

恩典的円安の時代、 企業はビジネスモデルの再構築を

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

要点

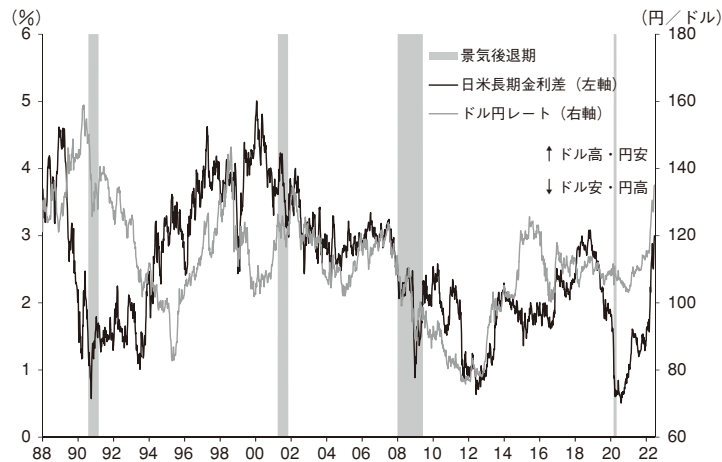
- ① 3月中旬以降の3か月間でドル円レートは20円の急落となった。円安要因が山積していたのは既知の話、だがこの突然の急落は市場参加者の意表を突いた。市場参加者は循環論にとらわれて、底流で進行している日本円の長期トレンドを見落としていたのかもしれない。
- ② 底流で構造的円安が進行しているのではないか。懲罰的円高の時代（為替水準が購買力平価を上回り競争力に追加的負荷を与える時代）がはっきり終わり、恩典的円安時代（為替水準が購買力平価を大きく下回り、競争力を押し上げる時代）に入った可能性がある。
- ③ 為替論は長期、国益を基準に語られるべき、短期、個別主体で見れば「円安は良いor悪い」の得失両論が相半ばし、結論は出ない。しかし長期・国益ベースでは円安に大きな利点がある。積極的金融緩和姿勢を堅持する日銀のスタンスは国益という観点から評価できる。短期・自己利害に基づく財界・政治家・メディア・一部エコノミストの悪い円安批判は近視眼的。円高対応のビジネスモデルを構築してきた日本企業は円安というニューノーマルに対応する英知が望まれる。

(1) 円独歩の急落、市場参加者の意表を突く

円を巡るパーセプションの変化

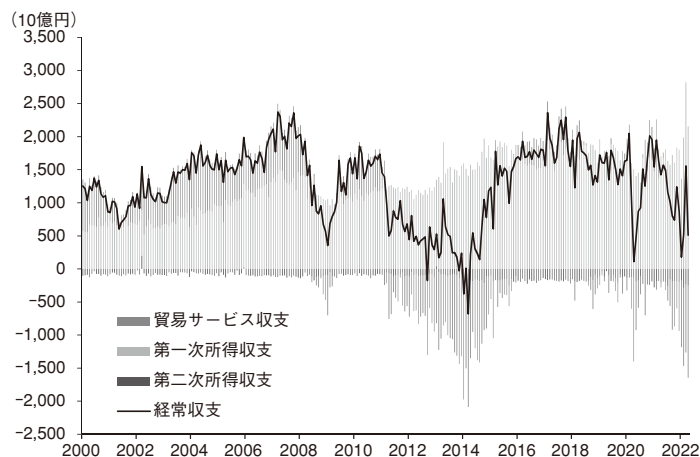
3月中旬以降の3か月間（3/10 115円／ドル➡6/14 135円／ドル）でドル円レート

(図表 1) ドル円レートと日米長期金利差



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 2) 日本の経常収支と貿易収支推移



(出所) 財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

は20円の急落となった。①米国の金融引き締めによる金利差拡大、②日本の貿易赤字転落、③膨大な資金流出（米株投資、債券投資、グローバル直接投資M&A）など、円安要因が山積しており、120～130円への円安予想は方向としては筆者の想定通りだが、これほどの急激な円安は意外であった。

