

みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 4 日)

円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～

最近、円安功罪論を問われる機会が増えている。日々、多くの業種の企業の方々とお話をさせて頂いている経験から言わせて貰えば、円安の功罪が争点化しているのは学者やエコノミストのような決して世に通じていない人々の論壇だけで、「円安はもはや日本経済にとってコストでは正されるべき」が世論の大勢。現状、日本で起きているのはインフレ税による実質所得と実質消費の抑圧であり、言うまでもなく円安はこの現象に深く関わっている。多くの日本国民が円安のメリットよりデメリットに着目し、その緩和を訴えるのは自然な話だ。過去の本欄でも論じたように、円安功罪論の要諦は総論と各論で結論が違ふことを認めること。円安に関し「日本経済全体にとってプラス」という意見は未だ少なくないが、それはあくまで総論であって各論は異なる。また、足許ではその総論の説得力も各論の説得力に劣後しつつある。円安は社会における優勝劣敗の徹底を促す相場現象であり、格差拡大を助長していることは否めず。

～円安功罪論、再び～

2022 年 3 月に始まった円安局面において、断続的に「円安は良いのか、悪いのか」といった円安功罪論を問う議論が話題になりやすくなっている。日々、多くの業種の企業の方々とお話をさせて頂いている経験から言わせて貰えば、円安の功罪が争点化しているのは学者やエコノミストのような決して世に通じていない人々の論壇だけで、「円安はもはや日本経済にとってコストでは正されるべき」が世論の大勢と感じられる。事実、「まだそんなこと(円安のメリット)を言っている人がいるんですか」と言われた経験が筆者には複数ある。現状、日本で起きているのはインフレ税による実質所得と実質消費の抑圧であり、言うまでもなく円安はこの現象に深く関わっている。多くの日本国民が円安のメリットよりデメリットに着目し、その緩和を訴えるのは自然な話だ。円安功罪論は過去にも詳しく取り扱ったテーマだが、改めて論点を補足して取り上げてみたい。

～「総論 vs. 各論」を認めること～

円安功罪論の要諦は総論と各論で結論が違ふことを認めることだ。ある為替水準がプラスかマイナスかは経済主体ごとに違う。そして、どちらも間違っていないので議論はいつまでも平行線になる。

総論については 2022 年 1 月に日銀が展望リポートで計量分析とともに示している。当時、黒田前日銀総裁が「円安は日本経済全体にとってプラス」と連呼していたことから分かる通り、結論もその通りに導かれている。実際、こうした総論は直近の日銀短観(6 月調査)と整合的でもある。業況判断 DI に関し、大企業・製造業が予想外の改善を見せる一方、大企業・非製造業は悪化した。ヘッドラインとして報じられたのは前者である。その部分だけを切り取れば「円安によって企業の景況感が改善している」と受け止めた市井の人々は少なくないはずだ。単に名目 GDP が増えることだけをプラスと表現しているのであれば、確かに「円安は日本経済全体にとってプラス」である。

しかし、各論は総論よりも事情が複雑になる。当然だが、円安に伴うメリットやデメリットはその対

象となる経済主体が異なるし、程度も異なる。当該展望レポートでは円安に伴うメリットとして、①価格競争力改善による財・サービス輸出の拡大、②円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善、③円建て所得収支の増大を挙げている。一方、デメリットとしては④輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下が指摘されている。日銀の示す総論は経済効果に関し「①+②+③>④」というもので、「円安は日本にとってプラス」という結論に着地している。

ちなみに、これは当時の話で、植田体制の価値観は同じではないだろう。事実、植田総裁は「円安は輸入価格の上昇を通じて実質所得を下げる」と述べており、警戒心も垣間見える。とはいえ、現にゼロ金利の据え置きが続けられている以上、円安は修正すべき緊急課題とまでは捉えられていない印象もある。今も「①+②+③>④」という考え方にに基づき円安を擁護する向きは少なくない。

