

2022年11月1日
No.2022-010

強まる円安デメリットと対応策

— 必要なのは光熱費軽減策より賃上げによる経済・財政の正常化 —

副理事長／主席研究員 山田 久

《要 点》

- ◆ 2022年に入って急激な円安が進んでいるが、かつては大きかった企業部門での円安のプラス効果が減衰している。その基本的な理由に貿易収支が赤字基調に転じたことを指摘できるが、今回局面で輸出数量が従来になく伸び悩んでいることも見逃せない。従来と異なり、今回は現地通貨建ての値下げ戦略が採られていないことが影響している面はあるものの、懸念されるのは近年世界輸出に占めるわが国のシェアが低下していることである。
- ◆ 円建て輸出価格の引き上げにもかかわらず今回は交易条件が急激に悪化しており、背景には日本が輸入に頼る資源の急激な価格上昇がある。資源高は中期的に持続する公算が大きく、実質賃金の下落を通じた家計消費へのマイナス作用が長期化することが予想される。とくに今回は食料・エネルギーの物価上昇が目立ち、生活必需品の消費シェアの高い低所得層への打撃が大きくなっている。加えて指摘すべきは、円安の企業部門への影響に分野別バラツキがあることから、企業規模別の賃金格差を拡大させることにも警戒が必要である。
- ◆ 現下の円安の背景には、①貿易収支が赤字化していることのほか、②内外金利差の拡大が影響しているが、米国の労働市場の逼迫状況からすれば利上げ局面はまだまだ続くとみられる。この場合、日銀が現行政策姿勢を維持する限り内外金利差の拡大傾向は変わらず、円安が資源高と相まって大幅な貿易赤字基調を持続させる。現状のままでは、「資源高下の円安進行→コストプッシュ・インフレ→実質賃金減少・交易条件悪化→貿易赤字拡大→円安進行」の「悪い円安」の構図が続く。
- ◆ 「悪い円安」の構図を打破するには、①貿易収支の改善、②金利の自然な上昇、が必要になる。それには金融政策の正常化の前提として、財政再建のための負担増に家計が耐え得る状況を作るとともに、海外市場を開拓できる将来産業を育成することで、輸出競争力を強化することが求められる。後者には、海外からも憧れられる「高質な生活」が実感できる商品・サービスが国内で次々に生まれるように、産業構造を高度化する必要がある。そのように考えれば、円安デメリットへの対応として、光熱費軽減などの弥縫策を繰り返すよりも、王道である経済・財政の正常化こそが目指されるべきであり、それには名目賃金の持続的な引き上げが大きな鍵を握ることになる。

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・山田久宛にお願いいたします。

Tel : 080-3579-1572

Mail : yamada.hisashi@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 はじめに～急激に進む円安

急激な円安が進んでいる。2017年以降、110円を挟んで前後5円程度の比較的狭いレンジで推移してきた円の対ドル相場は、2022年に入って円安方向に振れはじめ、4月には月中平均で120円台半ばまで下落した。その後も円安の動きは止まらず、9月には140円台に乗せ、150円を目指してさらに下落した。急激な円安に警戒感を抱いた政府・日銀は、9月22日に約24年ぶりとなる円買い・ドル売り介入を実施、円相場は大きく円高方向に戻した。しかし、程なく円安が再び進行し、10月20日には約32年ぶりに1ドル=150円台に上昇した。その後、覆面介入と思われる動きで140円台に戻したものの、先行き円安進行観測は払拭されていない。

こうした急激な円安進行の要因については後程改めて分析するが、直接的には日米間の金融政策の方向の違いがある。Fedが高インフレを抑えようとかつてないペースでの利上げを進めるのに対し、日銀は異例の超緩和政策の堅持方針を変えようとしていない。その結果の金利差の拡大が、為替変動をもたらしている。しかも、ECBやBOE、オーストラリア連銀など先進各国の中央銀行がこぞって金融引き締めに向かうなか、日銀のみひとり緩和を続けており、円の実効レートは突出して下落している。

円安の日本経済への影響については功罪両面があるが、従来、マクロ的にはプラス効果の方が大きいとされてきた。とりわけ産業界ではこれまで歓迎する声が強かったが、今回はトーンが違っている。十倉経団連会長は10月17日の記者会見で、「企業や国民生活に影響を及ぼしている。政府には焦点を当てた対策をしっかりとやってもらいたい」と警戒感を示し、日本商工会議所の三村会頭(当時)も「現在の日本経済の実態を踏まえると、円安は好ましくない」と述べている(6月16日、岡山市で開催した移動常議員会・議員総会後の記者会見、日商レポート)。

