

みずほマーケット・トピック(2014 年 12 月 8 日)

円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～

帝国データバンクが公表した「円安関連倒産」の動向調査が話題を集めており、「円安は日本経済にとってコスト」との論点が徐々に市民権を得つつある印象。もちろん、「円高でも円安でもコストは生じる。問題はそのスピードであり、レベル(水準:円安 or 円高)ではない」との指摘はその通りであり、筆者も同感である。円安倒産報道に絡めて最も重要な論点は「円安の是非」ではなく、「為替に依存しない経済・金融政策運営が必要」ということだろう。かつて行天・元財務官が「誰にとっても適正で望ましいと言える特定の相場は存在しない」と述べたことが思い返される。来るべき第三次安倍政権は輸出部門の為替差益を輸入部門、ひいては家計部門にどうやったら巧く再分配できるのかを必死に考えることになる。「プラスは局所集中、マイナスは複数分散」という政策を政治的に容認し続けるのは容易ではなく、QQE の後退的修正は 15 年のリスクシナリオの 1 つ。

～「売られ過ぎたから」くらいしか買う理由がない円～

ドル/円相場は予想を上回る米 11 月雇用統計を受けて一時 121.80 円台まで急騰している。多くの市場参加者が注目する節目「124.14 円」が年内にも試されそうな事態となっており、今年も残すところあと 3 週間ほどだが、予断を許さない状況が続くそうである。これで 8 月下旬から 4 か月足らずで 20 円弱の円安が進んでおり、実業方面からすれば早過ぎる相場展開と言って差し支えないだろう。輸入企業を中心としてドルを手当てしなければならない市場参加者の(ドルの)買い遅れを指摘する声もあり、そのような状況では押し目も容易には訪れないだろう。現状の円相場に関しては「売られ過ぎたから」くらいしか買う理由が見出しにくいという印象である。

～円安でも円高でも関連倒産はある～

ところで、先週 4 日、帝国データバンクが公表した「円安関連倒産」の動向調査が話題を集めている。2014 年は前年同期の 2.7 倍となる 300 件を突破とされており、これが「円安倒産、1 年で 3 倍」といったヘッドラインになり注目されている。本欄やその他外部寄稿において筆者は円安コストと向き合うことの意味を繰り返し議論してきたが、「円安は日本経済にとってコスト」という論点は徐々に市民権を得つつあるように思われる。これは与野党の選挙戦を見ても同様の印象を受けるところであり、例えば円安「対策」という単語からは暗に「円安は悪いこと」と感じる最近の向きを表しているように思われる。円安倒産というこれまでに耳慣れぬ言葉は人々のアベノミクスへの評価について、再考を迫る契機になるかもしれない。

もちろん、「円高でも円安でもコストは生じる。問題はそのスピードであり、レベル(水準:円安 or 円高)ではない」という指摘はその通りであり、筆者も同感である。この円安倒産報道に絡めて最も重要な論点は円安の是非ではない。本当に考えるべきは「為替に依存しない経済・金融政策運営

が必要」ということであり、この点、本欄 2014 年 11 月 6 日号『当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス』でも同様の引用を行ったが、2014 年 10 月 29 日付の日本経済新聞朝刊「経済教室」で行天豊雄・元財務官が「誰にとっても適正で望ましいと言える特定の相場は存在しない」、「(日本の為替への一喜一憂は)率直に言って異常」と述べていたことが思い返される。2007 年夏以降の円高狂想曲と 2012 年冬からの円安狂想曲を見る限り、氏の指摘は首肯せざるを得ない。

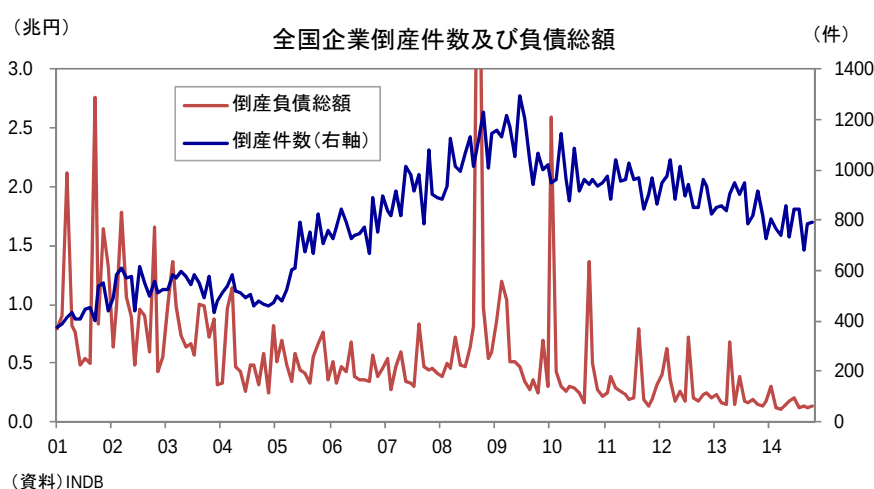
～最大公約数はない～

2012 年冬以降の円相場と日本経済について言えば、95～100 円付近では財界からのクレームもさほど目立たず、株価も堅調推移にあったため、企業物価ベース購買力平価が 100 円付近であることを踏まえても、その辺りが日本経済にとって最大公約数的な円相場の水準だった可能性はある。また、本日(12 月 8 日付)の日本経済新聞朝刊「社長 100 人アンケート」では理想の為替水準に関し、「100 円から 110 円未満」との回答が 40.9%、特に「1ドル＝100 円以上 105 円未満」が 25.9%で最多だったとの結果も見られ、やはり 100 円付近の為替相場が心地良さそうなことは分かる。

