

2022年12月12日
No.2022-012

歴史的円安の背景とわが国がとるべき対応

調査部 理事／主席研究員 牧田 健

《要 点》

- ◆ 歴史的な円安の主因は日米金利差拡大ながら、2000年代後半と同じ金利差でも円安方向に水準がシフトしており、この間に生じた金利差以外のファンダメンタルズ変化、すなわち貿易収支赤字化、わが国の成長率鈍化も円安に作用している公算大。
- ◆ かつて過度な円高がわが国経済の低成長、デフインフレを招いてきたことを踏まえると、円安は本来経済にプラスに働くはず。もっとも、円安の恩恵が国内に波及しにくくなっており、過度な円安も抑制していく必要がある。そのためには、恒常的な円安圧力をもたらしている貿易収支赤字化や低成長を生み出していわが国経済の構造にメスを入れる必要がある。
- ◆ 政府は円買い介入を行ったが、単純な為替需給調整では効果は限られる。インバウンド促進、生産拠点の国内回帰を進め、わが国経済の底上げにつなげていかなければならない。また、硬直化したわが国の経済システム・慣行に風穴を開ける対内直接投資を積極的に受け入れるべき。このほか、貿易収支改善に向けたエネルギー自給率向上、生産性向上に向けたソフトウェア投資の推進も行っていく必要。
- ◆ わが国経済の現状を踏まえると、円高リスクよりも過度な円安へのリスクが大きくなっており、その実現を阻止しつつ、成長力強化に注力していく必要がある。

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: 080-3179-1907

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



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. 金利差が主導する歴史的な円安

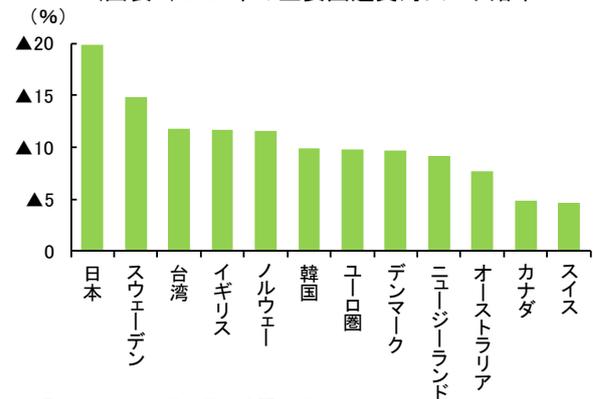
昨年来円安ドル高が加速し、本年10月には一時151円台と1990年以来となる円安水準を記録した。日本円のみならず、ユーロは2002年以来のパリテイ（1ユーロ＝1ドル）割れ、英ポンドも1985年以来の1ポンド1.03ドルを記録するなど、多くの主要国通貨において対ドルで歴史的な通貨安が進行しており、足元の為替市場はドル独歩高という色彩が強い。しかし、昨年末以来の対ドル相場変化率をみると、日本円の下落率が最も大きくなっており、ドル独歩高ではあるが、円の際立った弱さも見逃せない（図表1）。

歴史的なドル高および円安の原動力は、アメリカでのインフレ高進とそれに伴う米FRB（The Federal Reserve Board、連邦準備理事会）による大幅な利上げ、わが国における低インフレ下での日銀によるマイナス金利継続、その結果としての日米金利差拡大である。実際、アメリカでは、インフレ率が1982年以来の高い伸びとなり、その抑制に向けて米FRBは政策金利であるFF金利（Federal Fund Rate）を2007年以来の水準まで引き上げている。これに対し、わが国では賃金が伸び悩むなか、日銀が10年国債利回りを最大でも

0.25%に抑制するというイールド・カーブ・コントロール（YCC）を続けており、10年物国債の日米金利差は2020年7月の0.6%台から2022年10月には3.7%台まで拡大している。2007年から2012年にかけて、1%の10年物金利差縮小に伴い17円程度のペースで円高ドル安が進行したが、今回もドル円相場は105円前後から150円前後まで、1%の金利差拡大につき14円程度のペースで円安ドル高が進行している（図表2）。

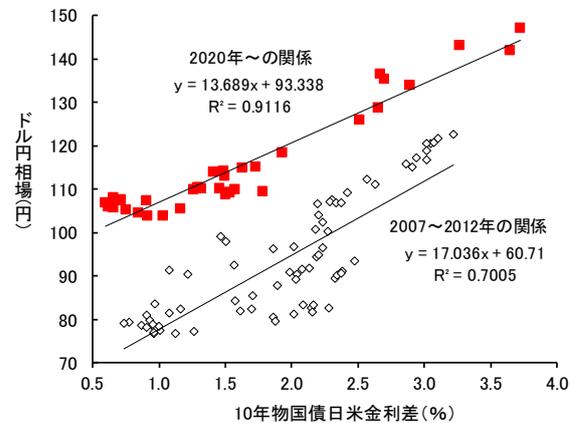
これまでの円安ドル高の主要な原動力が日米金利差である以上、この是正には、米FRBの利上げ打ち止め、その後の利下げ、日銀の超金融緩和の見直しが不可欠である。前者については、アメリカで景気が減速し、物価上昇率鈍化の兆しから利上げ打ち止めへの道筋が見え始めており、早晚円安ドル高基調も終息することが期待される。もっとも米FRBが、「景気悪化への配慮からインフレ率が高止まりするなかにあっても金融緩和を行い、その後のインフレ・スパイラルを招いてしまった1970年代の経験を繰り返さない」との強い姿勢を示しているなか、利下げへのハードルは高いと判断せざるを得ない。後者についても、わが国ではインフレ率こそ上昇しているものの、持続的で安定的な物価上昇に不可欠な賃金上昇率がいまだ前年比+1%台に過ぎないなか、金融政策の微調整はあったとしても、円相場に有意な影響を与えるほどの大幅な利上げは当面展望できない。こうした状況を踏まえると、日米金利差の大幅な縮小も見込み難しく、現行の円安ドル高水準での推移が当面続く可能性がある。

