

# 円安と日本経済をめぐる真実

## 企業は増益、家計は輸入価格上昇が重荷

円安が日本の対外的な交易条件を悪化させていると考えている方が多いが、そのような事実はない。むしろ、円安は国内の所得分配に大きな影響を与えており、企業部門の利益増加、家計部門の実質雇用所得抑制の効果を生み、株高の要因にもなっている。ただし、現下のドル円相場は、実質相場指数の長期的な平均値から大きく円安方向に行き過ぎている。まだ1〜2年は先のことであるが、円高方向への調整は不可避であり、長期的には円高回帰に備えたりリスクヘッジが報われよう。

### 円安は日本の交易条件を悪化させていない

行き過ぎた円安の悪影響を懸念する声が増えている。1ドル＝120円を超えたドル円相場は、インフレ調整後の実質相場指数で見ると、1980年代前半の超ドル高時代と同じほどの円安水準だ（図表1、13頁）。しかし、よく耳にする「円安が日本の交易条件を低下させ、実質で計った国民所得を損なっている」という主張は、事実に基づいていない。

い。

国民経済全体の交易条件は「輸出物価指数／輸入物価指数」で示される。輸出物価の輸入物価に対する相対的な上昇は交易利得をもたらし、逆の場合は交易損失となる。この交易利得・損失の変化は、2005年を起点とした値として国民経済計算の一部として内閣府から公表されている。アベノミクスの下での円安が交易条件を大きく悪化させたと思っ

ていない。国民経済全体の交易条件は「輸出物価指数／輸入物価指数」で示される。輸出物価の輸入物価に対する相対的な上昇は交易利得をもたらし、逆の場合は交易損失となる。この交易利得・損失の変化は、2005年を起点とした値として国民経済計算の一部として内閣府から公表されている。アベノミクスの下での円安が交易条件を大きく悪化させたと思っ

龍谷大学経済学部教授  
竹中正治  
たけなか・まさはる 79年東大  
経卒、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士（経済学）。著作に「稼ぐ経済学」（光文社）、「なぜ人は市場に踊らされるのか？」（日本経済新聞出版社）など。