しかし、最大公約数的な円相場の水準が事前に分かっていたからと言って、変動相場制を採用する以上、そこに固定することはできない。英国でも米国でも、そしてこの期に及んでユーロ圏でさえ、ここまで為替従属的に経済・金融政策の議論が展開される先進国は稀である。その理由を特定するのは難しいが、行天・元財務官は「71 年のブレトンウッズ体制崩壊まで、日本は 1ドル 360 円という円安の固定相場制のもとで輸出主導型の経済成長を成し遂げた。その過程で為替相場が輸出を左右する要因だと言う認識が定着した」と分析している。未だに円安と輸出数量の安定的な関係復活を望む声が散見されることに鑑みても、この指摘は正しいように思われる。結局、その都度与えられた為替水準を所与として経済政策運営ないし企業経営を志向するしかない(それが嫌ならば固定為替相場制しかない)。

～倒産状況を読む上での注意点～

なお、上記帝国データバンクの調査に関する報道について「倒産件数も負債総額も減少傾向にあるのでミスリードだ」という声もあるが(図)、同調査報告書にもあるように、倒産件数が減少している背景には「金融機関による借入金の元本返済猶予や返済条件の変更(いわゆる「金融円滑法＝リスク」)などの効果が継続している」と



いう面もある¹。また、報告書は大規模な財政出動が倒産抑止に繋がっている可能性も指摘してい

¹ 調査に拠れば、「総資本 1 億円未満」の中小企業の売上高営業利益率は▲0.03%と赤字体質から脱しきれず、自己資本比率も▲0.76%と財務面は未だ債務超過の状態であり、中小企業の経営環境は厳しい。

る。その上で、「日銀による追加の金融緩和後の円安の影響が出始めると見られる年明け以降も引き続き、『円安関連倒産』はじわり増加基調をたどる可能性が高い」との指摘も行われており、同社の倒産集計では「価格転嫁問題など様々な懸念点を考慮すると、今後も倒産増加懸念が払拭できない状況が続く」といった見通しも述べられている。決して油断できる状況ではないのだろう。

為替予約等に絡んで生じるリーズ&ラグズを踏まえれば、今後 1～2 四半期程度経過してみなければ、足許までの円安の影響を判断するのは難しい。ただ、今次円安のペースがあまりにも早いことからコスト転嫁の困難さに直面している業界は多そうであり、円安倒産関連の報道は年明け以降も増える可能性がある。これは常々本欄で懸念している「通貨政策(政治)と金融政策(中銀)の捻じれ」を強める現象になってくるように思われ、来年 4 月の統一地方選挙を前に今よりも大きな論点になってくるのではないか。

～「円安は全体としてプラス」という議論について～

なお、同調査報告書によれば、円安倒産と定義されるものの中で目立つ業種は運送・食料・アパレルなどで、例えば 100 円ショップ向けの商品を企画・販売する企業の倒産などが紹介されている。また、週末にかけては「円急落…外食産業、値上げ避けられず『もはや牛丼 300 円台は困難』」(SankeiBiz、12 月 6 日)などといった記事も報じられていた。100 円ショップや激安外食チェーンなど、デフレの代名詞のような業態が強烈なリフレ志向を擁するアベノミクスの下で立ち行かなくなることは、ある意味で政策意図が実現していると思えなくもない。

ただ、それが消費者にとって良いことかどうかは別の話である。物価上昇にキャッチアップできるほどの名目賃金上昇がなければ家計部門からすれば単なるスタグフレーションで終わる。異様に切り下がった実質賃金を前提にすれば、企業の価格転嫁行動もいつかは止まらざるを得ない。しつこいようだが、国民は「2%」を標榜するリフレ政権に賭けて投票したが(今も投票しようとしているが)、本当に欲しいものは物価上昇ではなく「デフレ」という名の慢性的な不況感払拭であり、要するにそれは実質賃金の上昇であった可能性が高い²。

もちろん、「円安は全体としてプラス」という議論が理解できないわけではない。現実には輸出企業を中心として円建て収益は為替差益により膨らみ、株価は上がった。経常利益であろうと、営業利益であろうと、利益は大きい方が良いに決まっている。※なお、実質 GDP に落ち込みが見られる中で「全体としてプラス」の前提も揺らぎ始めているように思われるが、ここでは敢えて脇に置く。

但し、「全体としてプラス」な政策が政治的に持続可能とは限らない。企業からすれば海外で膨らんだ円建て収益を国内に還元させる義務はなく、だとすれば家計部門はどうやってもこの「全体としてプラス」の政策から恩恵を与えることができない(それどころか今のままであれば実質的に所得が削り取られていく)。こうした状況に鑑み、来るべき第三次安倍政権は輸出部門の為替差益を輸入部門、ひいては家計部門にどうやったら巧く再分配できるのかを必死に考えることになるだろう。「全体としてはプラス」はその通りにしても、「プラスは局所集中、マイナスは複数分散」という構図は政治的に容認され続けるものではないと思われる。

こうした状況下、まず実質賃金低下の主因となっている円安を抑止する必要があるが出てくる。だとすれば、2015 年のリスクシナリオとして量的・質的金融緩和(QQE)に政治的なブレーキが掛かり、何

² 直近ではハフィントンポスト日本版への寄稿『あいまいだったデフレの定義』(2014 年 12 月 5 日)をご参照ください。

らかの後退的修正(物価目標の1%への引き下げや、コアCPIからコアコアCPIへの変更、もしくは期間「2年」の修正等)を迫られるという展開は有り得る。その際、株価の調整は不可避だが、円相場はせいぜい110円を割り込む程度までしか調整しないかもしれない。あくまで円安は需給的要因に根差した相場現象と考えておくことが必要だろう。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚さずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状