

円安の限界

発表日：2015年10月23日（金）

～みんなが「もっと円安を」と言わなくなった理由～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

これ以上の円安が欲しいという声は聞かれなくなった。金融市場が求めるのは、株価上昇の方だろう。円安が望まれなくなった理由は、恩恵が企業収益から賃金へと還流しにくいことが原因である。家計は、輸入物価の上昇の重みを跳ね返すくらいの賃上げが得られなくては、不満を強める。設備投資についても、円安だけでは動かしにくい。こうした数々の課題を放置したまま、皆がもっと円安が欲しいと言わなくなっている。

TPP 合意の影の功労者

2012 年から現在に至るまでの円安局面が、日本経済の回復に有効だったことは間違いない。TPP の大筋合意にしても、仮に現在が円高局面であれば、農産物の関税率の引き下げは激しい反発を生んでいただろう。逆に、現在の国内農産物は、関税率がたとえ 10%引き下がったとしても、1 ドルが 80 円から 120 円へと 1.5 倍に減価したことで、輸入農産物から間接的に守られている。さらに筆者などは、今後、TPP 発効から何年もかけて関税率を引き下げる激変緩和措置が、将来の円安進行によって、一段と有利な条件を与えるのではないかと考えてしまう。

しかし、マクロ経済全体から考えて、今後さらに円安が促進されても日本経済にプラス効果は乏しい。むしろ、円安になるだけでは解決できない課題をこのまま放置することが問題である。もしも、黒田総裁が、追加緩和によって消費者物価上昇率 2%を達成すると強弁して円安をもう一段進めるのなら、それは矛盾を積み上げることになる。以下では、具体的に円安が何をもたらさなかったのかという課題を整理して、追加緩和の限界を指摘したい。

企業にプラスだが、家計にマイナス

円安は、輸出・輸入金額を押し上げる。輸出企業には、円安が収益拡大の恩恵を与える。一方、家計には、輸入物価の上昇がコストプッシュ圧力になって、購買力を奪うことになる。だから、企業にプラスだが、対照的に家計にはマイナスになる。

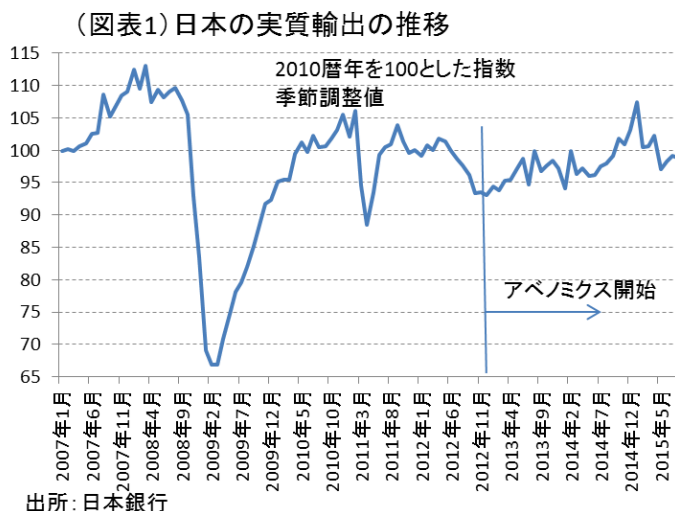
このプラス・マイナスを均すには、企業が賃上げを通じて家計所得を増やす必要がある。企業収益から賃上げへの橋渡しがうまくいかないと、金融緩和は人々から歓迎されにくい。おそらく、黒田総裁は、当初に期待したほどは収益から賃金への橋渡しはうまくいかなかった、と臍を噛んでいるのではあるまいか。日本経済における分配メカニズムでは、昔のように変速機のギアボックスが正常に作動しなかった。ここに円安政策の誤算があったのだろう。

もうひとつ誤算を加えると、家計所得は、ベースアップや雇用拡大によってある程度は拡大した。しかし、家計は消費拡大には慎重だった。所得増加より消費を抑え込み、家計貯蓄率を引き上げたということである。政府が言う「好循環」の作用は微弱だったという理解になる。消費拡大が弱いと、企業収益の拡大にフィードバックする需要の連鎖も起こりにくく、企業は翌期の賃上げに慎重になる。日銀には、企業が賃上げに消極的な謎をもっと分析し、家計が消費拡大に躊躇する理由を深く考えてもらわなくては困る。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

