

円安の「悪さ」はどこにあるのか

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. GDPにはプラスだがGDIにはマイナス

FRB（米連邦準備制度理事会）が、ここへきてタカ派色を一段と強めてきたことで、米金利が上昇、円/米ドル相場には円売り圧力がかかっている。こうしたなか、「悪い円安」を懸念する声が次第に大きくなってきている。

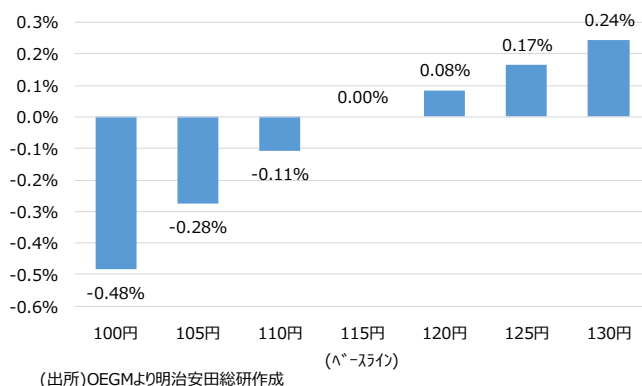
円高になったと言っては騒がれ、円安になったと言っては騒がれで、為替相場を巡る議論は容易に正解が見つからない。ただ、当研究所の経済モデル（OEGM）からは、130 円/ドルまで円安が進んでも、GDP に与える影響はプラスとの試算結果が得られる。

図表 1 は、2022 年の年間の為替レートが足元の水準に近い 115 円/ドルで推移するパターンをベースラインシナリオとし、為替相場が変動した場合の GDP への影響を見たものである。年間を通じて 120 円/ドルが続く場合は、ベースラインシナリオから GDP が+0.08%押し上げられる。130 円/ドルの場合は+0.24%押し上げられる。

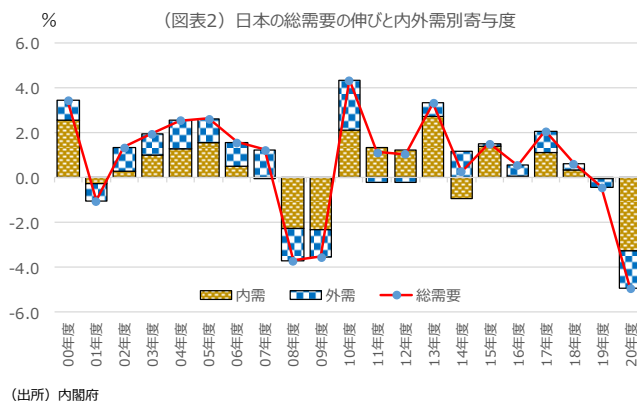
これは、日本が外需主導経済であることを考えれば、特段違和感を覚える結果ではない。事実、過去 20 年間の日本の総需要の伸びのうち、半分以上の 55%が外需、すなわち輸出であった（図表 2）。輸出に与える影響に絞ると、120 円/ドルで推移した場合は、+0.61%押し上げられる。130 円/ドルの場合は+1.77%大きく押し上げられる（図表 3）。反面、円安は内需の柱である個人消費に打撃を与える。120 円/ドルの場合、個人消費はベースラインシナリオから▲0.23%押し下げられる。130 円/ドルの場合は▲0.67%押し下げられる。

また、円安は交易条件（輸出物価/輸入物価）の悪化を通じ、所得面から見た概念である GDI（国内総所得）を押し下げる（図表 4）。これは、円安により輸入物価が輸出物価よりも大きく上昇することで（交易条件が悪化）、一単位の輸出「量」で購入できる輸入「量」が減る結果、実質的な購買力が弱まり、マクロベースの実質所得が低下することを意味する。言い換えれば、国内で生産した付加価値が、分配の段階で一部海外に流出する。日本

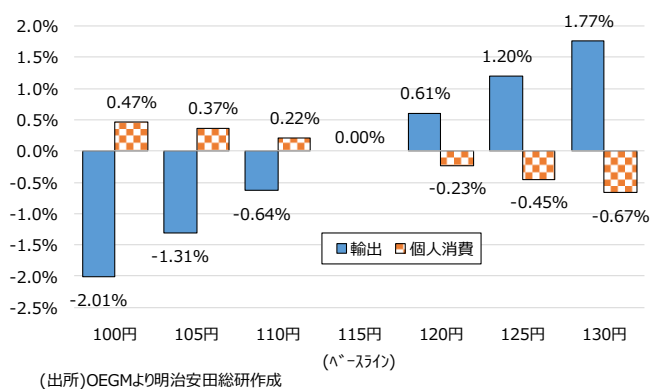
（図表1）為替変動の実質GDPへの影響



（図表2）日本の総需要の伸びと内外需別寄与度



（図表3）為替変動の輸出と個人消費への影響



の場合、輸出品の価格が国際競争などの影響でなかなか上がらないのに加え、輸入品の価格は原油などの一次産品価格の値上がり等から上昇しやすく、もともと交易利得はマイナスに振れやすい傾向があった。