本稿では、改めて円安の経済への影響を検証したうえで、どのような対応策が求められるかを検討したい。

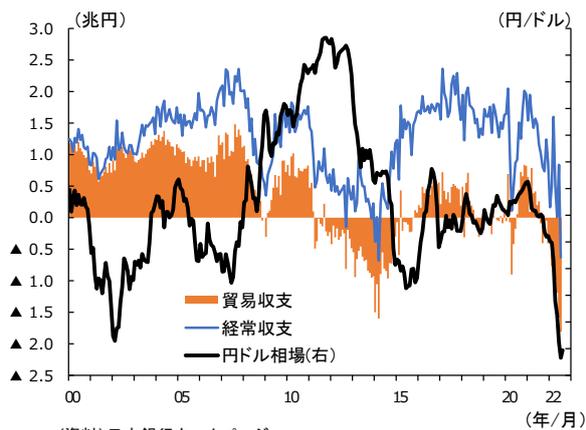
2 強まる円安デメリット

(1) 企業部門への影響

従来、円安はマクロ的に日本経済にはプラスであるとされてきた。これは、円安は輸出数量を増やすとともに海外事業収益の円ベース価額を増やして企業収益にプラスになるからである。コロナ禍前の2010年代後半期には、外国人観光客の増加という面でのプラス効果も大きかった。半面、円安は輸入コストを押し上げるが、新興国との間の生産コストの絶対水準の違いから、そのマイナス影響は目立たなかった。しかし、物価・賃金の内外格差が縮まり、すでに実質賃金水準が韓国を下回るなか、今回局面ではマイナスを指摘する声が増えている。例えば、帝国データバンクが7月に行った調査(「円安による企業業績への影響調査」2022.8.15)では、回答企業の6割強が業績にマイナスと回答している。

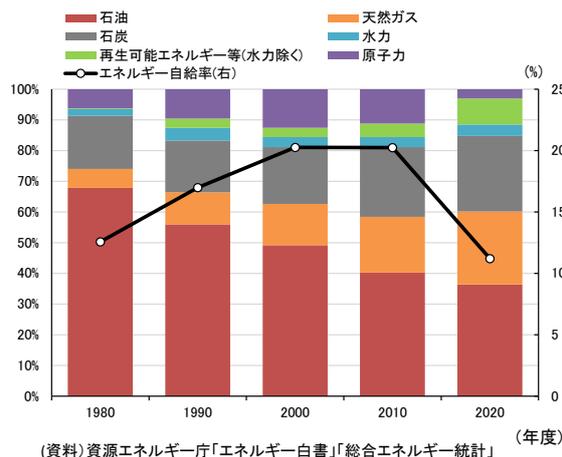
では、企業部門での円安のプラス効果が減衰しているのはなぜか。その基本的な理由に貿易収支が赤字基調に転じたことを指摘できよう。貿易収支が赤字ということは、輸出面での円安メリットを円安による輸入コスト上昇のデメリットが上回ることを意味するからである。貿易収支赤字化の主因は原油価格上昇をはじめとする資源高にあり、福島での事故以降原発の稼働率が大きく低下し、化石燃料の輸入量が大幅に増えたことで、価格上昇の影響は増幅されている。