機能不全の原因はどこに

円安によって生み出された企業収益の嵩上げが、なぜ、賃上げに波及しづらかったのでしょうか。財務面での理解からすれば、企業が賃上げを容認しやすくなるには、販売数量増が設備稼働率を高めて、固定費負担を軽くした場合であろう。反対に、販売数量が増えにくいとき、企業は固定費負担を重くするような賃上げには消極的になる。今次局面では、円安によって輸出数量が増えにくかった（図表1）。製造業の現地生産が進み、為替変動の感応度が落ちていることや、輸出品目は価格を引き下げても数量拡大に直結しなくなっ



ていることもあろう。世界経済はリーマンショック後は成長テンポを落とし、特に2015年に入ってから中国経済の減速によって輸出数量の拡大は低調になっている。これも、理由のひとつだ。

筆者にとって予想外だったのは、企業の1人当たり人件費は、大企業を中心に一頃に比べると水準が大きく下がっているのに、企業が平均賃金の上昇に敏感だったことだ。賃上げの重みは以前よりも軽くなっているはずなのに、固定費負担の上昇に極めて慎重であることは、経営者の心理にデフレ意識が根深く残存しているからであろうか。

ほかにも、賃上げが促進される条件はある。高付加価値化によって製品価格の上昇が正当化されることである。しかし、円安による企業収益の拡大と、高付加価値化は何の関係もない。だから、収益拡大でも賃上げは進まなかった。結局、企業の製品競争力が強まらなると、高付加価値化も進まず、中間所得層の賃上げにも貢献しにくいのだろう。アベノミクスの中では、成長戦略こそが本質的に中間所得層の分厚さを広げるための対応している。成長戦略が大きな成果をまだ挙げていないことは、賃上げの余地を限られたものにしたのだろう。

輸入物価の上昇による消費停滞

円安によって消費が増えるかと言えば、大方は逆であろう。輸入価格の上昇は、年金生活者の消費マインドを悪化させる。わが国の消費支出に占めるシニア消費の拡大は、円安による悪影響を大きくした可能性はある。

しばしば、2014年4月の消費税率の引き上げが消費の腰を折ったかのように言われる。しかし、反動減が一巡しても、輸入物価の上昇が2014年秋以降に消費マインドを冷やして、停滞を長引かせたことも忘れてはいけない。

勤労者でさえ、可処分所得の増加に見合って消費を増やしていないことは、輸入物価上昇によるマインド悪化が節約志向を強めている。背景には、ほかにも厚生年金の報酬比例部分の後ずらしが始まるなど、社会保障への不安の高まりが効いている。

企業収益から雇用に波及する動きには、雇用者数の増加として表れる。もっとも、わが国の雇用情勢は、相変わらず非正規雇用の拡大によって労働単価を極力抑えたものになっている。円安によって、企業が正社員を増やさないと対応できない経済環境になっている訳ではないということである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

円安によって消費が増える経路は、訪日外国人消費の方に向った。特に、ドル高で割高になっていた人民元を持っている中国人観光客は、対円での消費に邁進した。ここは、円安が着実に消費を増やし、受け皿になった百貨店などでは高付加価値の消費を拡大させることに成功した。このルートに限っては、原理に沿って円安が効き目を発揮したと言える。

円安で設備投資は増えるか

円安によって企業収益が増えたとき、果たして設備投資は増加するだろうか。目下、長いタイムラグを伴って設備投資需要が増え始めたように思える。特に、日銀短観の2015年度の設備投資計画は、投資拡大の勢いが強い。ただし、計画の伸び率自体は高くとも、質的には更新投資の占める部分が多い。