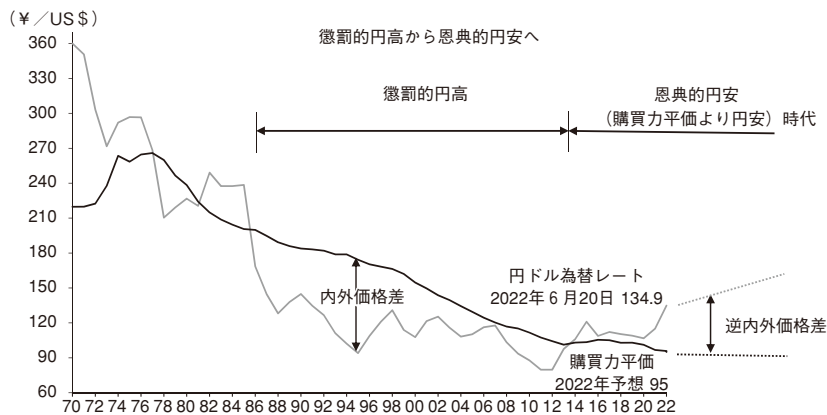
米国長期金利の2.0%（3／10）までの上昇に対してドル円レートは動かなかったが、

(図表 3) 主要通貨の対円レート推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 4) 購買力平価とドル円レートの推移、内外価格差と逆内外価格差



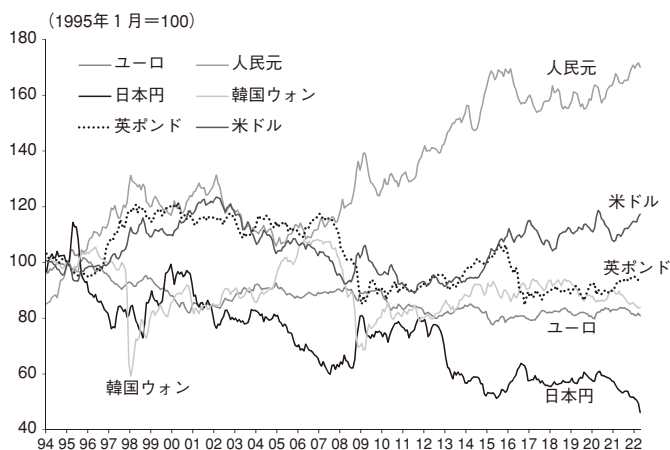
(出所) OECD、武者リサーチ

以降堰を切ったような円安となった。引き金は米国の金利引き上げによる金利差拡大であるが、円の下落は金利差のみでは説明できない急激かつ大幅なものであった。円はすべての通貨に対しての独歩安であること、有事の円買いが起きなかったことなど、円を巡るパーセプションの根本的転換が起きている可能性がある。

円安を阻止する要素が見当たらない

為替レートは基本的に2国間の景況感格差、インフレ格差、金利格差によって循環変動

(図表 5) 主要国の実質実効レート推移 (1995年 1 月=100)



(出所) BIS、武者リサーチ

する。また為替のレベルはおおむね購買力平価で決まる。日本円の購買力平価 (OECD) は2021年で97円、2022年には95円以上に上昇するもの見られている。よってそこからの大幅な乖離は無く、円安にも限界があるというのが市場関係者の観測であったが、今回その常識が大きく破られた。