（図表1）2022年の主要国通貨対ドル下落率



（資料）Refinitivを基に日本総研作成
（注）いずれも本年11月値の昨年12月値対比変化率

（図表2）10年物国債日米金利差とドル円相場の関係



（資料）日銀、FRB

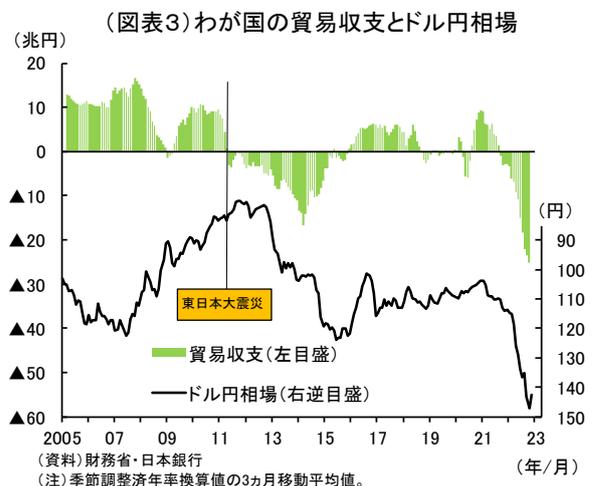
一方、中期的にみれば、アメリカでインフレ鎮静化が確認されれば、少なくとも中立水準までの金融緩和が予想されるため、円高への揺り戻しが生じうる。また、期待インフレが2%前後で安定していることを確認後に景気が大幅に悪化すれば、米FRBが再びゼロ%台まで政策金利を引き下げる可能性も否定できない。その場合、これまでの金利差とドル円相場の関係に鑑みれば、100円前後、あるいは100円を超える水準まで円高ドル安が進行してもおかしくないことになる。

2. 金利差以外の円安ドル高要因

もともと、足元の円安ドル高は日米金利差拡大だけで進んでいるわけではない。実際、前掲図表2にみられる通り、日米金利差が1%前後であった2012年と2020年を比べると、2012年は80円前後であったのに対し、2020年は100円台半ばとなっており、この間20円超円安方向への水準訂正が生じている。これは、2010年代以降金利差以外で円安を正当化するようなファンダメンタルズの変化が生じた可能性を示唆している。

(1) 貿易黒字縮小

2010年代入り後の明らかな変化は、わが国の貿易収支の黒字消失、赤字定着である。1980年代初頭以来膨大な黒字を計上してきたわが国の貿易収支は、2008年のリーマンショック直後に一時的に赤字になった後、2011年春以降、2014年春にかけて貿易赤字が拡大の一途をたどり、2015年終盤まで貿易赤字が続いた。その後小幅な貿易黒字を計上する局面はあったものの、2021年夏以降は再び貿易赤字に転じ、足元で過去最大の赤字幅を記録している。世界の為替市場では1日平均で7.5兆ドル（2022年4月調査）もの取引高があるため、一部に貿易収支の為替相場への影響力を軽視する見方もあるが、投機をはじめとする実需以外の取引はその大半が反対売買を伴うだけに、反対売買を伴わない実需はその規模のわりに相場に与える影響は大きい。実際、2007年以降のドル円相場においては、貿易赤字局面で円安が、貿易黒字局面で円高が進行している¹（図表3）。



貿易収支赤字化の背景には、東日本大震災の影響が大きい。輸入面では、福島第一原発事故を受けすべての原子力発電の稼働が停止され、これによりエネルギーの化石燃料への依存度が高まり、原油をはじめとしたエネルギー価格が上昇するとこれまで以上に輸入額が増加するようになった。輸出面でも、地震被害に伴うサプライチェーン途絶や原発事故を契機とした電力等のエネルギー制約の強まりから、海外企業のなかには本邦企業との取引を見直す動きが生じたほか、海外展開を積極化している本邦企業でも地震大国であるわが国だけで供給体制を完結させることに対する不安が強まり、日本以外で製造拠点を構築する動き、また販売国で生産を行うというグローバルな地産地消の動きが本格化し、対外直接投資が急増した。この結果、1990年代前半をピークにすでに低下傾

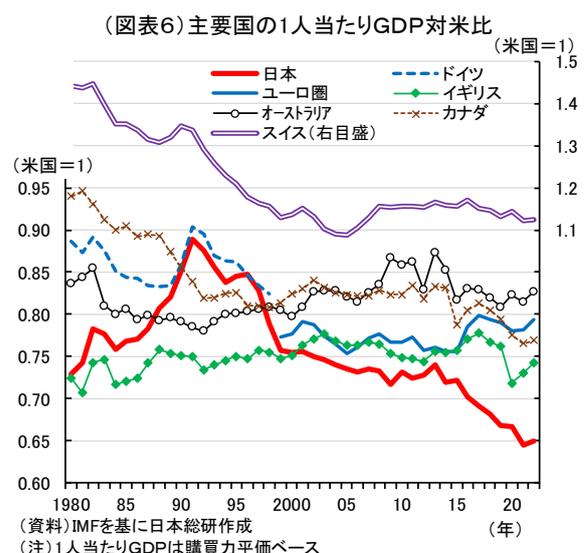
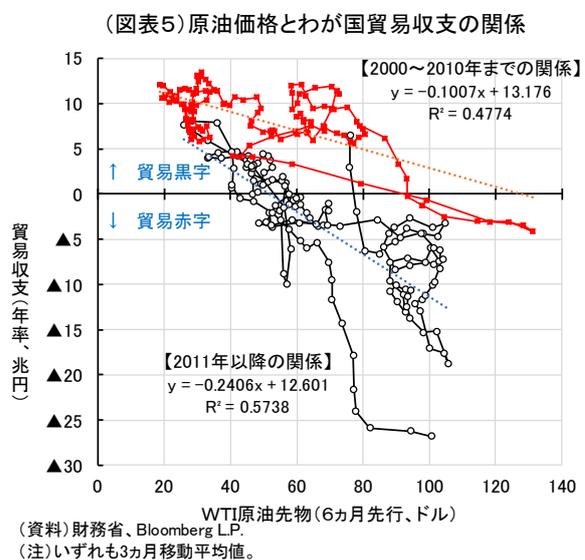
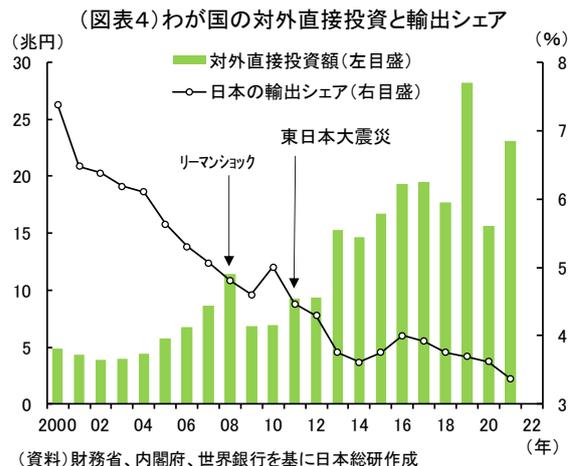
¹ 両者が一致している背景には、わが国において、通貨安（高）が貿易収支の改善（悪化）をもたらす「マーシャル・ラーナー条件」が成立しなくなっていることも一因として指摘できる。詳細は北辻 [2022] を参照。

