

時論

「円安悪玉論」の誤解と本質

対ドルで24年ぶりの安値となった為替円安が諸悪の根源扱いされている。数年前までは為替の悪役と言えば専ら円高であったが、様変わりである。

すなわち、①円安は資源価格の上昇と相まって輸入物価を押し上げ、②構造的に輸出が伸びにくくなっている中、輸入金額ばかり膨らませて貿易収支を赤字化させ、③交易条件を悪化させて国内所得を流出させ、④そうした動きが更なる円安を促し、⑤日米インフレ率格差が日米金利格差を拡大させ、円安は長期化する—という「円安悪玉論」「円安と貿易赤字のスパイラル論」「円安不可避論」が唱えられ、さらには円安をもたらし、放置しているとして、超金融緩和スタンスを変えない日銀も批判されている。

こうした「円安悪玉論」等は全くの間違いではないが、オーソドックスな理論と諸データから検討すると、その理解はやや不正確であり、本質的でもないのではないかと。

第1に、円安は輸入物価急騰の一因ではあるが、主因は資源価格の高騰である。

これは、①輸入品の国際市況の変動、②為替の変動—の両者の影響が反映される「円ベースの輸入物価」と、①のみが反映される「契約通貨ベースの輸入物価」の差異から判断でき、円ベースの輸入物価上昇の約7割は資源価格の高騰によるものであり、円安の寄与度は3割程度に止まっている。

円安は資源価格高騰と時期が重なったために、実態以上に輸入物価を押し上げる“共犯者”扱いされたとと言える。アベノミクス前半(2013～2016年)も為替円安により輸入物価は相応に上昇したが、この時期は資源価格が落ち着いて推移したためか、デフレ脱却が最優先課題だったためか、今日ほど円安が悪玉視されることはなかった。

円安が輸入物価上昇の主因として悪玉視されるかどうかは資源価格の騰落次第のようであり、資源価格が高止まりすれども上昇ピッチが鈍化すれば、円安悪玉論も徐々に沈静化するのではないかと。

第2に、輸出数量は構造的には伸びにくくなっていることは確かであるが、輸出金額が増加し(足元でも前年比+15%前後増加)、貿易赤字は頭打ちから縮小に向かうことは十分あり得る。

円安になれば、多少なりとも輸出品のドル建て価格は低下するので価格競争力は増し、円建て価格は上昇する。このため、円安当初は輸入物価の上昇幅が輸出物価を上回るため貿易収支は赤字化方向に進むが、やがて数量・価格両面から輸出金額の増勢が増す。一方、輸入金額は輸入数量の頭打ちにより増勢は鈍化する。このため貿易収支は黒字化方向に向かう。いわゆる円安のJカーブ効果である。

これまでは円安進行が続いたことから、先行する貿易赤字拡大効果が連続かつ累積した。これに資源価格も高騰が加わったため、円安が貿易赤字をもたらした主因とみなされ、悪玉視された。

今後については、コロナ禍、ウクライナ危機、半導体の供給制約等の不透明要因もあるが、世界的には経済活動に再開が進むことから輸出数量も緩やかに増え、Jカーブの貿易黒字拡大効果が徐々に顕在化するだろう。かくして「円安になっても輸出は伸びず、貿易赤字が続く」と決めつける必要はない。

第3に、「円安と貿易赤字のスパイラル」という表現には、「貿易赤字は良くないことだ」との価値判断が窺われるが、貿易収支の表面的な赤字・黒字のよし悪しを論じて意味はなく、その要因・背景を洞察しなければ意味がない。

例えば、輸入数量が輸出数量を上回ることに起因する貿易赤字であっても、輸入によって国内の消費

や生産活動に必要な原材料需要が満たされ、供給制約による物価上昇を抑え、内需も輸出も拡大しているのであれば、貿易赤字には何の問題もない。

今日の日本経済は、輸入物価が原材料を中心に上昇している中、そのコスト上昇分を輸出物価に転嫁し切れず貿易赤字となり、交易条件も悪化して国内所得が流出している。これは良くない姿である。だがそもそも日本の交易条件は長期的に低下傾向にあり、昨日今日始まったことではない。為替が変動する中であっても交易条件がほとんど変わらない米国・ドイツとは対照的な姿である。

従って、円安と結び付けて問題視すべきは貿易赤字そのものでも交易条件でもなく、円安になると交易条件の悪化を招く日本のグローバル競争力・付加価値創出力の低下であろう。

第4に、日米のインフレ率格差を背景とした日米金利格差により、円安は長期化するとロジックはもっともらしく聞こえるが、「良いとこ取り」の面がある。日米金利格差は確かに円安要因だが、日米インフレ率格差単独では円高要因となる筋合いにある。長期的な為替相場の趨勢を規定する購買力平価の理論では、インフレ率の低い国の通貨が高くなるためである。

日米の現状をみると、消費者物価上昇率は米国が日本を大きく上回っているばかりか、米国では「賃金と物価のスパイラル」という質の悪い国内産インフレが発生している。これは国内産インフレの動向を表すGDPデフレーターをみると、米国は加速の一途を辿り、2022年1-3月期では前年比+6.9%の大幅上昇となっていることから窺われる。インフレという点では、表面上の数字だけでなく、その中身も米国のほうが日本より深刻な状況であり、この点からみれば明らかな円高ドル安要因が存在していることになる。

だが市場では、日米インフレ率格差は金利格差をもたらず円安要因としてのみ材料視され、円高要因としてはほとんど無視されている。なぜこのような「良いとこ取り(悪いとこ取り?)」の動きとなっているのか。

おそらくは、米国より安定した日本のインフレ率は、日本経済の好パフォーマンスの結果ではなく、デフレからやっと脱却できた程度の日本経済の低成長、低生産性の表れとみられているためではないか。

円安の要因は「日米の金利格差に加え、インフレ率格差が円高要因にならないほど日本経済の成長への期待・信頼が低い」と説明すべきであろう。

以上のことからみて、円安悪玉論は徐々に沈静化し、円安と貿易赤字のスパイラル懸念も懸念に終わるとみられる。だが、円安の根底に日本経済の成長力、競争力、付加価値創造力の低下があるとすれば、円高基調への早期転換は見込み難いのではないか。

この見立てが妥当であれば、輸入物価高騰や貿易赤字拡大の主因として円安を挙げ、円安をもたらした張本人として日銀をやり玉にあげ、政策スタンスの大幅変更を迫るのは少々ペイント外れであろう。

「円安・円高どちらが得か、どちらを目指すべきか」という議論も建設的ではなからう。「成長力・生産性・競争力が高く、インフレでもデフレでもない物価状況が持続し、財政も健全であり、市場でも信用力が高く評価され、「結果として緩やかな通貨高(日本で言えば円高)が進む」という姿を目指すべきだろう。

円安悪玉論の議論を交わしても、それは日本経済の本質的な問題から目を背けた空しい犯人捜しをしているだけなのかもしれない。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。