昭和63	1988	1	121.25		27
②	平成2	1990	4	160.20	60	
③	平成7	1995	4	79.75		40
④	平成10	1998	8	147.66	77	(15)
	平成11	1999	11	101.25		(26)
	平成14	2002	1	135.15		(36)
⑤	平成17	2005	1	101.69		29
⑥	平成19	2007	6	124.14	52	
⑦	平成23	2011	10	75.57		44
⑧	平成27	2015	6	125.87		(12)
	平成28	2016	6	98.92		
平均					63	35

（資料）Bloomberg L.P.
（注1）ダーク部は円高。
（注2）④は、円高→円安→円高で一局面としている。

（2）潮目の変化

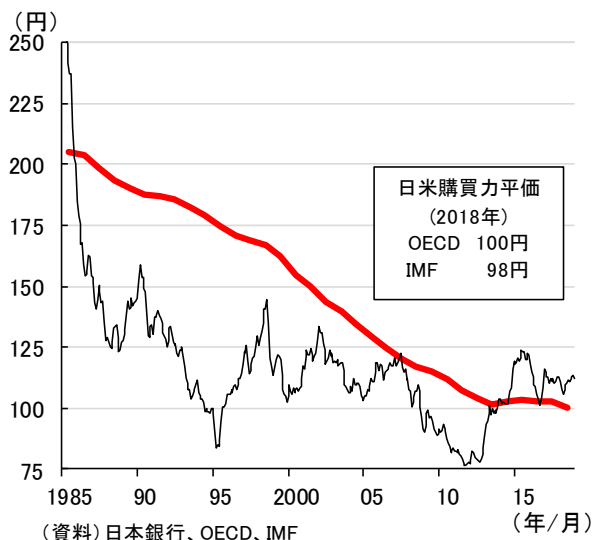
もっとも、「平成」が終焉を迎えるなかで、円を取り巻く環境に大きな変化が生じている。

第一に、中長期的な円高ドル安基調に変化の兆しがみられている。かつてのドル円相場は、円高局面になると前回高値を超えて円高が進行する一方、円安局面では前回安値を超えられない、という展開が続いてきた。もっとも、平成23年（2011年）夏以降の円安局面では、変動相場制入り後初めて平成19年につけた円安値をわずかながらも超えて円安が進行した。平成11年（1999年）末、あるいは、平成17年（2005年）初にかけての円高局面でも、平成7年の円高値を超えられず、中長期的な円高局面は終了したとの見方が支配的だっただけに、今回も中長期的な円高ドル安

基調が終了したと言いきれない面は残るが、潮目が変わりつつあることは間違いなからう。

第二に、もはや円は「強い通貨」でなくなっている。昭和60年（1985年）のプラザ合意以降、円は購買力平価対比大幅に過大評価される期間が続き、これが輸出競争力や物価にマイナスの影響を与えてきた。もともと、IMF、OECDが算出する円の購買力平価が平成24年（2012年）以降100円前後で推移するなか、平成26年（2014年）以降は購買力平価対比割安な水準が定着している（図表3）。この背景には、金融政策正常化で先行する米ドルの強さの裏返しという側面があるものの、円の実質的な割安・割高度合いはOECD内で平均値程度であり、かつ、OECDにはチリやトルコなど新興国も交じっていることを踏まえると、実質的には先進国通貨として割安な部類に入るといえよう。