(図表1) 貿易収支と円相場



(資料)日本銀行ホームページ

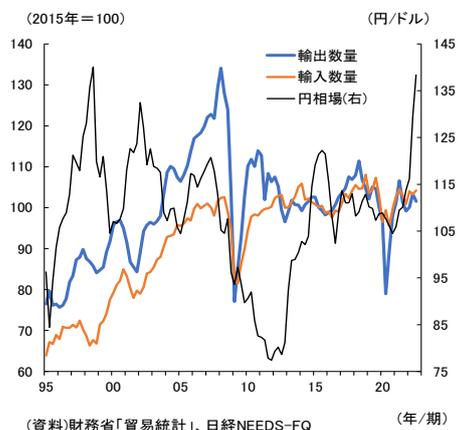
(図表2) 一次エネルギー供給構成と自給率の推移



(資料)資源エネルギー庁「エネルギー白書」「総合エネルギー統計」

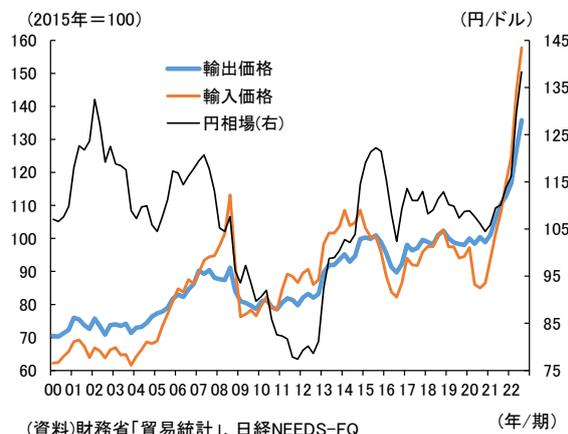
もともと、今回の局面では輸出数量が従来になく伸び悩んでいることも見逃せない（図表3）。その背景には、国際供給網の混乱や海外景気減速といった要因もあるが、円ベースでの輸出価格が上昇していることが注目される（図表4）。日本企業はかつて、円安局面では円建て輸出価格を据え置く、すなわち現地通貨建ての価格を引き下げることで、割安感によって輸出数量を増やす戦略を採用した。それが今回は現地通貨建ての値下げ戦略が採られていない。これ自体は安易な安売りを脱するという点で、価格戦略上望ましい動きともいえるが、問題は価格戦略の変化のみが輸出数量伸び悩みの要因ではないことである。近年、わが国の輸出競争力が低下してきていることが窺われるのである。世界輸出に占める日本の輸出シェアが低下傾向を辿り、足元では近年シェアを高めてきた韓国との格差が大幅に縮まっている。ちなみに、輸出大国としてわが国と並び称されてきたドイツは、過去10年シェアを維持している（図表5）。

(図表3) 輸出入数量と円相場



(資料)財務省「貿易統計」、日経NEEDS-FQ

(図表4) 輸出入価格と円相場

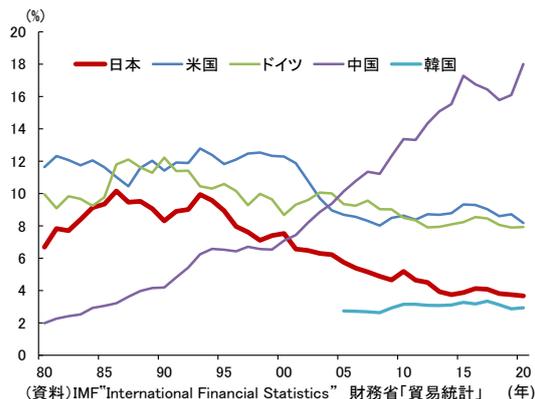


(資料)財務省「貿易統計」、日経NEEDS-FQ

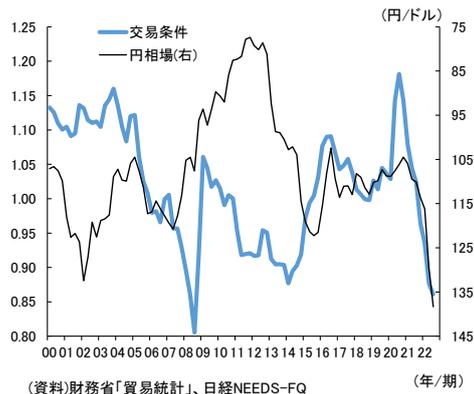
(2) 交易条件への影響

輸出品の円ベースでの値上げを大幅に行っていることは、安易な安売りを脱するという点でプライシング戦略上望ましい、と述べた。それはマクロ経済的にも交易条件（輸出価格/輸入価格）を改善させる方向に働く点で好ましい。にもかかわらず今回は交易条件が悪化しており、そのペースは過去に比べても急激である。これは日本が輸入に頼る資源価格の上昇が急激であるからだが、問題はこの資源高の傾向が中期的に持続しそうなことである。