向にあったわが国輸出の世界シェアの低下に一段と拍車がかかる事態となった² (図表4)。

こうした化石燃料への依存度の高まりと生産拠点の国外移転を背景に、わが国の貿易収支は先行き赤字が定着する可能性が高まっている。2000年以降の原油価格とわが国貿易収支の関係をみると、東日本大震災以前は、貿易収支が均衡する原油価格は1バレル90ドル台であったのに対し、東日本大震災以降は50ドル台まで低下しており、ロシアのウクライナ侵攻を契機に化石燃料価格の高止まりが続くなか、貿易収支の赤字脱却は展望しにくくなっている (図表5)。

(2) 成長率鈍化

輸出が伸び悩むなか、それを補う、あるいは、それを代替する新たな成長分野を生み出せなかったこともあり、2010年代半ば以降、わが国の成長力は主要先進国対比大きく見劣りするようになったことも円安進行の見逃せない要因と推察される。2000年以降アメリカと比べ70~75%の水準を維持してきたわが国の1人当たりGDP (購買力平価ベース)は、2018年以降70%の水準を割り込み、他の主要先進国との差も大きく広がっている (図表6)。スイスのIMD (International Institute for Management Development, 国際経営開発研究所)が毎年公表している世界競争力ランキングをみても、わが国の順位は1人当たりGDPの低下と同様に2000年以降総じて25位前後での推移が続いていたものの、2019年以降急低下し、2020年、2022年には過去最低となる34位まで低下している。内訳をみると、ビジネス効率性が大幅に低下しているほか、これまで高順位を保っていたインフラも技術インフラ部門を筆頭に低下している (次頁図表7)。IMD世界競争力ランキングのみならず、近年学術論文数をはじめ各種世界ランキングでわが国が大きく順位を落とす事例が相次いでおり、わが国の競争力、国力は2010年代以降



² 対外直接投資の拡大は、東日本大震災の直接的な影響だけでなく、その後の80円超の円高持続、人口減少をはじめとしたわが国における成長期待の低下、等も指摘できる。

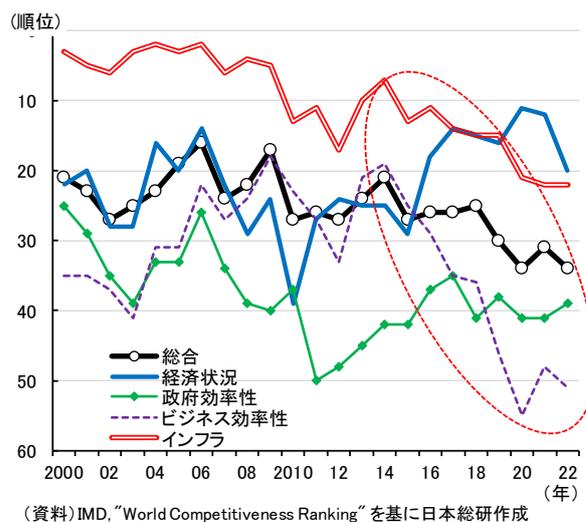
大きく低下していることがうかがえる。

こうした競争力と為替との関係を探るため、「1人当たりGDPの対米比率（購買力平価ベース）」と「購買力平価（IMF算出）と実際の為替相場との乖離率」の関係を見ると、主要国通貨については1人当たりGDPの対米比率がほぼ安定的に推移するなかで、米国の利下げ等でドルの基調が弱い局面では購買力平価対比20～60%の上振れる一方、米国の利上げ等によりドルの基調が強くなると、購買力平価対比▲20～▲40%下振れするという展開を辿っている。これに対し、新興国通貨では、1人当たりのGDP対米比率が上昇するにつれ増価するものの、対米比率が0.4～0.6前後まで上昇して以降は、同比率が大きく上昇してい

くなかでも顕著な増価は生じておらず、台湾ドルは購買力平価対比5割程度、韓国ウォンは同3割程度割安な状態が続いている（図表8）。わが国は、1人当たりGDPで台湾はおろか韓国にも追い抜かれ、為替の減価率も今年は韓国ウォンとほぼ同率の30%強割安となっている。両者の関係からみれば、2010年代後半以降、日本円は、「先進国通貨」から「新興国通貨」の位置付けに変化し始めているとみることできる。現状、為替取扱高、決済通貨、外貨準備保有通貨等の面でドル、ユーロに次ぐ世界第3位の位置を確保するなど、円の「国際通貨」としての地位に揺るぎはないように見えるが、このままわが国経済の地盤沈下が続けば、国際通貨としてのプレミアムが剥落し、購買力平価対比でみた実勢円相場の下振れが定着していく可能性も否定できない。