国民の豊かさの実感により近いのはGDPよりもGDIである。また、円安で経済主体別ごとの格差が拡大すること、とりわけ損失を被るのが家計ということになれば、分配重視の岸田政権としては、いずれ円安を座視できない局面が到来しないとも限らない。GDPにはプラスでも、長年続く外需頼みの成長から脱却し、内需主導の自律的回復軌道に乗せないことには、いつまで経っても経済は安定しない。

2. 長い目で見た円安は国力の低下を示す

1990年代以降、長きにわたって外需主導の成長を余儀なくされてきたこともあり、日本の円高恐怖症、円安礼賛の風潮は根強いものがある。日銀も、1990年代後半以降、政策金利がゼロに接近するとともに、实体经济に直接働きかける波及ルートが細ってしまったことから、常に為替相場を横目で見ながらのかじ取りを余儀なくされてきた。この間、円の実質実効為替レートは均せば持続的な減価が続き、いまや1972年当時と同水準にある（図表5）。

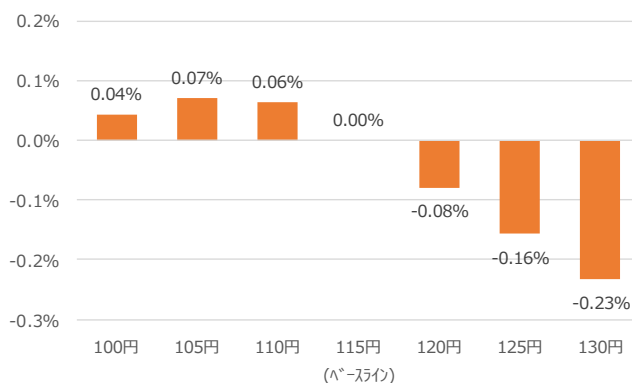
円安は短期的には景気を刺激するとはいえ、超長期的な円安トレンドは日本経済の衰退を意味する。日本の一人当たりGDP（名目、ドル）の順位は、1988年の時点では世界第2位だったが、1990年代後半の金融危機や、その後のデフレ不況を経験するなかで持続的な低下が続き、近年は23～25位近辺で推移している。先進40カ国中ではいつしか下から数えた方が早くなってしまった（図表6）。

主要国との差も開く一方である。1987年時点の一人当たりGDPは、米国の1.2倍、ドイツの1.5倍だったが、今や米国の60%、ドイツの80%にすぎない。欧米のみならず、足元の近隣アジア諸国にも次々に抜かれている。

NIEs各国と比較すると、1987年時点では香港の2.4倍、シンガポールの2.7倍、台湾の4.0倍、韓国の5.4倍だったが、2010年にシンガポール、2014年には香港にも抜かれ、足元では台湾と韓国の一人当たりGDPも日本の8割前後に迫っている。

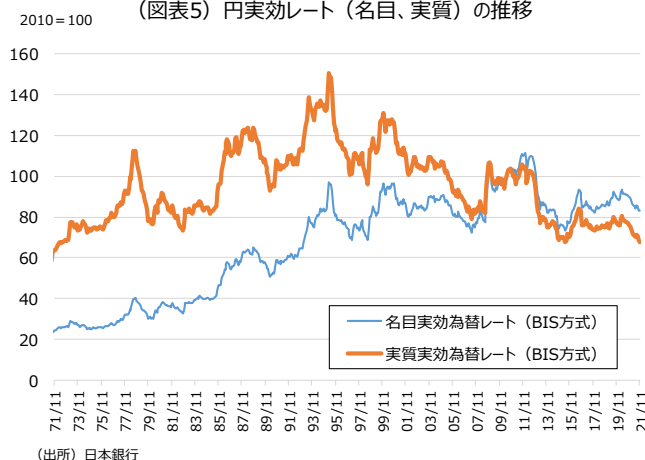
多くの国民が日本の経済力を感じるのは、海外旅行で円の購買力を実感する時だが、これまで人気だった旅行先でも、そうした体験ができる国はどんどん少なくなっている。それでも世界第3位の経済大国の座を維持

