

# 円独歩高の敗者、日本経済の悲劇

経済調査部 首席エコノミスト 永濱 利廣 (ながはま としひろ)



## 為替と連動する各国の景況感

年明け以降の米国の製造業景況指標は、先進国の中で最も改善傾向にある。ISM製造業景況指数は2015年12月の48.0から2016年7月には52.6まで上昇し、米国製造業の景況は昨年末をボトムに回復傾向にある。これは、年明け以降の原油価格の反転によりシェール関連企業の景況感が改善したことが一因であろう。しかし、それ以上に世界経済の先行き不透明感に伴う米利上げ観測の後退でドル安が進み、輸出競争力の高まり等を背景に製造業の景況感が回復し始めたこと等、為替の要因による面が大きい。中国の製造業PMIも、全人代を契機とした景況刺激策の加速とそれまでの人民元安により、今年2月を底に急速に改善したと見ることができる。更に欧州でも、ECBが2015年1月から量的緩和に動いてユーロ安が進んだことにより、企業の輸出競争力が高まったこと等を背景に、ユーロ圏の製造業PMIが2015年から改善傾向にある。

一方、世界経済の不透明感等により円高が進んだ今日、日本企業の景況感は急激に悪化している。日本の製造業PMIは2016年5月に47.7とアベノミクス初期の2013年1月の水準まで落ち込んだ。7月時点では49.3とやや上昇に転じたものの、依然として好不調の分岐点である50を下回っている。これは、熊本地震に伴うサプライチェーン一時停止の影響だけでなく、政府の為替介入・日銀の追加緩和観測の低下等を背景に、円高による企業業績への懸念が大きく高まったことによるものと考えられる。

## 通貨安に魅了される各国

このように、GDPや鉱工業生産指数といった重要な経済統計の先行指標として注目されるPMIと為替の連動性

が高まっていることからすれば、実体経済において為替の重要性が高まっているといえる。こうした背景を考える一つの拠り所は、長期停滞論の考え方である。これは米国のサマーズ元財務長官が提示した「先進国の長期停滞論」に基づいたものである。

サマーズが2014年に執筆したコラムによれば、長期停滞というのは、深刻な経済危機や金融危機が起こした深刻な需要不足が資本や労働投入の悪化をもたらし、潜在GDPのパスを大きく下方屈折させていることとされる。このため、危機後に需要側のGDPが順調に回復し、GDPギャップが縮小したように見えても、危機がなかった場合の潜在GDPに比べると、水準も成長率も低いままに止まることになる。

ここで問題なのは、金融政策の有効性が失われるとされることである。具体的には、危機により貯蓄行動や投資行動が大きく変化し、両者の均衡がマイナスの実質金利でしか実現できないような状態になる。そして、マイナスの自然利子率になり流動性の罍の状態になるため政策金利を引き下げても均衡が回復せず、金融政策は限界に直面することになる。

こうした状況下において、市場メカニズムに委ねたままでは危機前の潜在GDPの水準に戻ることは難しい。財政政策による需要喚起によって潜在GDPを引き上げない限り、相当額のGDPが永遠に失われることになる。

これらは、近年の米国経済に基づいた分析である。しかし、リーマン・ショック以降の世界経済をみても、多くの国で成長が鈍化しており、長期停滞に陥っている可能性が指摘できる。

世界的に経済のパイが広がらない中で、限られたパイを奪う武器として暗黙の通貨安競争が展開されるようになってきているといえる。