円安にまつわるメリット・デメリットのイメージ

		メリット・デメリット	備考	影響力の大小	経済主体
メリット	①	財・サービス輸出の拡大	海外生産比率の上昇、パンデミックなどで期待薄	小～中	グローバル大企業や輸出企業。
	②	円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善	企業収益は改善するが、それが賃金に波及せず	中	
	③	円建て所得収支の増大	過去10年で実証済み。円安唯一のメリット？	大	
デメリット	④	輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下	年々、輸入ペネトレーションは上昇中。資源高もあって注目されやすい。	大	内需依存型の中小企業や家計部門。

(資料) 日銀「展望レポート(2022年1月)」などから筆者作成。

～分配に賭ける円安擁護論～

各論の難しさは①～④の当事者となる経済主体はそれぞれ異なるという点だ。もっと言えば、①～③のメリットの中でも度合いはそれぞれ異なる。例えば、①の評価については多様な議論が存在する。当該報告書の中で日銀も、財輸出に関しては海外生産比率上昇や製品の高付加価値化などを反映し「(財輸出に対するプラス効果は)近年低下している」と分析していた。広く知られた事実である。むしろ、今の日本でクローズアップされるのはサービス輸出で、最近の旅行輸出黒字の急拡大は紛れもなく円安メリットの1つである(22年1月時点の展望レポートではパンデミック下だったので、ほとんど言及がなかった)。もっとも、その旅行輸出をもってしてもサービス収支赤字はデジタルや研究開発などの赤字もあって解消されず、貿易収支は相変わらず赤字であることから、①のメリットに力強さを感じるというほどではない。国内生産拠点の復元を望む声が多い現状からも分かるように、実際、①のメリットは弱まっているというのが通説だろう。日銀の認める通りだ。

なお、黒田体制が発足した直後から①のメリットが弱まっているという指摘はあった。しかし、「①がなくても②があるから円安はプラス」という主張が当時は盛んだった。要するに「円安で企業収益が増えれば賃金にも波及する」という考え方だ。現状、円安を擁護する論陣は②に賭けており、「円安→企業収益増加→家計部門の所得増加」といった論理を展開する。これ自体は相応に説得力がある。しかし、アベノミクス時代の円安を踏まえても、日本ではそうした分配機能が上手く機能しなかったという事実も認めねばならない。確かに昨年来、名目賃金は空前の人手不足で押し上げら

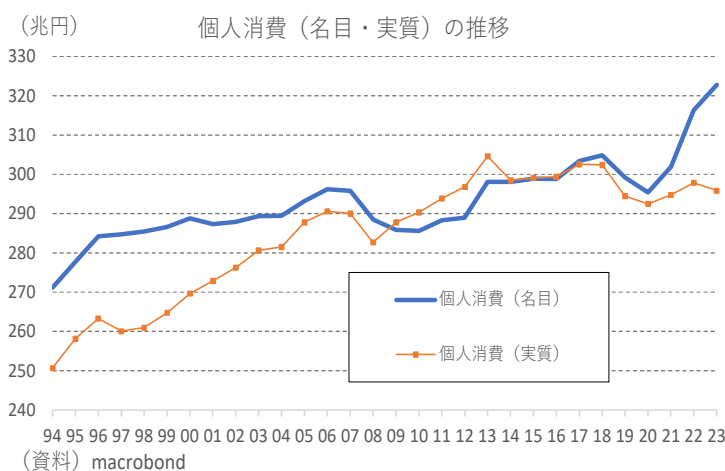
れているが、実質賃金は続落している。名目賃金への分配は生じているのかもしれないが、円安を起点とする輸入物価経由の一般物価上昇がこれを食い潰しているのだから②のメリットが発動しているとは言えない。そもそも名目賃金への分配を駆動しているのは恐らく人手不足であり、円安の寄与度は定かではない。いずれにせよ、円安を肯定できるかどうかはひとえに分配であり、歴史を踏まえれば、あまり期待できそうにないというのが多くの人々が抱く率直な感想かと思われる。