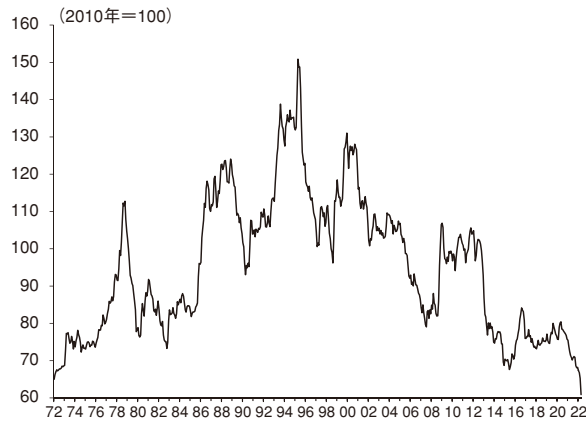
となると円安を止める理由が見えなくなってくる。進む一方の金利差とインフレの格差、日本の貿易収支悪化、に加えて今後円安が進むとの見通しが優勢となれば日本からの資本流出が加速する。唯一の円安阻止要素は日銀の金融引き締め政策のみということになる。突如として円安マグマがたまっていたことが露呈したのである。

(2) 懲罰的円高から恩典的円安の時代へ

円高、円安一方方向に動く日本円の歴史的特質

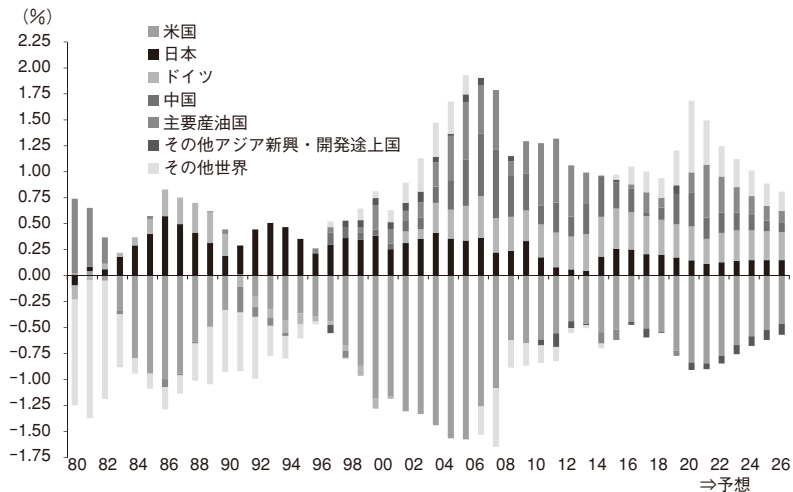
通貨の長期トレンドを振り返ると、日本円と中国人民元の特異性が際立つ。図表 5 は主要国通貨の実質実効レート (= 通貨の実力と市場レートとの乖離) を示したもののだが、ドル、ユーロ、英ポンド、韓国ウォン等がほぼ +20% と -20% のレンジ内で循環しているのに対して、日本円だけは一貫して低下している。図表 6 を見ると、変動相場制が始まった 1970 年代初頭から 1995 年までの一貫した上昇 (67→150)、1995 年以降 2022 年までの一貫した低下 (150→65) と、一方方向の動きが鮮明である。(なお日本円とは逆に中国人民元は 1995 年以降一貫した上昇 (1995 の 100 から 2021 年 170 へ) を続けている。かつての日本と

(図表 6) 日本の実質実効レート (2010年=100)



(出所) 日本銀行、武者リサーチ

(図表 7) 各国・地域の経常収支対世界GDP比



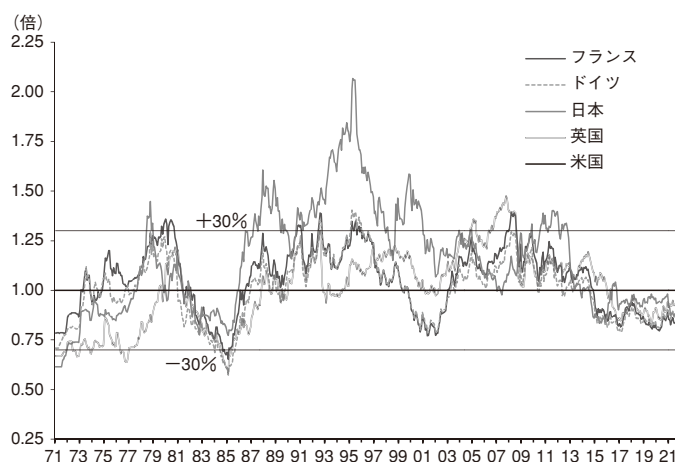
(注) 主要石油輸出国はアルジェリア、アゼルバイジャン、バーレーン、イラン、イラク、カザフスタン、クウェート、リビア、オマーン、カタール、サウジアラビア、シリア、トルクメニスタン、UAEを含む