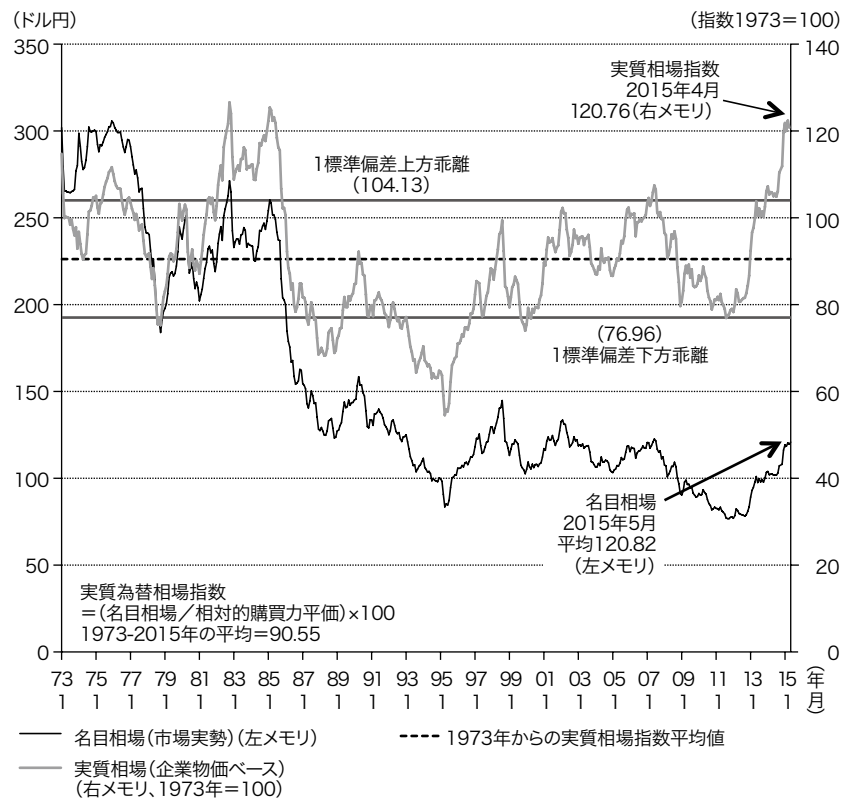
の変化を円相場の変化で8%しか説明できないことを意味する。

さらに12〜15年については、相関係数も決定係数もほぼゼロ近傍となり、両者の関係性は全く見られない（図表3、14頁）。意外かもしれないが、1990年代以前にはもう少し高い相関係数があった。ところが現在では両者の関係はとても希薄だ。その一方、交易条件と原油などドル建ての資源エネルギー価格指数との相関性は極めて高い。なぜだろうか。分かりやすく、輸出も輸入も全て外貨建てと想定して説明しよう。円安は、外貨建て輸出・

輸入双方の円貨額を増やすので、円換算の「輸出物価／輸入物価」で計算される交易条件は変わらない。円安で交易条件が低下するのは、輸出企業が外貨建て価格を引き下げ、場合だ。90年代以前の日本の輸出企業は量的拡大志向が強く、円安になると外貨建て価格を引き下げ、交易条

件低下を伴った輸出数量の増加が起った。ところがその後、日本の輸出企業の行動は次第に量的な拡張から採算重視にシフトし、円安で外貨建て価格を引き下げる度合いはかなり低下した。一方、輸入サイドで大きな比率を占める資源エネルギーについて

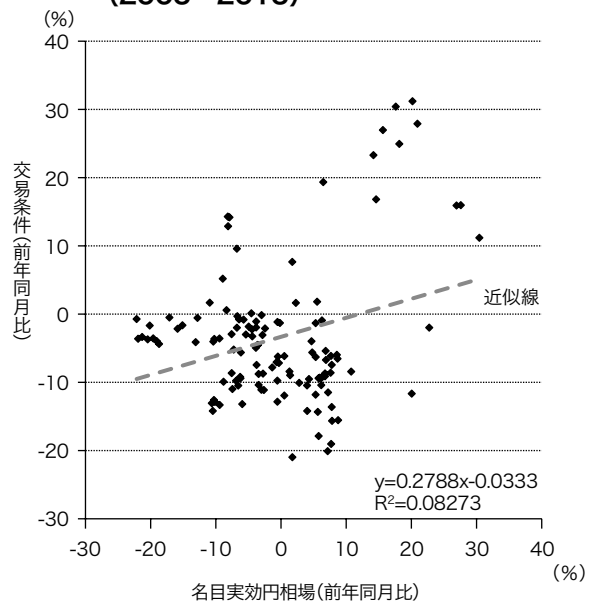
【図表1】ドル円の名目相場と実質相場の推移  
(実質相場指数:2015年4月末時点)



(出所)日銀、米国労働省のデータに基づき筆者作成

は、国際市場でドル建ての価格が形成されており、もとより円相場の変化がドル建て価格の変化を引き起こすことはほとんどない。こうした事情で「円安(円高)⇨交易条件の低下(上昇)」という関係性は極めて弱くなったのだ。

【図表2】名目実効円相場と日本の交易条件の変化  
(2005-2015)