(図表 5) 主要国の輸出の世界シェア



(図表 6) 交易条件と円相場



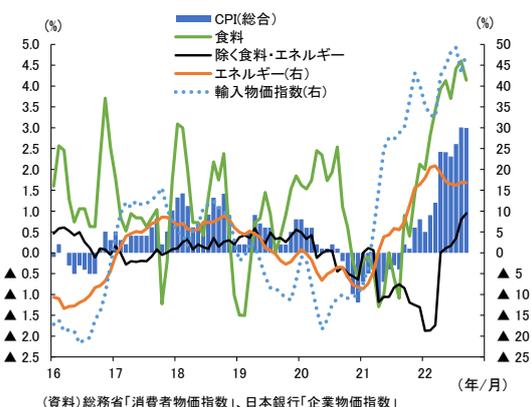
ロシアのウクライナ侵攻により、それ以前は大量の天然ガスや原油をロシアに依存していた欧州でのエネルギー不足は長期化の様相を呈している。さらに、米国とサウジの関係にすき間風が吹くなか、OPECプラスの生産抑制スタンスは継続されそうである。加えて、脱炭素の流れで化石燃料の民間による開発には慎重さがみられ、エネルギー需給の逼迫は相当の期間続くとみておくことが必要である。そうして「資源高下での円安」という状況が長引くことになれば、交易条件の悪化傾向は今後も続くことになる。

(3) 家計部門への影響

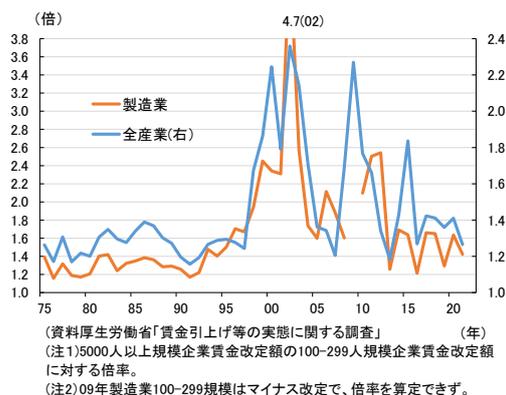
「資源高下での円安」による交易条件悪化の影響が大きいのは家計部門である。円安と資源・エネルギー高とが相まって、電気・ガス料金、ガソリン代などエネルギー関連、輸入品に多くを頼る食品関連の消費者物価が大きく上昇している(図表7)。加えて、光熱費・輸送費の上昇の影響はすそ野が広く、その他の分野での全般的な物価上昇率の高まりも窺われ、**実質賃金の下落を通じて家計消費にマイナスに影響する。**

とくに今回は食料・エネルギーでの物価上昇が大きく、生活必需品の消費シェアの高い低所得層への打撃が大きくなっている。

(図表 7) 日本の消費者物価・輸入物価(前年同月比)



(図表 8) 1人当たり平均賃金改定額の企業規模別格差



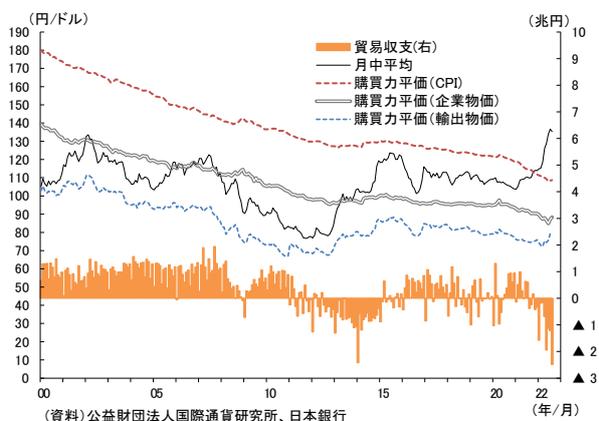
加えて指摘すべきは、円安の企業部門への影響に大きなバラツキがあることから、賃金格差を大きくする方向で作用することである。具体的には、製造業大企業には円安メリットが多く発生する一方、中小企業への収益影響はマイナスである。このため、賃金水準の高い大企業の賃上げがしやすい一方、中小企業は賃上げもままならない状況に置かれるケースが少なくない。

3 円安の要因と対応策

(1) 円安の要因

では、このところの円安進行の要因は何か。二国間の為替相場の決定要因としては、①二国間の物価水準の比率（「購買力平価仮説」）のほか、②貿易収支、さらには、③内外金利差、が主なものとして指摘できる。実際のデータを見ると、長期的には物価水準の比率が決定要因として大きなトレンドを決めており、円ドル相場の実績は、経験則的に日米の企業物価の比率（購買力平価）のトレンドに沿って推移してきたことがわかる。ここで、この購買力平価に比べて、円高方向に振れている局面と円安方向に振れている局面があるが、それは貿易収支が黒字か赤字かによって影響されているように見える。一方、短期的な変動は、日米金利差の動きと円ドル相場の動きが連動している（図表 10）。