(出所) IMF、武者リサーチ

同様、中国の長期にわたる競争力低下が予想される)

中国はおいておくとして、日本円だけになぜ大きな長期的トレンドが存在しているのだろうか。それは一時期日本の価格競争力が極端に強くなり、それを抑制するための市場の力(経済合理性)と覇権国米国の力(米国国益)が作用したからに他ならない。為替水準

(図表 8) 主要国通貨の購買力平価からのかい離率



(出所) 経済協力開発機構 (OECD)、ブルームバーグ、武者リサーチ

の決まり方には自ずからルールがある。①各国はお互いに貿易をしているのであるから、どちらかに一方的に有利であったり不利であったりすることのないように、また②国際通商が持続されるためには貿易収支などの不均衡が一方方向に拡大しないように動く必要がある。

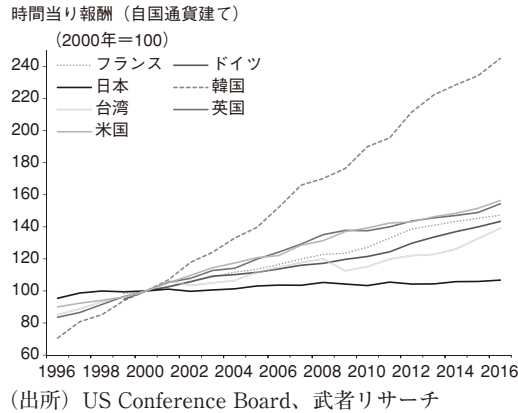
強すぎた日本の競争力、懲罰的円高の発生

日本は固定相場時代もそれ以降も競争力の強さに比べて通貨が相対的に安く、貿易黒字を大幅に積み上げてきた。1980～1990年代の日本の圧倒的強さは近隣破壊的であり、図表7に見るように世界で唯一最大の黒字創出国であった。為替レートでそれを是正するためには、過度の通貨高を引き起こす必要があった。覇権国かつ基軸通貨国の米国はそのような懲罰的円高を日本に強く求めた。図表8に見るように日本円は1980年代後半から2001年、および2009～2013年にかけて購買力平価を3割以上も上回る懲罰的円高に見舞われ、日本の競争力は著しく劣化し貿易黒字は消えた。

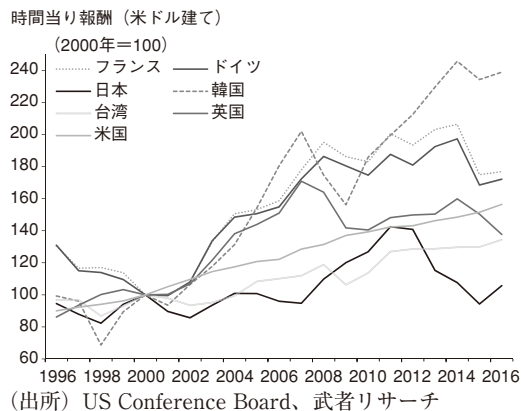
円高が日本の賃金低迷の主因

懲罰的円高の結果日本に強烈な賃金引き下げの圧力がかった。図表9に見るように円ベースでの日本の賃金は2000年以降年間全く上がらなかった。しかしドルベースで見れば2013年頃までは日本の賃金も、米国並みの上昇を続けていた。つまり日本の円ベースの賃金抑制は円高の結果高くなりすぎた日本の賃金水準を国際水準に引き戻すためにもたらされたもの、と考えられる。

(図表9) 主要国実質賃金推移 (各国通貨建て)