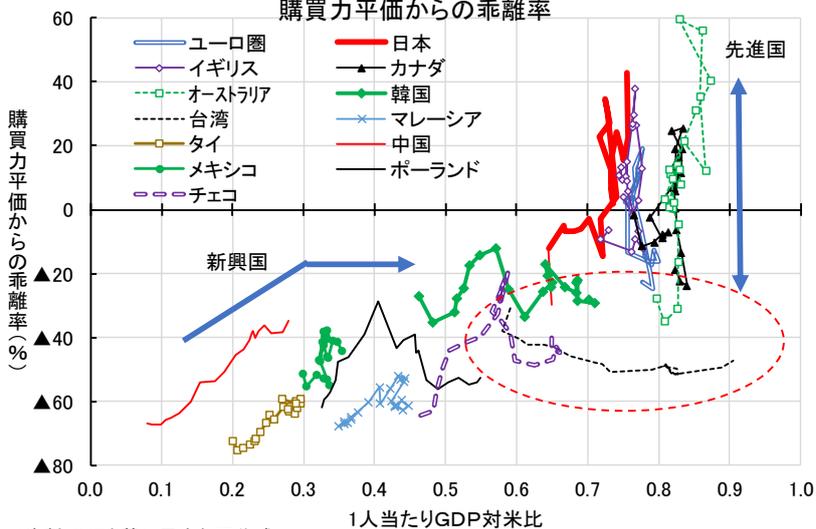
ちなみに、IMFが算出する購買力平価は2022年時点で1ドル90円。秋の世界経済見通しによれば、日米の物価格差を反映し、2027年には82円まで上昇していく。購買力平価対比▲30%超割安な水準は各117円、107円、台湾と同様▲50%割安な水準は各135円、123円台であり、「先進国通貨」としての位置づけでなくなれば、100円を超える円高の実現可能性は限りなく小さくなるかもしれない。

（図表7）わが国のIMD世界競争力ランキング



（資料）IMD, "World Competitiveness Ranking" を基に日本総研作成

（図表8）2000年以降の主要国の1人当たりGDP対米比と購買力平価からの乖離率



（資料）IMFを基に日本総研作成

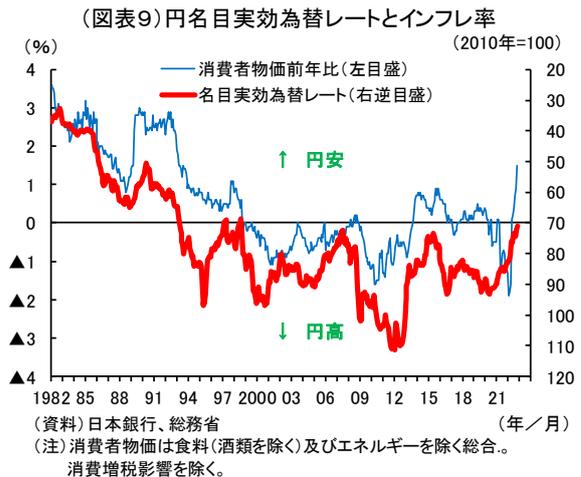
（注1）購買力平価からの乖離率＝（実績値／対米購買力平価－1）×100

（注2）1人当たりGDPは購買力平価ベース

（注3）日本の細線は2022年実績予測。

3. 円安への評価

こうした円安に対し、日銀は、その急激なスピードに対しては企業の事業計画に不透明感を与え好ましくないとしているものの、円安進行自体は経済にプラスと評価している。1985年のプラザ合意以降の対ドルでの大幅かつ急激な円高進行、1997年のアジア通貨危機を受けた対アジア通貨での大幅な円高進行は、輸出主導で成長していたわが国経済にとって大変厳しい逆風となり、1990年代後半以降ほとんど成長できなくなった。円高進行を受け本来望まれた「内需主導型経済への移行」が失敗に終わったわが国では、円高は結果として恒常的なデフレ圧力をもたらしたと判断せざるを得ない。実際、円の名目実効為替レートと消費者物価上昇率（食料（酒類を除く）とエネルギーを除く総合）の推移をみると、円高進行がインフレ率に対し下押し圧力となると同時に、実力以上の円高水準の定着が物価の1%超への上振れを阻んできたことが看取される³（図表9）。こうした過去の推移を踏まえると、円高は实体经济にマイナスであり、円安進行はわが国経済にプラスに働くとみることができる。したがって、金利差・金融緩和度合いを反映した円安、景気循環を反映した円安は、ファンダメンタルズに沿ったものである限り、各種対策で無理矢理円安を是正するのは好ましくなく、むしろディスインフレや低成長から抜け出す絶好の機会としていくべきであろう。



して恒常的なデフレ圧力をもたらしたと判断せざるを得ない。実際、円の名目実効為替レートと消費者物価上昇率（食料（酒類を除く）とエネルギーを除く総合）の推移をみると、円高進行がインフレ率に対し下押し圧力となると同時に、実力以上の円高水準の定着が物価の1%超への上振れを阻んできたことが看取される³（図表9）。こうした過去の推移を踏まえると、円高は实体经济にマイナスであり、円安進行はわが国経済にプラスに働くとみることができる。したがって、金利差・金融緩和度合いを反映した円安、景気循環を反映した円安は、ファンダメンタルズに沿ったものである限り、各種対策で無理矢理円安を是正するのは好ましくなく、むしろディスインフレや低成長から抜け出す絶好の機会としていくべきであろう。

ただし、円安を手放しで歓迎できるわけではない。問題の1つは、わが国企業の対外直接投資が活発化した2000年代以降、円安が進行しても輸出は増えにくくなっており、円安差益により輸出企業やグローバル企業の業績が改善しても、かつてのように国内企業・家計にその恩恵が波及しにくくなっている点である⁴。こうした状況下、資源価格の高騰も相俟って、円安は内需企業・家計にとって未曾有のコスト高をもたらしており、企業業績の悪化を回避し、家計が賃金上昇によって一定の物価高に耐えうるようになるまで、過度な円安を抑制していく必要がある。

2つめの問題は、為替相場が景気の局面ごとに変動するとしても、わが国の成長力の趨勢的な鈍化が続くなか、そうした循環的な要素を取り除いた趨勢的な部分で円安傾向が明確化し始めていることである。この円安を放置すれば、わが国経済の地盤沈下、わが国家計の実質生活水準の低下はますます進行しかねない。

3つめは、国際通貨としてのプレミアムが剥落する形で円安が進行すれば、わが国にとって、ディスインフレからの脱却というプラス面以上のマイナス影響を与えかねないことである。国際通貨としてのプレミアムは、円高を招いたとはいえ、①海外資源・資本を安価に入手可能にしているほか、②ドルの調達コストを引き下げ、③海外においても自国通貨での借入・起債を容易にしている。また、④交易条件の改善を通じて国民は実質的な豊かさを享受するなど、目に見えにくいものの計