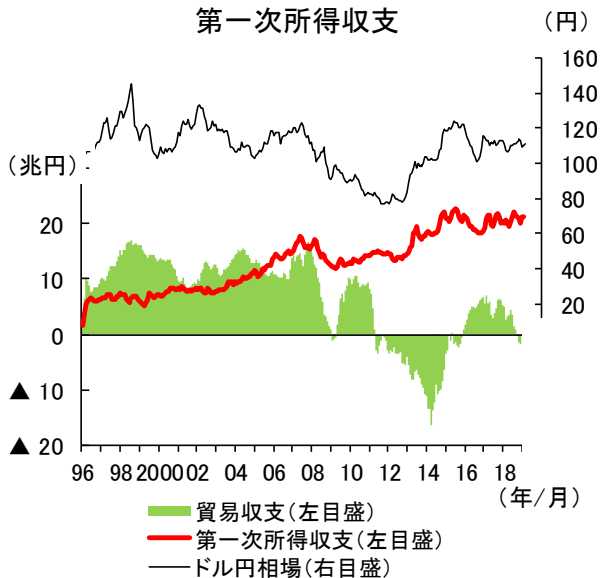
（図表3）ドル円相場と日米購買力平価



（3）貿易黒字から貿易赤字への転換

こうした潮目の変化の背景の一つに、黒田日銀総裁のもとでの大規模な金融緩和が挙げられる。しかしより本質的には、これまで大幅な黒字を計上してきた貿易収支が、平成23年（2011年）以降の4年間赤字に転じたことが指摘できるだろう（図表4）。リーマン・ショック以降、大幅な円高や電機分野を中心としたアジア諸国の輸出競争力向上を背景に輸出が伸び悩む一方、中国経済の拡大を受けた資源価格の高騰から輸入が増大し、貿易黒字は縮小傾向を辿った。平成23年の東日本大震災をきっかけに、そうした動きがさらに加速し、同年4月以降貿易赤字に転じた。平成27年（2015年）秋以降、一旦赤字は解消されたが、その後は最大でもGDP比1%程度の黒字にとどまり、足許ではほぼ収支が均衡した状態にある。

（図表4）ドル円相場と貿易収支・第一次所得収支

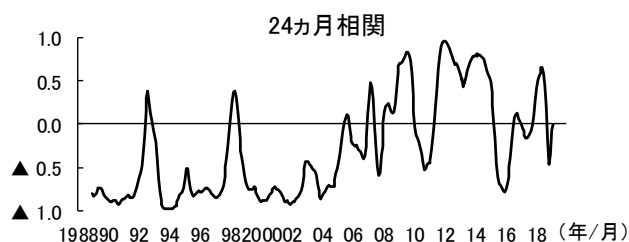
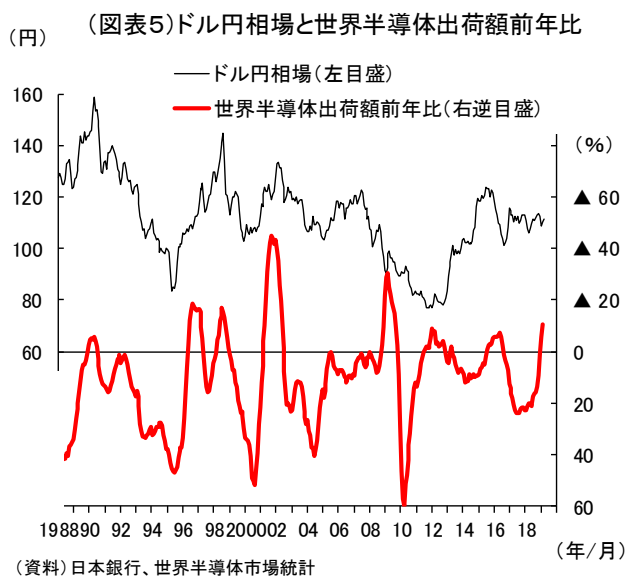


「令和」時代入り後を展望しても、米中関係の悪化が輸出用生産拠点の国内回帰を誘発する可能性はあるものの、電機を中心としたかつての主力産業の国際競争力低下等を踏まえると、先行き輸出が大幅に増加する展開は期待し難い。平成前期までのように貿易黒字の増大に起因して趨勢的に円高圧力が強まることはもはやないだろう。

3. 変質したドル円相場の決定要因

(1) 運用通貨から調達通貨へ

潮目の変化だけでなく、為替の方向性を決める要因も「平成」に入って以降大きく変化している。為替を動かす要因は様々あり、中期的にみれば金利差、貿易収支、景気格差などが、長期的には購買力平価（物価格差）が大きな方向性を決めるとされている。ドル円相場に限れば、中期的な相場変動は、これまで概ね世界経済の動向に連動する傾向が強かった。すなわち、世界経済が拡大局面に転じると円高が進行、逆に、世界経済が減速・悪化に転じると、円安が進行してきた。とりわけ、世界経済の先導役となってきた世界半導体出荷額前年比とは強い相関を有してきた（図表5）。株式市場でも日本株は景気敏感株との位置付けであった。しかし、平成17年（2005年）以降は、上記関係は消失し、むしろ、半導体出荷額前年比の伸びが上向くと円安が進行し、逆に鈍化すると円高が進行するという関係に変わった。現在も、世界景気の先行き不安が強まるとリスク回避の動きから円高が、不安が和らぐとリスクテイクの動きから円安が進行している。いわば、円はかつて「情報化時代の産業のコメ」といわれた半導体をベースにした「運用通貨」の位置付けであったが、平成17年以降は「調達通貨」という位置付けに変質したと言える。