(図表 9) 円ドル相場と購買力平価・貿易収支



(図表 10) 円ドル相場と日米金利差



つまり、現下の円安の背景には、①貿易収支の赤字化、および、②内外金利差の拡大が影響しているといえるが、足元で長期的な購買力平価対比でかつてない程度にまで円安方向にオーバーシュートしていることが注目される。このオーバーシュートは、内外金利差、貿易赤字ともにこれまでにない程度にまで拡大し、しかもこの先その反転がみえていないことが影響していると考えられる。このため、米国での利上げ観測が弱まれば円高に振れることが予想されるものの、米国の労働市場の逼迫状況を見るとインフレ率が Fed の目指す 2% に戻るにはなお相当の時間がかかるとみられる点を勘案すれば、ペースは鈍化しても利上げ局面自体はまだ続くと考えられる。そうなれば、日銀が現行政策スタンスを維持する限り内外金利差の拡大傾向は続き、円安による大幅な貿易赤字の基調も変わらない。現状のままでは、「資源高下の円安進行→コストプッシュ・インフレ→実質賃金減少・交易条件悪化→貿易赤字拡大→円安進行」の「悪い円安」の構図が定着する恐れがある。

(2) 貿易収支改善に向けた脱化石燃料依存

こうした「悪い円安」の構図の打破には、①貿易収支の改善、②金利の自然な上昇が可能な状況を作ること、が必要になる。そこで、貿易収支の改善にはどうすればよいかという点から検討したい。理屈上、輸入を減らすと同時に輸出を増やせばよい、ということだが、脱炭素という今後の目指すべき経済の在り方を考えれば、化石燃料の輸入を減らすことに注力すべきである。即効性があるのは、原発再稼働である。この点で政府は動き始めており、十分な安全性の確保と丁寧な説明で、原発稼働率を高めることが求められる。ただし、中長期にエネルギー・ミックスをどうするかについて

は、科学的根拠に基づいた冷静な議論を通じた国民的なコンセンサス作りが必要である。

同時に、エネルギー需要そのものを減らしていく取り組みも忘れてはならない。それは量より質の経済成長を目指すということでもあり、事業モデル・消費行動を従来の「大量生産・大量消費・低価格」モデルから「適量生産・適量消費・適正価格」モデルに転換することを求めている。「いいものを安く」から「ほしいものを適正価格で」に国民の消費意識を変えようという、国民的なコンセンサスと行動も伴わなければならない、ここでも政治が国民的なコンセンサスの形成に汗をかく必要があるだろう。こうした需給両面でのエネルギー構造の改革が成し遂げられれば、化石燃料の輸入は大きく減り、長期にわたる貿易収支の改善効果が期待できるようになる。

(3) 円安メリットを活かした未来型輸出産業の育成

一方、輸出を増やすためには、**円安メリットを活かして未来型輸出産業を育成**することが重要である。マクロで円安のメリットが減少しているにしても、輸出産業の収入にはプラスが生まれていることに変わりはない。こうした輸出収入増の円安メリットが関連産業に広く均霑されることを促すため、円安のデメリットを受けている中小企業の業況改善につながるよう、取引価格適正化を進めることがまずは重要である。そのうえで円安による収益増を活かし、**サービス産業部門も含めた将来的に比較優位性のある輸出部門の基盤強化を推進し、外貨獲得能力の増強(=貿易収支の改善)を図るべき**である。

一方、先般の中国共産党大会を経て習近平氏への権力集中が一層鮮明になったことで、わが国において「中国リスク」が一段と強く意識されるなか、経済安全保障の観点からの国内拠点強化の必要性は高まっており、その追い風として円安を活かすことも重要である。ただしその際、ドル建てコストの低下を主因にした安易な「国内回帰」を行うとするならば、それは短絡的な思考であろう。あくまで産業構造の高度化を目指した「未来型輸出」産業の増強を図ることが肝要である。

ここでいう**未来型輸出産業**について敷衍すれば、コスト抑制で「いいものを安く」の戦略でかつての輸出を増やすことを目指すのではなく、あくまで産業構造を高度化して海外市場を開拓できる**将来産業**を意味する。より具体的なイメージでいえば、オンリーワンの微細技術を活かした高度部品、人々に居心地の良さと快適さを提供するホームアプライアンス、さらには高品質や栄養価の高いブランド食品など、高齢化が進む先進成熟国にふさわしい「高質な生活」を実現する商品・サービスの提供にこそ、わが国産業の進むべき道があるだろう。それには、国内にそうした市場が広がるように、勤労者の所得＝賃金が引き上げられる必要がある。また、働く人々自身が高賃金を受け取ってそうした生活を営んでいるからこそ、より「高質な生活」を実現する商品・サービスにつながる、現場発の様々なイノベーションが生まれてくる。それはマクロ的には、賃金の持続的上昇を伴う成長力の回復が求められることを意味する。