³ 大幅な円高がディスインフレの一因になったものの、日銀の指摘通り、ディスインフレが賃金伸び悩みと結びついていることを踏まえると、①円高で打撃を受ける輸出産業の受け皿を育成できなかったこと、②交易条件改善という円高メリットを享受する内需型産業が経済をけん引できるだけの強い成長力を持てなかったこと、③最終的には、硬直した労働市場のもと、不況産業から成長産業への労働をはじめとした経営資源の円滑な移動が生じなかったことが根本的な要因とみることができる。

⁴ 牧田 [2021]

り知れないメリットももたらしてきた。

こうした円安がもたらす影響の変化を踏まえると、ファンダメンタルズに則した円安は受け入れ、その是正のために日銀が時期尚早の利上げを行う等の政策対応は行うべきではないといえるだろう。一方で、円安に対する国民の不満は、円安が近年所得増加につながらず、むしろコスト増加を通じて国民生活を圧迫していることが背景にあるだけに、円安を経済活性化につなげることができなくなっているわが国経済の構造的な問題にメスを入れていくことも欠かせない。また、恒常的な円安圧力をもたらす内的な要因、すなわち低インフレの主因である低賃金、貿易収支赤字化を改めるべく、経済構造を見直すと同時に、国際通貨としての地位を断固として維持していくため、経済成長力を高め、一定の円高にも耐えうるだけの経済の頑健性を取り戻さなければならない。

4. 求められる円安対策

(1) 力不足の円安是正策

こうした状況下、政府・日銀は、1ドル145円を突破した9月22日に2兆8,362億円の円買い介入を実施し、その後も151円台まで円安が加速した10月21日にも円買い介入を実施するなど、円安が加速するタイミングで円買い介入を行い、円安加速を阻止するような政策対応を行っている。また、政府は、既往円安を活かすべく、これまで主要国のなかでも著しく厳格であった新型コロナに関連した水際対策を緩和し、インバウンド推進に大きく舵を切った。このほか、円安に伴う価格競争力の回復を受け、生産拠点の国内回帰に期待を寄せている。

もともと、先述の視点を踏まえると、為替需給に直接的な影響を及ぼす円安是正策だけでは効果は一時的にとどまり、為替需給の改善をもたらす施策をわが国の経済体質の改善につなげていかない限り、中長期的な円安傾向には歯止めをかけることはできないだろう。

① 円買いドル売り介入

9月の政府・日銀による円買いドル買い介入はその後再び円安が加速するなど、3週間足らずでその効果が薄れた。10月の介入はその後140円割れまで円高ドル安が進行したこともあり、まさに円安ドル高ピークで介入が行われた形となっているが、円高ドル安進行はその後のインフレ率鈍化を契機とする米FRBの利上げペース鈍化観測の強まりが主因で、介入だけで円安ドル高が一服しているわけではない。また、イエレン米財務長官がG20サミットで「ドルがこれほど強い環境において当然ながら、多くの国が米国の政策が自国通貨に波及する影響を懸念している」（11月13日）と語るなど、通常市場介入を嫌う米国サイドが、米国以外の国々がドル高に苦慮し、その対応として自国通貨買い介入を行うことについて一定の理解を示したことも、ドル高是正に作用したとみられる。

介入が貿易サービス収支赤字を相殺して余りあるほど大規模になれば、需給面での円売り圧力を相殺することで中長期的に一定の効果は期待されるが、外貨売り介入については、その原資は外貨準備に限られるため、介入規模には必ずと限界が生じる。逆に外貨準備が輸入総額の3ヵ月分をはじめとした適正規模を超えて減少すれば、当局として円売りに対する防御策を失うことで、かえって投機筋による円売りを招きかねない。



② リパトリエーション減税

わが国の海外現地法人は2020年度末時点で、製造業で17.5兆円、非製造業で20.0兆円、全体で37.6兆円の内部留保を有している（図表10）。今回の円安で内部留保の円換算値が大きく膨れる状況下、時限的な法人減税等の措置を行い、国内還流を促す、いわゆるリパトリエーション（略してリパトリ）減税により、需給面からの円安是正を図るというプランも一部の識者から唱えられている。実際、アメリカでは、海外子会社の本国への利益送金に係る税率を1年に限り大幅に引き下げるという2005年の本国投資法により、法人税収が大幅に増加すると同時に、ドル高が進行した。

もっともアメリカでは、国内で成長期待が高い状況にあるにもかかわらず、法人税率の高さが海外子会社での内部留保増加を招いていたのに対し、わが国では、期待成長率が極めて低く、また、国内でも資金余剰状態にあるなど、国内に資金を還流させるインセンティブが乏しい。リパトリ減税を行っても、期待成長率を引き上げるような施策を伴わない限り、海外現地法人の内部留保の国内還流は限られるとみざるをえない。

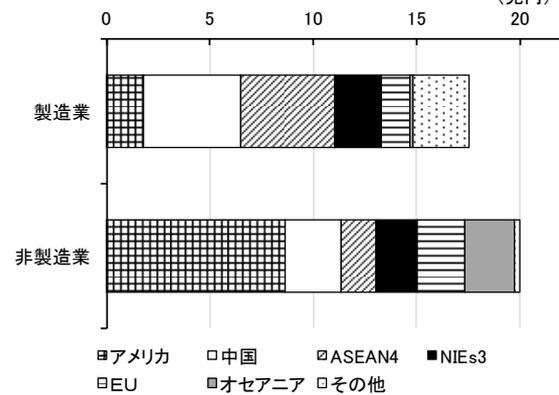
（2）求められるわが国経済の底上げに資する為替需給対策

円安ドル高は、アメリカサイドの要因にも左右されるとはいえ、わが国の賃金伸び悩みを受けた低インフレ、貿易黒字消失・赤字化、それに伴う成長率鈍化等が根本的な要因となっている以上、円買いドル売り介入やリパトリ減税などの一時的な需給対策では、持続的な円安是正は期待できないだろう。その点で、現在政府が取り組んでいるインバウンドや製造業の国内回帰は、需給面からの効果は限られるものの、わが国経済を持続的な拡大軌道に復帰させる引き金となりうるだけに、中期的な円安是正につながる可能性を有している。