(2) 調達通貨に転じた背景

円が「調達通貨」という位置付けに変質した背景には、当時人口減少が視野に入るなかで、日本の成長期待が大きく低下したこと、さらに自然利率がマイナスに転じるなかで、日本の超低金利が常態化し金利上昇を展望できなくなったことがある。何故平成17年なのかについては判然としないものの、平成16年（2004年）より米FRBが利上げを開始したことが一因として指摘できよう。さらに、平成17年前後に、ファンダメンタルズ面で2つの大きな変化があった点も注目される。

第一が、第一次所得収支黒字と貿易黒字の規模逆転である（前掲図表4）。これは、わが国企業が、輸出で稼ぐスタイルから、これまでの直接投資の果実を享受するというスタイルに変化したことを象徴している。直接投資で得た収益はそのまま現地で再投資される割合が高い一方、この頃から貿易で稼いだドルを円転する需要も減り、結果として金利差の影響が色濃く反映（世界景気拡大→海外での金利上昇、世界景気減速→海外での金利低下）されるようになった可能性がある。

第二に、半導体分野におけるわが国企業の劣勢が明確になったことである。世界の半導体出荷

額に占める日本のシェアは、昭和 63 年（1988 年）の 40% をピークに低下の一途を辿り、平成 10 年（1998 年）にはアジア（除く日本）に逆転された。その後も、シェアを奪われ続け、平成 17 年（2005 年）には日本のシェアが 20% を割り込んでいる（図表 6）。

以上を踏まえると、①世界経済が拡大しても、わが国では輸出増加を通じた景気拡大メカニズムが作動し難くなり、所得が伸び悩むもとで低金利から脱却できない構造に変化したこと、②そもそもわが国産業の競争力低下により輸出が増えにくくなり、貿易黒字拡大圧力が弱まったことが、円が「調達通貨」に変化した要因とみることができる。

「令和」時代を展望しても、①貿易収支はすでに黒字基調ではなくなっていること、②米国をはじめとする先進国でデフインフレ傾向が定着するなか、少なくともわが国で前向きな形で金利が上昇する展開は当面見通せないこと、③今後もわが国が世界の半導体市場で主導権を握る展開は見込めないこと、等から、日本円はグローバル投資における「調達通貨」という位置付けが当面続くこととみておく必要があるだろう。

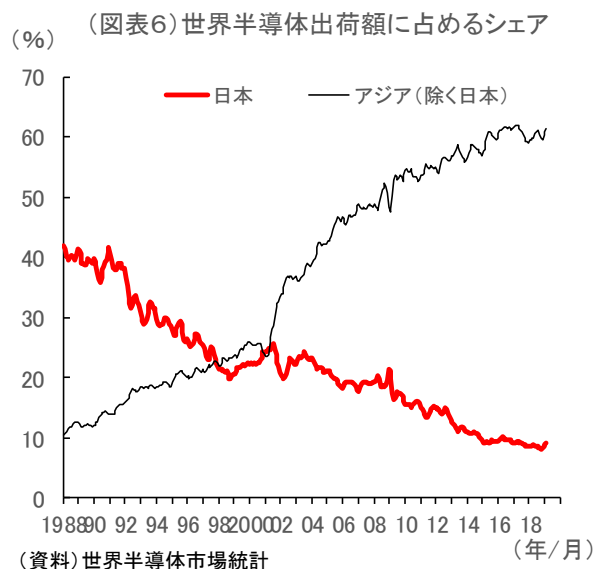
4. 調達通貨のデメリット

円は調達通貨としての色彩を今後ますます強めていくとみられるものの、景気拡大局面に円安に向かい、景気減速局面で円高が進行することは、果たしてわが国経済にとってプラスなのだろうか。