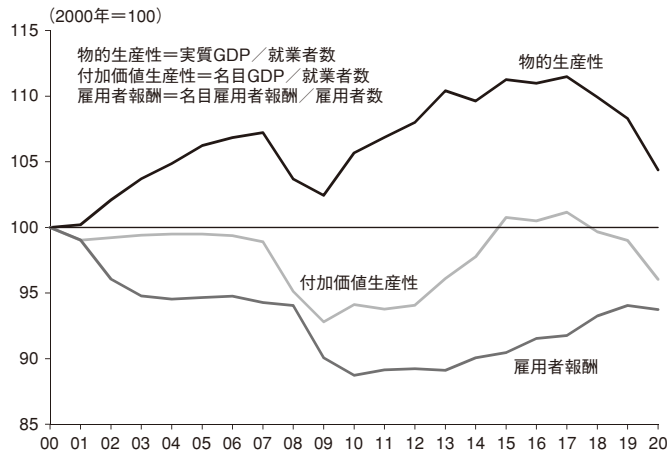


(図表10) 主要国製造業賃金推 (ドル建て)



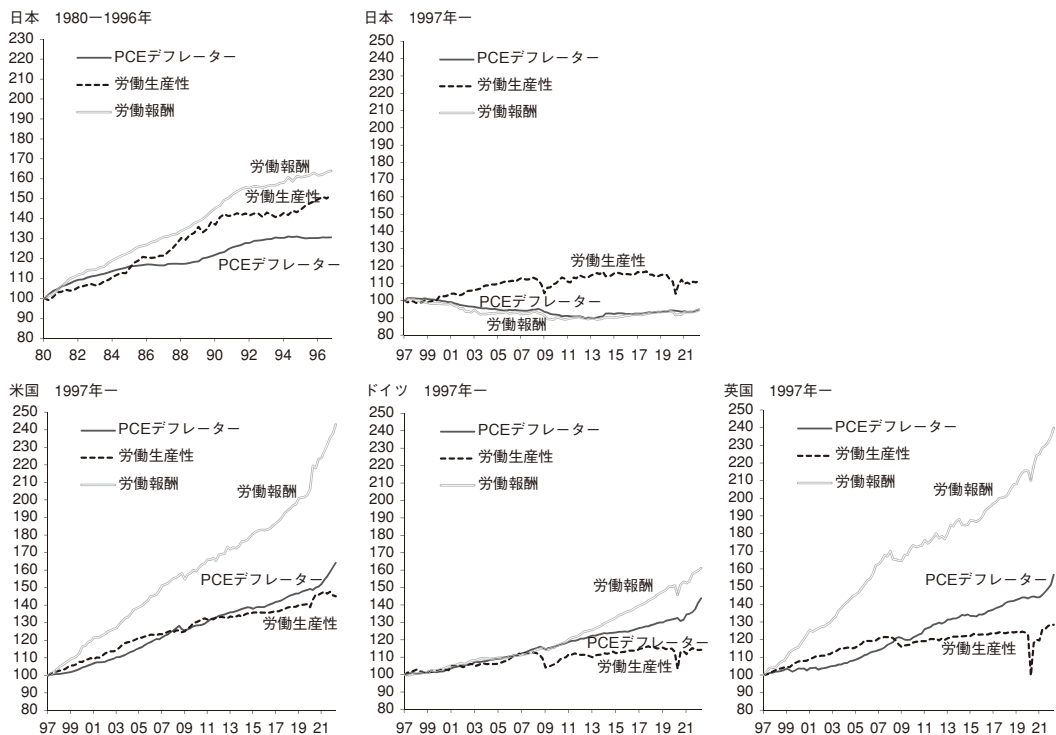
図表11は日本企業の生産性と労働報酬の推移(連合資料をアップデートしたもの)だが、日本企業においても他国並みに物的労働生産性が上昇していたことがわかる。にもかかわらず、付加価値生産性は全く上昇していない。円高とデフレによる売価下落により、生み出された価値は買い手に奪われたのである。しかし企業は労働報酬を引き下げ利潤と研究開発投資・海外投資の原資を確保し、ビジネスモデルの転換を成し遂げた。賃金抑制→デフレは日本企業が円高下でビジネスモデル転換を推進するためのコストであったという側面もある。図表12は日米英独の企業の生産性と物価、労働報酬の推移を比較したもの(日本総研の山田氏作成図表をアップデート)だが、超円高となった直後の1997年以降の日本だけが、賃金も物価も生産性を大きく下回り続けたことがわかる。生産性以上の物価と賃