4 金融・財政の正常化へのハードル

内外金利差の拡大を止めるには、日本銀行が超緩和政策に終止符を打つことが必要になる。現状、インフレ率が徐々に高まってきており、本来、市場金利の上昇を容認し内外格差拡大に歯止めを掛けることが妥当である。市場がそう見ているからこそ、日本銀行が超低金利を維持していることに矛盾を見取り、その綻びを突いて円安が進んでいるといえる。しかしながら**現状、わが国は超低金利政策を直ちに修正することができない理由**がある。それは、アベノミクス開始以来、超低金利が

半永久的に続くことを前提に、財政金融政策が運営されてきたことがある。金利上昇は膨大な国債残高を反映した利払費の増加につながり、財政危機を顕在化させる恐れがあるのだ。

いずれ超低金利を是正することは避けられないとみるが、その場合でも金利上昇を緩やかにとどめる必要がある。そのためには好悪を問わず日銀が国債の大量保有を継続する必要があり、原資である当座預金残高の維持が求められる。緩やかでも金利引き上げ局面で当座預金残高を維持するには付利を引き上げる必要があり、それは日銀収益を大きく下押しし、財政悪化要因になる。

結局、金融政策の正常化には財政健全化の道筋を示すことが不可欠な条件となる。そして財政健全化には、自然増収・歳出合理化・増税を組み合わせる必要があり、いずれのためにも名目賃金の持続的かつ十分な上昇を伴う名目成長率の回復が必要不可欠になるのである。

5 持続的賃上げによる経済・財政の正常化を

以上みてきたことからすれば、10月28日に政府が発表した「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」は、わが国経済が「悪い円安」の構図から脱するには不十分であり、一部逆行するところも見受けられる。物価高騰対策として総額6兆円を使って光熱費の上昇を抑える施策を講じるが、脱炭素の方向性を考えれば、省エネ促進の観点からむしろエネルギーコストの引き上げが必要な面もあり、低所得層への所得補填で対応するのが本筋であろう。エネルギーコスト高が長期トレンドとなる公算大であることからすれば、痛み止めを繰り返して止められなくなるリスクもある。その点に加え、対策費の総額があれよあれよという間に拡大し、財政支出が40兆円近くの巨額に上ったことは、金融政策正常化の条件となる財政再建に逆行している。

金融・財政の正常化にせよ、未来型輸出産業の育成にせよ、それは経済・財政の正常化を目指すという王道の政策こそが求められていることを意味している。そしてそれは詰まるところ、健全な耐久力を備えた家計を形作る持続的な賃上げをどう実現していくかが大きな鍵を握る。この点では岸田内閣が賃上げを最優先事項に掲げていることは妥当であり、今回の経済対策にも項目としては盛り込まれている。しかし、その具体的な道筋は明らかでなく、施策も十分とは言い難い。それを掛け声で終わらせるのではなく、本当に実現するよう、本気で注力していくことが求められており、結局はそれが総合的に円安デメリットへの根本的な対応策となるのである。

では、賃上げをどのように実現していけばいいのか。それにはわが国の場合、春闘の在り方の再構築が必要になる。その新しい春闘の在り方とは、成長と分配の好循環に向けてパイ拡大と成果配分の議論を一体化し、①時代が要請する産業構造転換を促進する、個別企業の枠を超えた産業全体・社会全体での雇用安定化の仕組みを整備するとともに、②新しい成果配分の在り方（生産性に見合った持続的賃上げと成果主義と底上げを組み合わせた新型ベア）を創造するものである。そうした方向で個々の労使が主体的に賃上げに取り組むことを強力に後押しするため、様々な環境整備を行うことが政府の役割である。具体的には、安倍政権下で設置された政労使会議を、主な産業や地域別の下部組織も設置して拡充する形で再開し、それを通じて産業横断的な全国レベルで労使間の合意形成を促し、様々な環境整備のための議論を進めるべきである。詳しくは、拙稿「賃上げ再起動に向けた2022年春闘の課題」（日本総研 Viewpoint No. 2021-009）に論じた通りであるが、改めて2023年春闘に向けて、その後の情勢変化を踏まえた必要な取り組みを、別稿にて論じることにはしたい。

以上