当初、円安になると、産業空洞化に歯止めがかかり、生産拠点が国内に回帰するのではないかという期待もあった。しかし、ミクロで話を聞く限り、生産拠点が国内に移ってくる事例は見当たらず、いくつかの話題として海外生産品目が国内工場で生産される事例があっただけだ。直感的に、現在でも円高リスクを恐れている企業が、国内生産能力を大きく拡大することは考えにくい。円高リスクを恐れる意識は、期待インフレ率が長期の円安予想のかたちで定着していないことを暗示する。国内の生産能力を企業が増強したいと思う条件は、円安によって輸出数量が増えていき、能力増強の必要を経営者が強く感じたときである。この点は、輸出数量が拡大しないから企業の固定費負担が相対的に下がりにくく、賃上げが起こりにくい問題と通底する。

大企業の場合は、円安で増えた収益を海外現地子会社の投融資に回す傾向が強い。2000年頃から利益準備金のほとんどが投資有価証券に回された格好になっている。2012年末からの円安局面でも、大企業は海外向けの投融資を減らすことはなかった。企業のグローバル展開に対して、円安の影響力は限定されていたという解釈もできる。

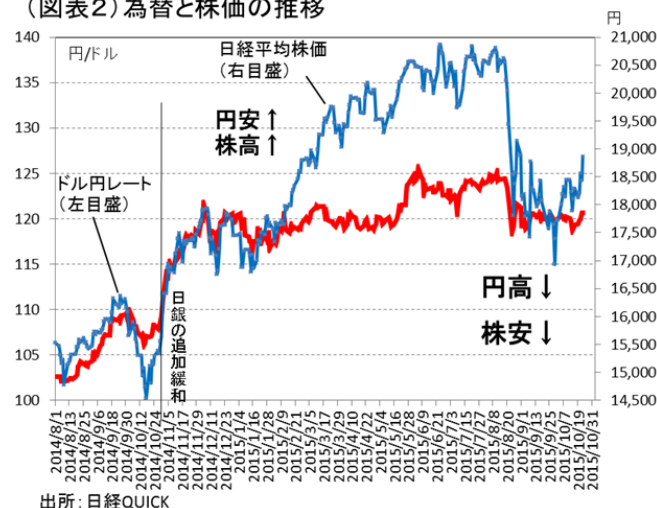
企業がなぜ設備投資を増やすかという理由には、新しい製品を供給する体制づくりという意味もある。これは、単なる増産投資ではなく、イノベーションを背景とした投資である。成長戦略が目指していたのは、ストック調整圧力を受けにくい新しい生産能力の構築なのであろう。これは、単なる円安促進では生まれにくい。むしろ、アベノミクスの効果として、見劣りしているのは、イノベティブな分野への企業の集中投資を呼び起こす作用である。

円安が歓迎されなくなった背景

目先、日銀にできることは金融緩和に限られる。本来は、三本の矢の財政政策と成長戦略が歩調を合わせながら、ゆくゆくは成長戦略だけで日本経済が引っ張られなくてはならない。アベノミクスは3年も経っている。筆者も、円安の限界の責任は、黒田総裁だけに帰するのは筋違いかもしれないと感じる。

一方、金融市場には、円安のときは株価上昇というレガシーが根強くある。アベノミクス当初、円安に歩調を合わせて株価が上がったからだ(図表2)。しかし、その経験則は、2015

(図表2) 為替と株価の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

年 2 月からは当てはまっていない。必ずしも円安が進まなくても株価は上昇している。筆者は、株価上昇への期待感が、マクロ的効果とは離れて、追加緩和の待望論を呼んでいるように思える。

日銀にとって不幸なのは、政治から望まれて 2%のインフレ目標を設定したにも拘らず、輸入インフレの痛みが国民に広く嫌がられ始めると、逆にこれ以上のインフレは控えてほしいという要望に変わってきたことだ。政策当局者としての日銀は、首尾一貫して 2%の物価上昇を目指さなくては行けない。その宿命がゆえに、なかなか 2%の旗を降ろせない。だから、今後の日銀の歩む道はいばらの道になる。

筆者は、もともと 2%は過大な目標設定をしたと考えているので、躊躇することなく、長い目で見て 1%の物価上昇という緩い目標にすればよいと考える。黒田総裁には、杓子定規な金融政策ではなく、2%の物価上昇の意味を深く考えた政策運営を望みたい。