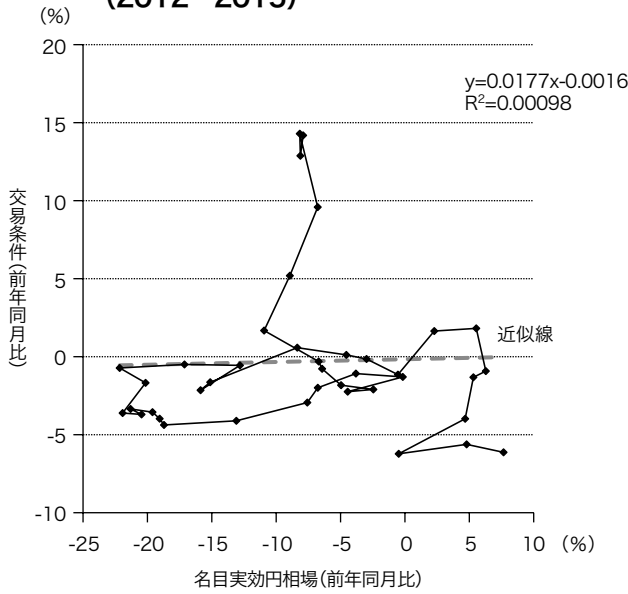


(出所)日銀

また、言うまでもなく、円相場とはかかわりなく、昨年暮れからの原油価格をはじめとする天然資源価格の急落は、日本の交易条件の目立った改善をもたらして始めている。これは日本経済にとって、実質国内総生産(GDP)以上に実質国民総所得(実質GDP+所得収支+交易条件変化)を増加させる順風となる。実際、実質国民総所得の伸び率(前期比年率)は2014年10〜12月期6.3%(実質GDP1.2%)、15年1〜3月期5.2%(実質GDP3.9%)と2期連続で高成

長だ。 **円安が企業利益を押し上げる構図** もつとも、日本の対外的な交易条件に影響がなくても、円相場の変化は国内の所得分配に影響を与える。次のこの点を考えてみよう。 図表4(14頁)は、企業の経常利益(法人企業統計による金融・保険を除く全産業)の対国民所得比率と名目実効円相場指数の推移だ。経常利益比率はすでに、リーマン・ショック前の水準を超えて、データの利

〈図表3〉名目実効円相場と日本の交易条件の変化 (2012-2015)



(出所)日銀

③の株式配当の増加は、もう少し早く動いているようにうだが、配当は利益からの分配なので、企業利益は配当による家計への分配前の状態を見ることになる。従って、円安の一次的な効果として輸出分野の収益増加のほとんどは、企業部門の利益増加となつて表れる。一方、輸入分野

かつてない高さに上昇している。実は国内を企業部門、家計部門に分けると、円安の第一次の効果としては企業部門の利益を増やし、家計部門の実質所得を抑制する効果がある。なぜだろうか。

家計が海外と直接に輸出入することは極めて僅少なので、ほとんど企業部門を通じて輸出入が行われている。円安により企業部門の輸出分野は、外貨建て輸出からの円換算収益が増える(円建て輸出でも価格引き上げの余地が生じるので価格を引き

上げれば収益は増える)。その収益が家計部門に波及するルートは①雇用増加②賃金増加③株式配当増加の3つが考えられる。しかし②の賃金増加は遅効的で①の雇用の増加により、労働需給がかなり逼迫してかからないと波及は起こらない。しかも、すでに述べたように、90年代以降の日本の輸出企業は量的な拡大よりも採算重視にシフトしているので、この経路の家計部門への波及は以前よりも一層遅効的となつていると考えられる。

では外貨建て取引では円安で仕入れコストの増加が起こり、当然輸入部門はその分だけ販売価格に転嫁しようとする(円建て取引でも海外の輸出入サイドから価格を引き上げられれば仕入れコストは増加する)。輸入部門の収益が円安でどの程度減少するかは、一次的にはこの転嫁率に依存している。

仮に100%価格転嫁できるのなら、企業部門全体の利益は円安による輸出部門の収益増だけ増えることになる。また、仮に50%前後の転嫁しかできないとしても、輸出入がおおむね均衡しているならば、輸出部門の経常利益増加が輸入部門の同減少を上回る。転嫁率ゼロ%の場合のみ、輸出部門の利益増をほぼ輸入部門のその減少が相殺することになる。