(図表11) 物的生産性、付加価値生産性、雇用者報酬の推移



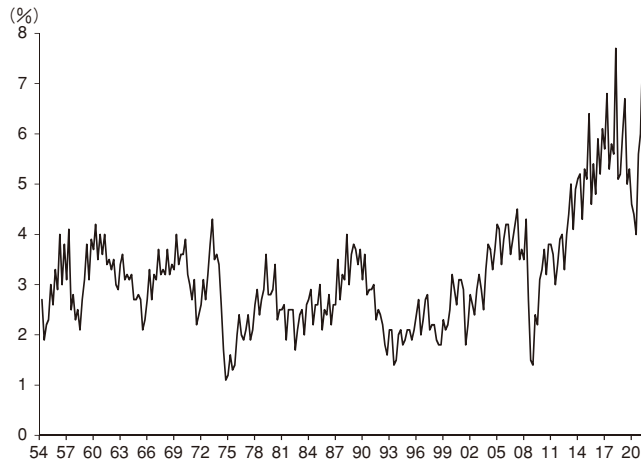
(出所) 内閣府、武者リサーチ

(図表12) 日米英独の企業の生産性と物価、労働報酬の推移を比較



(出所) OECD、武者リサーチ、日本総研山田氏

(図表13) 日本企業（除く金融）の売上高経常利益率



(出所) 財務省、武者リサーチ

金上昇は世界の常識なのに日本は全く逆だったのである。

恩典的円安時代が見えてきた

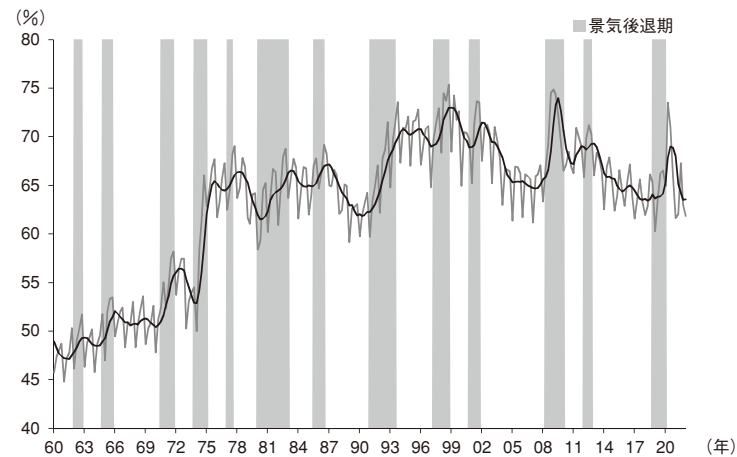
しかし今、貿易赤字国に転落したことで、日本は恩典的円安の時代に入っているのではないだろうか。つまり購買力平価から相当程度（3割以上）安い為替レートが維持され、日本の価格競争力に為替面からの恩典が与えられる時代である。今回も経済合理性とともに、脱中国のサプライチェーンを構築しようとする米国の国益が、恩典的円安を推し進めるし支えとなるだろう。米中対決最前線であり、中韓台に集中している世界のハイテク生産クラスター再構築には、円安が必須となる。これまで円安局面では常に牽制を続けてきた米国がこの円安に対して全く無言であることは、米国国益のシフトを物語っている、とは言えないだろうか。