① インバウンドの取り込み

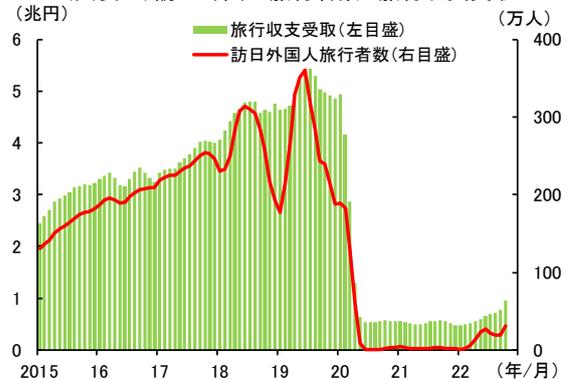
既往円安を景気拡大につなげるべく政府が水際対策を緩和したこともあり、年初まで2019年の1%未満にとどまっていた訪日外客数は、夏場以降持ち直しに転じている。もっとも、10月の訪日外客数はいまだ2019年の20%程度にとどまる。2019年に年率5兆円前後であった旅行収支受取も、10月にようやく1兆円を超えたにすぎず、先行き円安により1人当たり旅行消費額が増加しても、原油価格高騰等により貿易収支の赤字が20兆円を超えるなかにあっては、大幅な貿易赤字の一部を相殺する程度にとどまる（図表11）。

（図表10）本邦企業の海外現地法人
内部留保残高（2020年度）



（資料）経済産業省「海外事業活動基本調査」を基に日本総研作成

（図表11）訪日外国人旅行者数と旅行収支受取



（資料）日本政府観光局（JNTO）「訪日外客数」、日本銀行「国際収支」

（注1）旅行収支受取は年率換算値の3ヵ月移動平均値。

（注2）訪日外国人旅行者数は季節調整値の3ヵ月移動平均値。

ただし、為替需給面からの円安是正効果は限られるものの、インバウンドを契機に、宿泊・飲食サービスを中心に国内景気が底上げされ、「賃金上昇」→「日銀の金融緩和是正」といった好循環が形成されれば、円安是正効果はより大きくなっていく可能性がある。実際に、国内居住者を対象にした「国内旅行支援」も加わり、宿泊・飲食サービスで人手不足が深刻化し始めている。最低賃金の引き上げ等を行いながら、インバウンドの積極的な取り込みを通じて慢性的な低賃金業種である宿泊・飲食サービスでの賃金底上げにつなげていく必要がある。

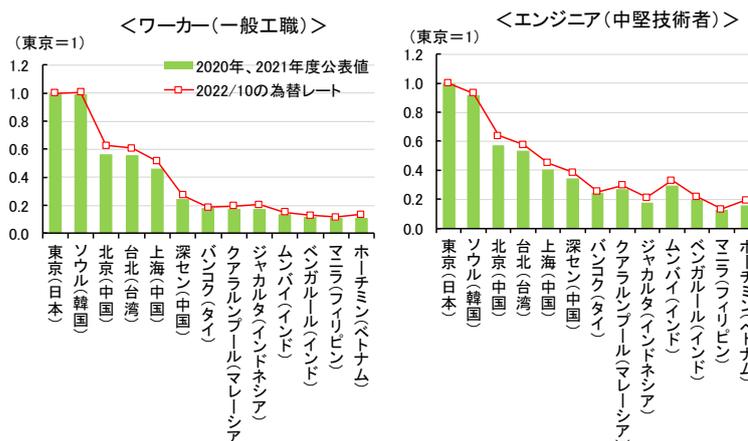
② 生産拠点の国内回帰

円安は、人件費をはじめとした国内価格・コストを国際的に安くする。2011～12年にかけての1ドル80円超の超円高を受けて生産拠点を海外に移管した企業も多かったため、足元の円安は生産拠点の国内回帰を促す絶好の機会とみられることもできる。もっとも、今回は円安のみならずドル高という側面も有しているため、これまで国際的に高かったわが国の労働コスト

だけが顕著に低下するわけではない。JETRO（日本貿易振興機構）によると、2020年度、2021年におけるアジア各国の製造業の賃金は、ワーカー、エンジニアともにわが国と韓国はほぼ同水準、北京・上海・台湾がほぼ6割、それ以外は2割前後の水準となっている。今回の大幅な円安によりわが国の賃金はドルベースで大きく低下するものの、他の国・地域でもドルベースで賃金が低下しており、円安に伴う相対賃金の低下はわずかにとどまる（図表12）。米中対立が先鋭化していくなかで、経済安全保障の観点から一部業種ではサプライチェーンの再構築を余儀なくされており、足元の円安はその動きを後押しするものの、現地向け販売、第三国向け輸出をターゲットにした生産拠点については、円安だけでは国内回帰を促す力は限られるだろう⁵。

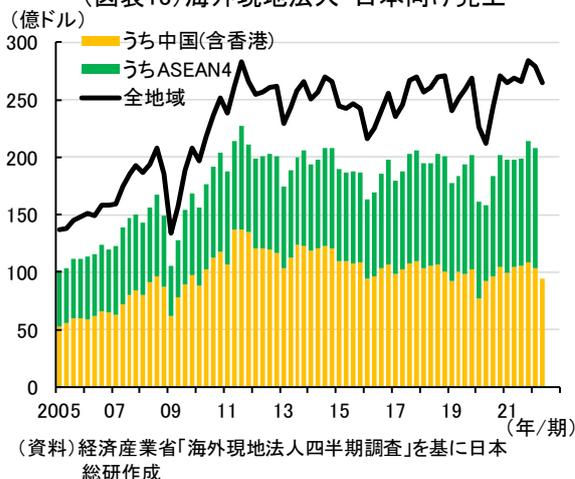
一方、日本向け輸出、いわゆる逆輸入を行っている現地法人による生産拠点の国内回帰は、今回の円安にかかわらず、わが国の相対的な賃金の低下やエネルギー価格上昇を受けた輸送コストの上昇を踏まえると、一定の合理性が認められる。製造業の海外現地法人における日本向け売上は全地域で年間1,000億ドル強、円ベースでは14兆円前後に及ぶ（図表13）。仮に、すべて国内に回帰しても、それに伴い原材料・部品の輸入も増えるた