（図表4）為替変動の実質GDIへの影響

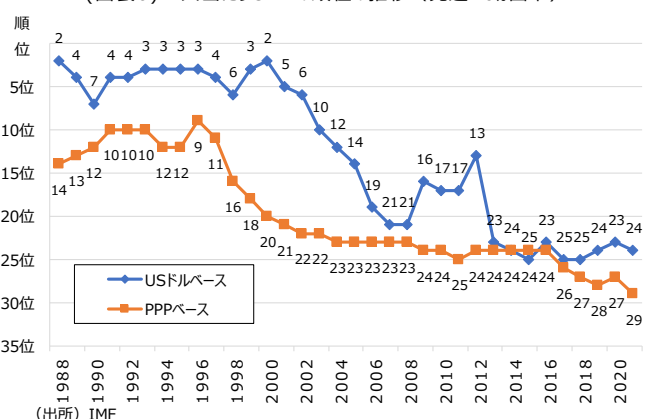


（出所）OEGMより明治安田総研作成

（図表5）円実効レート（名目、実質）の推移



（図表6）一人当たりGDPの順位の推移（先進40カ国中）



できているのは、人口が多いからに他ならない。この点、中国を揶揄している場合ではない。

毎年の順位は為替相場の短期的な変動に左右されるとはいえ、長期的には経済力を正しく反映する。それは、購買力平価ベースの一人当たり GDP が US ドルベース以上に、「安定的に」低下している点からも明らかである。その順位は US ドルベースより低く、2021 年は 29 位である。こちらは、2018 年に韓国に抜かれたばかりである。

一人当たりの GDP を見る限り、日本はもはや世界最高水準の経済力を誇る国とはとても言えなくなってきた。今後も円安トレンドが続けば、海外旅行はいずれ富裕層のためだけのレジャーになり、複雑労働者のみならず単純労働者まで海外に出稼ぎに行く時代が到来しないと限らない。長い目で見れば、強い通貨がその国の経済の強さを反映し、国際的な立場の強さや発言力にも影響する。未来永劫、円安に頼った景気回復を目指すわけにはいかない。

3. 注目される政府の対応

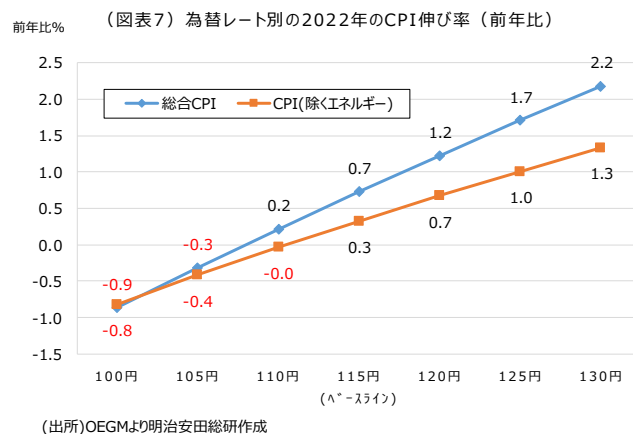
岸田政権はこの夏に、長期安定政権を築くにあたっての試金石となる参院選を控えている（7 月 10 日投開票で調整中）。輸入物価の上昇が個人消費を圧迫し、国民の不満が強まる展開は避けたいところである。輸入物価が一段と上昇するかどうかは、為替相場よりも原油価格次第の面が大きい。為替相場にも不満の矛先が向かう可能性がある。

かといって、短期的に何かできるめばしい手段があるわけではない。日本では、為替政策は財務省の所管だが、よほど動きが急でない限り円買い介入は考えにくく、経験もほとんどない。国が円高を望んでいることが明らかになったとたん、相場が逆方向にオーバーシュートするのも怖い。

財務省が、為替介入というある意味露骨な手段しか持ち合わせていないことから、場合によっては日銀に対し、金融政策面からの協力を求める機運が出てこないとも限らない。そうすると日銀は悩ましい。この機に乗じて、日銀にとっても重荷となっているマイナス金利を解除してしまうという選択肢もなきにしもあらずだが、黒田体制下で実施するには、これまでの政策の限界や誤りを認めることにもなりかねないことからハードルが高い。事務方の思いはともかく、黒田総裁にそうした意思はないだろう。それよりも、このまま静観し、物価目標に与える影響を見極めたいところである。

経済モデルでは、120 円/ドルまで円安が進んだ場合、総合 CPI ベースでは前年比+1.2%、エネルギーを除いたベースでは同+0.7%まで物価上昇が進む。130 円/ドルまで円安が進んだ場合は、総合 CPI ベースで前年比+2.2%、エネルギーを除いたベースでは同+1.3%までプラス幅が拡大するという結果が得られる（図表 7）。黒田総裁にとって、2%の物価目標の達成は悲願である。良い円安だろうが悪い円安だろうが、これが人々のインフレ期待の上昇に結び付いて、安定的に2%を維持できる経済環境をもたらすのであれば、むしろ望むところとも考えられる。

日銀はここまで、実態としては徐々に大規模緩和の戦線を縮小してきた。付利金利の対象範囲やプラス幅の拡大等を通じ、マイナス金利についても徐々に骨抜きを図ってきたが、物価目標未達下でできることには、アカウンタビリティの点で限界がある。物価目標の達成を待って堂々とマイナス金利を解除したいところだが、当然、円安による輸入物価主導でもたらされた物価上昇が持続的なものになるとは限らず、むしろそうならない可能性の方が高い。たとえそうであっても、いますぐ円安対応でなんらかの行動を強いられたくはないだろう。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。
掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411