〈図表4〉名目実効円相場指数と企業経常利益(全産業、除く金融・保険)の対国民所得比率



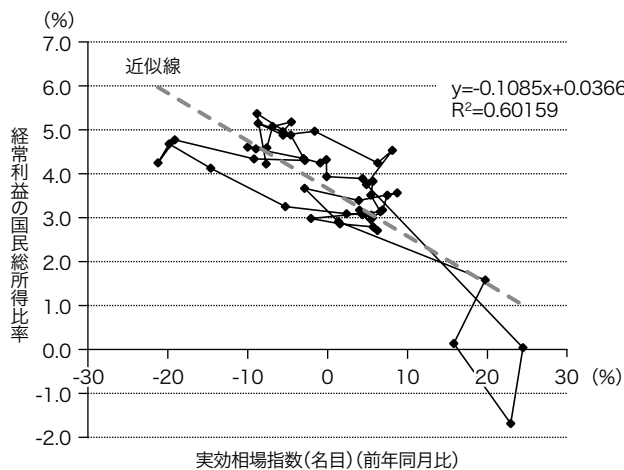
— 経常利益/国民総所得(名目)(%) (左メモリ)  
— 実効円相場(名目)(右メモリ)

(出所)日銀、財務省(法人企業統計)

実際の転嫁率は実証的に計測するしかないが、100%とゼロ%の間のはずだ。その結果、円安の一次的な効果として、企業部門全体の利益は増加し、家計への波及は遅効的と考えられる。

輸出入を通じた効果の他に、さらに日本企業の直接投資による海外事業の趨勢的な拡大の結果、海外子

〈図表5〉名目実効円相場指数と経常利益(製造業)の名目国民所得(2003-2015)



(出所)日銀、財務省、内閣府

図表6は、経常利益比

社からの受取配当金など金融収益が増えているが、これも外貨建てであり、円安により経常利益を押し上げる。

以上の推測が正しければ、過去に遡って、例えば円相場の変化(名目実効円相場指数の前年同月比を使用)と、企業部門の経常利益(法人企業統計の金融・保険を除く全産業)の国民所得に対する比率の間に、円安(円高)⇨経常利益比率上昇(低下)という相関関係が見られるはずだ。

まず2003～15年の期間で見ると(図表5)、決定係数 $R^2=0.60$ 、相関係数マイナス $0.78$ と非常に高い有意な関係性が出た。ただし、対象期間を1990年代まで遡ると両者の関係性は低下し、さらに80年代まで遡ると関係性はほとんど消えてしまう。従って、これは90年代以降に登場した関係性だと受けとめておこう。

もちろん、企業部門の経常利益の変化は、円相場だけでなく景気全般の影響を受けている。そこで、景気動向指数CI(先行)の前年同月比変化と、上記の名目実効円相場の前年同月比変化の二つを説明変数(要因)にして、経常利益の国民所得比率との関係性を計測(重回帰)すると(対象期間…2003～15年)、決定係数 $0.68$ となり、有意で高い関係性が確認できる。これは景気動向指数と円相場の二つの変数で、経常利益比率の68%が説明できることを意味する。

率の実績値と上記の回帰分析で得られた推計値とを並べたものである。推計値がおおむね実績値の変化をなぞっていることが分かるだろう。こうして見ると、アベノミクス・黒田緩和による円安が第一次的には(短期・中期では)、企業部門の利益増加を後押しする効果が顕著であり、賃金を通じた家計所得への波及は遅効しているという現状とその仕組みが明らかになったと思う。

1990年代以前の日本の輸出企業のように、もつと量的拡大志向が強ければ、企業利益から雇用・賃金への波及はもつと迅速なものになっただろうが、2000年代以降はその波及が以前より遅行するようになっていっていると言える。取引条件と円相場の関係性が希薄化したのと同様に、これも企業行動が量的な拡大