（図表12）アジアの製造業賃金



（資料）日本貿易振興機構「投資関連コスト比較調査」を基に日本総研作成
（注）日本、韓国、台湾、中国は2021年度調査、それ以外は2020年度調査。

（図表13）海外現地法人・日本向け売上



⁵ ただし、足元での世界的なインフレ高進により、わが国以外の国では大幅な賃金上昇が見込まれる。円安効果よりも、わが国の相対的な賃金低下（＝わが国の地盤沈下）の方が国内回帰を促す可能性がある。

め、約 14 兆円分がそのまま貿易赤字の縮小につながるわけではなく、また、人口減少で国内消費が縮小し、かつ、生産年齢人口の減少で人手不足に陥りやすい状況下、国内回帰は一部に限られるとみるのが現実的ではあるが、一部であれ国内回帰が起これば、貿易赤字縮小・国内生産増加を通じてわが国経済の底上げと為替需給の改善に資するだろう。

また、生産拠点の国内移転を契機に、研究開発部門と生産現場との相乗効果が生み出される可能性がある。研究開発部門の近くに生産現場がある方が、特許件数が増え有用な論文も生み出されやすくなるとの指摘があるなか⁶、国内回帰を契機に新たな製品が生み出され、輸出競争力が強化されれば、「輸出増加→賃金上昇」の好循環は生まれうる。国内回帰した生産現場を単なる生産増加・雇用創出の場としてだけでなく、イノベーションの好機と捉え、減税等の政策対応により研究開発との連携を強化していくことが求められる。

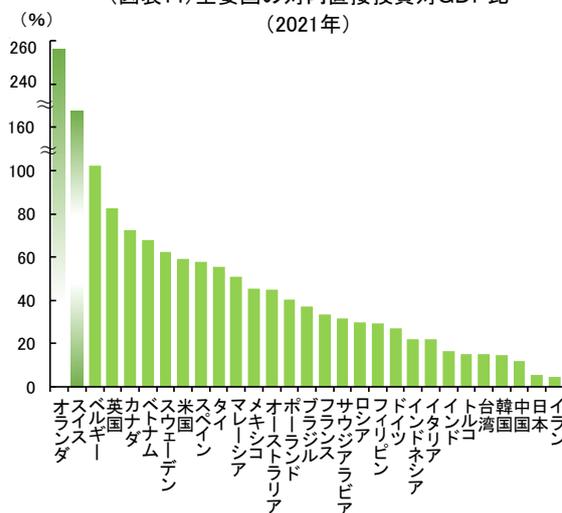
③ 対内直接投資の受け入れ増加

生産拠点の国内誘致は必ずしもわが国企業に限る必要はない。そもそも拡大する世界市場で競争力を有しておらず、先行き縮小が見込まれる国内需要だけをターゲットにした企業が国内に生産拠点を戻しても、国内生産増加の効果は徐々に減衰していく。その点で、世界的な競争力を有する海外企業による国内企業買収や国内での工場誘致を積極的に進める方が、わが国経済にとってはより有効だろう。海外有力企業の工場誘致により持続的な輸出拡大や生産拡大が期待できるほか、外資系企業の進出は、旧態依然としたわが国のビジネス慣行やシステム、雇用維持を重視しすぎるが故に賃上げが進まない等のわが国の雇用制度・慣行に風穴を開け、閉塞感の強いわが国社会にとって良い刺激となることが期待される。当然、停滞しているわが国の労働生産性の引き上げにもつながりうる。

2021 年の対内直接投資残高対 GDP 比をみると、わが国は 5.2%と G 7 のなかでは圧倒的な最下位（6 位はイタリアの 21.7%）であり、GDP 規模上位 25 カ国のなかでも、米国との対立により実質的に鎖国状態にあるイラン（4.3%）に次ぐ低さとなっている（図表 14）。韓国、台湾などの輸出立国・経常黒字国は、基本的に対内直接投資が少ない傾向にあるとはいえ、わが国の対内直接投資の少なさは突出しており、外国企業に対して閉鎖的な国民性、工場再編などを阻む解雇規制をはじめとした厳しい労働法制、利益重視の経営姿勢に対する批判的な国民世論等が海外企業の進出を阻んでいると推察される。対内直接投資の少なさは、結果として、旧態依然としたわが国の経済システム・制度の温存、生産性の低い企業の存続、低賃金の定着を招いている。

対内直接投資は為替需給面で円安是正に作用するのみならず、国内景気の底上げにも資する。米中対立が先鋭化するなかで、アメリカをはじめとした西側諸国は台湾有事による半導体の供給途絶を回避するため、台湾の半導体トップメーカー T S M C（Taiwan Semiconductor Manufacturing

（図表 14）主要国の対内直接投資対 GDP 比
（2021 年）



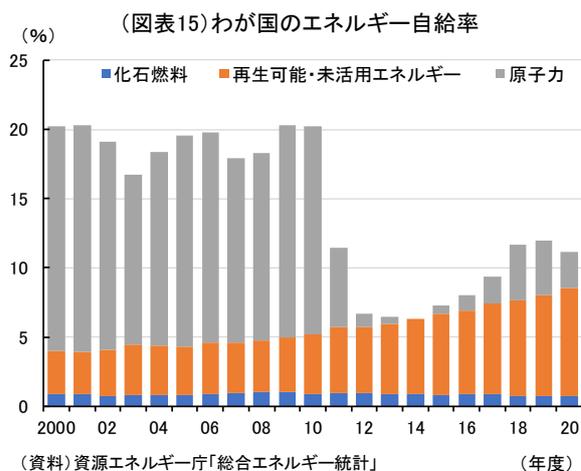
（資料）UNCTAD
（注）2021 年の GDP 規模上位 25 カ国と ASEAN5

⁶ Teresa C. Fort [2020]