確かに、景気拡大局面で円安が進行すれば、輸出企業の業績は大きく改善し、また、海外事業利益が円換算でかさ上げされることから、グローバル企業の業績も大きく改善する。ただし、景気悪化局面では、その逆のことが生じるため、企業業績のボラティリティは大きくなる。とりわけ輸出企業・グローバル企業は、海外経済の悪化と円高のダブルパンチを受けることになるため、価格転嫁をできるだけ競争力を有している企業でない、業績の大幅な悪化が避けられなくなってくる。

調達通貨となっている国においては、こうした世界経済悪化局面では、内需が景気の下支え役を担わなければならない。実際、日本と同様自国通貨ドルが「調達通貨」の位置付けにある米国では、金利低下による住宅投資の持ち直しが景気回復を先導している。しかし、日本では、超低金利が常態化するなか、金利引き下げを通じた景気浮揚の芽は閉ざされている。一方、賃金上昇が抑制されるなか、円高による実質購買力の上昇という経路からの景気下支え効果も限られている。結局、世界経済悪化局面では、金利上昇圧力が乏しく、クラウドファンディングアウトが生じない環境のもとで、公共投資等の財政支出拡大策しか有効な景気押し上げ策がないという状況に陥り、財政健全化も進まないという事態となりうる。

人口減少下で内需主導型の経済構造になることがかなわないわが国にとって、こうした相場環



境は好ましいとは言い難い。一方で、内外環境を踏まえると、円の「調達通貨」という位置付けに大きな変化は期待できない以上、調達通貨化によって生じる通貨のボラティリティを少しでも小さくしつつ、上記為替環境に適合するように経済構造を変革していくことで、経済へのデメリットを最小限にしていく必要があるだろう。

具体的には、第一に、世界経済拡大局面において賃上げをもっと積極的に行う必要がある。先行きのリスクを警戒し、賃上げを抑制すれば、世界景気が減速する円高局面で景気の下支えがなくなり、いつまで経っても縮小均衡から抜け出せなくなる。世界経済減速期に消費が底堅く推移すれば、輸入増加などを通じて過度な円高の抑制にも一定の効果を発揮するだろう。

第二に、海外投資収益の国内還流がもっと積極的に行われる必要がある。世界経済が拡大しても、対外投資収益の国内還流がないと、その恩恵は国内経済に均霑していかない。国内還流がより大きくなれば、世界経済拡大期の円安進行が抑制され、その後の円高圧力を緩和することにつながるだろう。

最終的には、金融政策の正常化を進め、ドル円相場の決定要因として米国の金融政策に著しく左右される状況から脱していかなければならない。

こうした賃上げ、国内還流は、企業の経営判断に基づくものであり、政府が声を掛けたからといって容易に実現するわけではない。実際、政府からは賃上げや国内還流を促すための税制改正が幾度となく打ち出されているが、必ずしも十分な効果は得られていない。これは、国内経済の期待成長率が極めて低い水準にとどまっていることが背景にある。やはり、外国人労働者の適切な受け入れ等を通じた人口減少の緩和、規制緩和・ICT化推進等を通じた新産業創設やヘルスケア分野を中心とした需要拡大により、期待成長率を引き上げていかないと、円安メリットを享受できず、外需から内需へのシフトもスムーズに進まないということである。デフレから明確に脱し切れていない現在の環境下で日銀の量的緩和政策を止めるわけにはいかないものの、期待成長率を引き上げ、賃上げや海外利益の国内還流が実現すれば、自ずとデフレからの脱却も明確化し、世界経済拡大局面で金融政策の正常化を進めることが可能になるだろう。金利の自由度が回復すれば、円はいずれ調達通貨としての位置付けからも脱却できるかもしれない。

5. おわりに

冒頭で指摘の通り、「平成」は、円安基調が望ましい経済構造のなかで、中期的に円高ドル安が進行し、その対応に苦しんだ時代であった。結果として、企業の淘汰や円高対応が進み、その副産物として円安になってもかつてのように輸出増加にはつながりにくい経済構造に変質した。

海外投資収益のウエイトが大きくなるなかで、円安が株式市場において重要な株価押し上げ要因となっていく一方で、家計部門においては、必ずしも円安による企業業績改善を通じたメリットを享受できない経済構造になっている。「令和」の時代においても、日本円の「調達通貨」化が続くとみられるなかで、企業から家計への所得移転をどう進めていくか、すなわち、労働分配率をどう高めていくか、がますます重要なテーマとなっていくだろう。

以上