〈図表6〉企業経常利益(全産業、除く金融・保険)の対国民所得比率、実績値と推計値



(出所)日銀、財務省、内閣府データに基づき筆者推計

志向から利益率重視へシフトをした結果だと考えられる。

これ以上の円安は不要だが、筆者は「だから円安はけしからん」とは考えていない。もしそう思うのなら、政府が円買い・ドル売り介入でもすれば、市場参加者は驚き、即座に円買い、日本株売りに動くだろう。しかし、それでは民主党政権時代の12年までの円高・株安・デフレの三重苦の世界に戻ってしまうだけで、

景気の回復も頓挫するだろう。

また、円安でも企業が外貨建て輸出価格を下げないので輸出数量が全く伸びない、というわけではない。1ドル＝80円の時には採算が合わなかった輸出品目でも、1ドル＝120円ならば採算に合う輸出品目が増える。その結果、輸出数量が拡大する効果は、以前より程度は弱いものの発生する。また輸出全体の約4割程度を占める円建て輸出は、輸出企業が価格を引き上げなければ、輸入先の現地通貨換算の価格が下がるので、やはり輸出数量が増加する効果がある。雇用情勢の改善は持続し、賃金への波及も遅ればせながら動き始めているので、今は日銀と政府は現状の政策スタンスを変えるべきではない。

### 長期的には円高方向への揺り戻しが不可避

ところで、今次の円安も長期的には持続せず、いずれ調整局面を迎えるだろう。最後にその点を説明しよう。冒頭の図表1をもう一度見ていただきたい。これは日本の企業物価、米国の生産者物価で計算した相対的購買力平価（1973年起点）に基づいたドル円の實質相場指数の推移である（相対的購買力平価について

は、公財・国際通貨研究所がサイトで公開している）。

市場相場（名目相場）は、相対的購買力平価からの乖離と回帰を繰り返す。そのことは、市場相場を相対的購買力平価で割って算出した實質相場指数が、長期の平均値を中心に振幅を繰り返すことを意味する。平均値も時間の経過で変動するが、73年を起点に10年経過後から計算すると平均値は極めて安定している。

図中に描いた上下の平行線は平均値から1標準偏差分上下に乖離した水準であり、市場相場は3分の2の確率で平行線内部にとどまる。冒頭で述べた通り、目下の円相場は実質で見ると、「超ドル高」と言われた80年代前半とほぼ同じ円安水準にある。日本が物凄いインフレ高進にならない限り（その場合は、相対的購買力平価が円安方向に大きくシフトするのだが、その可能性は極めて低いと考えている）、長期的には「平均への回帰」として円高への揺り戻しが起こるだろう。

今後の日本経済の望ましい道が、過度なインフレも、デフレへの後退も回避しながら、景気回復の持続と穏やかなインフレの達成にあること

は言うまでもない。筆者はこの楽観的なケースの実現可能性が高まっていると思う。円安を背景にした企業利益の急伸や、株価や不動産など資産価格の上昇による消費の増加（正の資産効果）に支えられ、日本経済は消費税率引き上げ後の低迷から抜け出しつつある。原油価格の下落で消費者物価指数（総合）は前年同月比で当面ゼロ近傍の伸びとなるが、既述の通り、實質国民所得は交易条件の改善もあり、2四半期連続で高い伸びとなっている。遅ればせながら賃金も増加し始めれば、穏やかなインフレへの移行がようやく地平線上に見えて来るだろう。

ただし、インフレ率2%が安定的に実現された状況下では長期国債利回りの2%、ないしそれ以上の上昇（価格の下落）が最終的には不可避であるし、現在の行き過ぎた円安の調整（円高）もまた不可避であろう。まだ1、2年以上先のことだろうが、その調整が急激なものになれば、景気や株価への負の衝撃が起こり得る。将来の円高への揺り戻しが不可避であることを想定した円高リスクヘッジが、長期的には報われるだろう。