Company, Ltd.) の自国への工場誘致を積極的に推進しており、わが国政府も 2021 年秋に T S M C の熊本への工場誘致を積極的に後押しした。これを契機に、わが国においてもエンジニアを中心に賃金が上昇しているほか、熊本に多くの半導体関連企業が相次いで進出するなど、わが国経済にとって好ましい環境変化が生じている。今回の誘致によって、かつて世界を席卷していたわが国の半導体業界が再び世界シェアを高めていくことができるかについては予断を許さないものの、新陳代謝の活発化や全体的な賃金水準の底上げ等を通じて、わが国経済にプラスの影響を及ぼすことは間違いないだろう。対内直接投資の受け入れについては、経済安全保障の観点から十分な吟味が必要であろうが、そうした懸念をクリアした企業については、税制面などで一定の支援措置を行うことも一案だろう。

④ エネルギーの自給率の引き上げ

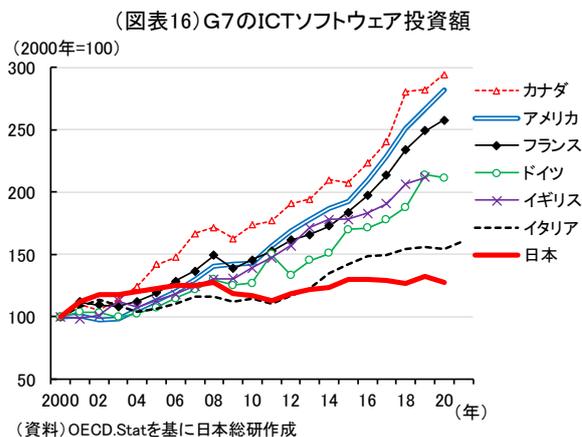
また、わが国貿易収支の赤字化の主因になっている原油輸入にもメスを入れる必要があるだろう。東日本大震災に伴う福島第一原発事故を契機にわが国の原子力発電は稼働停止となり、エネルギーの化石燃料への依存が顕著になった。その後安全が確認された一部の原子力発電の稼働再開、脱炭素化に向けた再生可能エネルギーの利用拡大等が進められているものの、わが国エネルギーの自給率は依然福島第一原発事故前の半分程度にとどまっている（図表 15）。エネルギー自給率を高めな



ければ、貿易収支赤字が続くほか、所得の国外流出に歯止めがかからない。太陽光や洋上風力、地熱発電など自然エネルギーをより積極的に活用してだけでなく、原子力発電についても安全性を担保しつつ再稼働に向け国民の理解を得る努力をしていく必要があるだろう。

⑤ デジタル化推進

一方、日米金利差の更なる拡大を回避するためには、日銀が超金融緩和政策の見直しを進められる環境を作り出す必要がある。低インフレを脱するうえで不可欠な賃金上昇を阻んでいるのが、企業にとってその原資となる生産性の伸びの低さであることを踏まえると、為替需給面への直接的な影響はないものの、デジタル化を推進し、AI等の活用を通じて旧来の非効率な慣行・慣習を見直し、経済・事業構造をより効率的に再構築していくことも欠かせない。主要先進7カ国のICTソフトウェア投資額をみると、カナダ、アメリカ、フランスが2000年対比2.5~3.0倍まで増加しているのに対し、わが国では1.25倍と慢性的な低成長のイタリアよりも少なく、2008年のリーマンショック以降はほとんど増えていない（図表 16）。この結果、IMD世界デジタル競争力ランキングでは、2013年、14年の20位から2022年には29



位と過去最低の順位となっている。なかでも、国際経験、デジタル・技術スキル、機会と脅威への対応、企業の俊敏性、ビッグデータの分析や活用等は、調査国中最下位圏にあり、デジタル化により急スピードで変化していく世界のビジネス環境に対応できなくなっている姿が浮かび上がる。少子高齢化で先行き人手不足が深刻化すると予想されるなか、闇雲に設備投資減税や中小企業向け減税を行うのではなく、減税対象のうちソフトウェア投資のウエイトを高めていくなど、国を挙げてデジタル化投資を推進していく必要があるだろう。

4. むすび

わが国では、人口減少および高齢化により、円高メリットを享受しやすい内需主導の経済成長は困難になりつつある。一方、すでに世界の工場となっている中国のみならず、チャイナ・プラスワンの受け皿となっているベトナムをはじめとしたASEAN諸国、“Make in India”を掲げ工場誘致に力を入れるインドなど、後に続く国がひしめき合うなか、自国通貨安に依拠した形での輸出主導の経済成長も、実質的な生活水準の低下を招くだけで現実的な選択肢とはなりえない。したがって、これまで築き上げた高付加価値分野を中心に輸出を増やすことで海外の高成長を取り込むと同時に、その恩恵を労働分配等を通じて国内に均霑し、質の高い内需の成長を確保していくしか、持続的かつ安定的な成長は期待できない。その実現のためには、同分野で輸出の増加、賃上げが可能になるよう一定の円安水準を確保しつつ、家計の実質購買力低下を招かないよう過度な円安は回避していくことが、わが国においては理想的な為替政策といえよう。

わが国の貿易赤字定着、成長力鈍化を踏まえると、かつてのような円高リスクは著しく低減しており、円安についても、前者（安定的な円安）よりも、むしろ後者（大幅な円安）のリスクの方が大きくなっているのが実情であろう。足元の円安に安住し成長力強化を怠れば、円安への依存体質が強まり、中長期的に国民生活は一段と疲弊していく。この為替政策を遂行するにあたっては、成長力強化に向けた取り組みを加速させると同時に、労働市場の柔軟性を高め、労働移動を容易にすることで、為替相場の変動に柔軟に対応できるような経済構造を構築していくことが不可欠といえるだろう。

以 上

参考文献

- ・ 北辻宗幹[2022]、「円安による貿易収支の黒字効果は消失— 実需面の円売り圧力を招きやすく—」、日本総合研究所、リサーチ・アイ、No. 2022-049.
- ・ Teresa C. Fort, Wolfgang Keller, Peter K. Schott, Stephen Yeaple, Nikolas Zolask [2020], “Colocation of Production and Innovation : Evidence from the United States”, TUCK School of Business at Dartmouth December 12, 2020
- ・ 牧田健 [2021]、「「悪い円安」論の背景と企業・家計に求められる対応—株式・エネルギー関連税制の活用と成長戦略の推進を一」、日本総合研究所、ビュー・ポイント、No. 2021-010.