

# 2007年後半の経験を活かす

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

## 為替のトレンドは転換した模様

USD/JPYは2012年夏までの80円割れの状態から2015年夏の125円まで、およそ60%も円安が進んだ。しかしながら、15年後半からはトレンドが反転、16年3月に110円の節目を割れると、5月の連休中には105円割れを試す展開となった。複数年にわたる円安のサイクルはピークアウトした模様だ。

そこで、前回のトレンド転換点にあたる2007年後半の状況と現在の状況を比較することで、今後の金融市場ならびに日本経済について考察したい。相違点は主に3つ。まず、①として産業構造の変化によって為替変動に対する耐性が増していることがあげられる。日本企業は2007年頃までは為替の円安を武器に輸出競争力(≒価格競争力)を高め、海外需要に輸出で対応してきた。しかしながら、リーマンショック後の複数年にわたる円高は日本企業の価格競争力を削ぎ、輸出産業は苦境に陥った。それを教訓に、日本企業は海外現地生産に舵を切り、現地の需要を直接取り込むビジネスモデルに転換。これによって為替変動による業績への影響を軽減させた。

## 円高・原油高はきつかった

次に②として、当時とは資源価格の動向が大きく異なる。2007年後半は、新興諸国の著しい躍進が爆発的な資源需要に繋がるとの見方が世界的に共有され、資源価格が急騰。日本ではレギュラーガソリンが180円を超えるなど、エネルギーコストの上昇が顕著となった。企業は円高・原油高のダブルパンチを食らい収益が大打撃。それは労働コストの削減に繋がり、家計にも深刻な影響を与えた。反対に今次局面では、資源価格下落が企業収益を潤しており、経常利益は過去最高益を更新している(法人企業統計、季報ベース)。資源価格下落は、当初期待されていたような消費の加速につながらず、寧ろ資源投資の

落ち込み等を通じた悪影響ばかりが目立ってしまったが、それでも非資源国の日本にとってみれば、資源価格が高騰する状態より遥かに好ましい。上記①、②は前回の円高局面と比べて、その影響がマイルドになることを示している。

## インバウンド需要は打撃

一方で、前回の円高局面でさほど問題にならなかったのに、今次局面でそれなりに打撃となりそうなのが③インバウンド需要だ。訪日客数は2013年頃から著しい増加基調にあるが、その背景には、アジア諸国に対するビザ発給要件の緩和という制度的な変化も去ることながら、為替の円安が大きく効いている。実際、為替と訪日外客数の間には一定の連動性が確認されており、そこには為替の変動から遅れること半年程度で訪日外客数が増減するという時間的な関係も認められる。この見方が正しいなら、2016年入り後の円高がそろそろ表面化してくる頃だ。そうしたなか、本稿執筆中の6月8日発表された4月国際収支統計では、不気味な結果が示された。訪日外国人の消費を反映する「旅行収支・受取額」が2711億円と1-3月期平均の3117億円から減少。前年比の伸び率も2015年中の50%超から15%程度に減速しており、円高の影響を窺わせた。ただ、ここで注意したいのは、“減速”といってもそれは50%超という異常な伸び率からの減速であり、減少に転じたという訳ではない。また、今後、円高が進んだとしてもインバウンド需要が2012年以前の状態に逆戻りする可能性は低いだろう。

以上を整理すると、近年インバウンド需要の恩恵をダイレクトに受けてきた業種にはそれなりに打撃が及びそうだが、日本経済はこの10年で円高に対する耐性を強めてきたので、前回の円高局面よりは影響がマイルドになると期待される。