～メリットとは言えない所得収支の増大～

残る最後の円安メリットは③の「所得収支の増大」であり、展望レポートでは「近年強まっている」とされた上で「企業のグローバル化により、わが国の企業が海外事業から獲得する収益、及び配当等を通じたその国内への還流額は、着実に増加している」と結論付けられている。残念ながら、この点をメリットとして押し出すのは無理があるように思える。この点はしつこいほど議論しているので今回は割愛するが、今や第一次所得収支にまつわる最大の争点は「黒字額が増えていること」ではなく、それが「戻ってこないこと」である。第一次所得収支黒字が増えている以上、日銀が指摘するように、「国内への還流額」自体は増えているだろう。稼いだ黒字の一定割合が還流するのだとすれば、黒字額の増加に伴い還流額も増えることになる。しかし、同時に「還流しない額」も増えており、だからこそキャッシュフローベースで貿易サービス収支赤字を補填できず、「経常収支は実は赤字なのでは」というのが一大テーマになっている現状がある。それが円安の一因だと言われていることを踏まえれば、③をメリットと挙げることについては慎重さが必要に思える。どちらかと言えば③はメリットという話になるのだろうが、展望レポートで指摘するようにその影響力を「大」と見積もるのは疑問だ。

～デメリットを指摘する声は家計に限らない～

以上のようなメリット分析の一方、目下懸念されるデメリットである④は、円安の消費者物価への転嫁に関して「近年、強まっている」と記述され、展望レポートでは小さな紙幅しか与えられていなかった。その直後に「このように、近年の経済構造の変化を考慮しても、円安は<中略>景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる」という総論が導き出されるので、やや唐突感を覚える。円安がもたらす家計部門への悪影響はもはや多くの



の説明を要しないだろう。これは実質所得環境や実質消費の動きを見れば明らかであり、短観でも小売の景況感が明確に悪化している。図示されるように、個人消費の名実格差は歴然である。

こうしたデメリットは直感的に想像される家計部門への影響だけではなく、国内中小企業への影響も露呈しつつある。例えば日本商工会議所は6月28日に円安基調が中小企業の業績に与える影響の調査結果を発表しているが、ここでは「デメリットが大きい」との回答が54.8%と半数を超え、「メリットが大きい」は2.3%にとどまっている。ちなみに「デメリットが大きい」との回答は2023年11

月調査対比で+7.0%ポイントも増えている。「メリットもデメリットもない」は19.8%で前回対比▲4.6%ポイント減少である。その多くが「原材料、部品、商品等の仕入価格の上昇に伴う負担増」、「燃料・エネルギー価格の上昇に伴う負担増」と仕入れコストの押し上げをデメリットの具体例として挙げ、「仕入コスト上昇分を販売・受注価格へ転嫁できず収益悪化」という価格転嫁の難しさも訴えている。展望レポートで指摘するように「国内企業収益および消費者の購買力低下」は確実に起きており、その影響度は相応に大きそうに見える。なお、円安により外国人労働者の外貨建て収入が目減りするため求職が減少し、人手不足に拍車をかけているという声も見られている。

繰り返しになるが、企業の現場の方々と話せば話すほど「円安は日本経済全体にとってプラス」とはとても言えない現状がある。もちろん、そうしたミクロにおける最適解がマクロにおける最適解と一致しないという主張はあり得る。いわゆる合成の誤謬だ。しかし、現に分配機能が満足に働いていない以上、合成の誤謬を指摘したところで説得力はさほど大きくないように思える。

～総論と各論を繋ぐのは制度改革など～

繰り返しになるが、円安に関する「日本経済全体にとってプラス」という主張はあくまでメリットとデメリットを差し引きした総論であって、各論である「各経済主体の置かれた状況」とは一致しない。「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」の間に埋めがたい溝が未だ存在する。筆者は常々「円安は社会における優勝劣敗の徹底を促す相場現象」だと表現してきた。現状、あらゆる資産価格は急騰しており、資産を持つ者と持たざる者の格差は明らかに開いている。分配機能の働きは残念ながら不十分と言わざるを得ない。「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」、両者をつなぐ道をどのように構築・舗装し、分配機能を修復していくのか。これは、雇用や税などに関する制度改革といった大きな話になる。少なくともそれらは中央銀行の仕事ではあるまい。いずれにせよ円安功罪論争を直情的に「良い」・「悪い」と一言で総括するのは建設的ではなく、総論・各論の立場に整理した議論が必要である。その上で筆者は総論における「良い」の説得力が、各論における「悪い」の説得力に劣後しつつあると感じている。

金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の方え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしろ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～