購買力平価を大きく下回る円安が定着し日本企業の価格競争力が顕著に回復し、企業収益が史上最高を更新している。法人企業の売上高経常利益率は高度成長期から2012年頃までの2～4%水準から大きく上昇し、7～8%となっている。企業により賃金引き上げの原資が備わりつつあることがわかる。また国内生産コストが円安で低下したことで工場の国内回帰の必要性が高まってくる。また輸入品をより安価な国産品に切り替える動きが強まってくるだろう。

恩典的円安で日本にハイテク産業集積が戻る

注目されるのはTSMCの熊本工場のアップグレードと増強である。日本のコスト高を補

(図表14) 日本の労働分配率推移



(出所) 法人企業統計、武者リサーチ

填すべく政府が4,700億円の資金供与を決めたが、1ドル130円になると日本工場のコスト競争力が大きく高まる。台湾一極集中のTSMCは工場の多国分散を図らざるを得ないが、日本に大きな生産集積を構築していくと想定される。白川日銀時代の1ドル80円以上の円高でエルピーダメモリが破たんしてマイクロンテクノロジーに買収されたが、今日日本のマイクロン広島工場が最も高収益の工場になっているはずである。日本が一度失ったハイテク産業集積を取り戻す可能性は大きく高まってくると言えよう。

デフレ脱却の鍵が恩典的円安を持続させることにあるといえる。

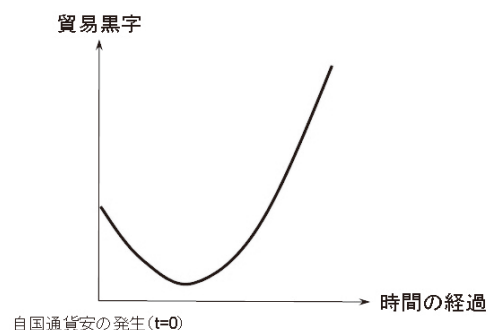
(3) 通貨高が国力を衰弱させた大英帝国と日本

長期国益の観点から円安が良い

メディアでは輸入物価の上昇が家計を直撃するので「円安は悪い」との議論が多い。経営者も、経済同友会の桜田謙悟代表幹事は「適切な水準だとはとても思えない」「輸出企業だけが日本経済を引っ張っているわけではない」と悪い円安論を展開している。野口悠紀雄氏など多くのエコノミストも円安は日本凋落の現れ、放置するべきではないと主張している。確かに、黒田日銀総裁も指摘する通り急激な変化は混乱を招くのでスムージングの調整は必要だが、円安という趨勢に抵抗するべきではないと考える。

確かに円安は輸出業者にプラス、輸入業者にはマイナスなど、関係者によって短期では利害得失が相反する。しかし長期的に日本の国益、日本経済の繁栄を考えればとてもいい

(図表15) Jカーブ効果



円安（自国通貨安）によって短期的に貿易収支の赤字が増えるが、その後反転し、貿易収支の黒字が増える。これがJの字のように見える。

（出所）武者リサーチ

ことである。円が弱くなれば輸出が増え輸入が減る、また海外移転工場の国内回帰、輸入品の国内生産代替なども起きる。よって日本国内投資と生産が増え雇用と所得が増える。かつて超円高の時代はその逆のことが起きた。日本企業は海外に工場を移し、国内需要は安い中国品に蚕食された。しかし今、日本企業の（国内で発生する）コストが30年前の半分に低下した。またコロナパンデミック終息の暁には割安になった日本に外国人観光客が殺到するはずである。価格競争力回復強化がすべての経済活動の基本であるとすれば、それには円安が必須である。

Jカーブ効果で円安メリットは甚大に

明確な円安のメリットをなぜエコノミストやメディアは伝えないのか、それはエコノミストやジャーナリズムの多くが目先の円安による輸入価格の上昇とそれによるインフレしか見ていないからである。しかし円安の貿易収支（＝貿易による国内所得寄与）にはJカーブ効果があることは、ベテランの経済人であればだれでも知っている。つまり円安の当初は輸入単価が上昇して貿易赤字が増え、その時点では円安はマイナスに見えるが、やがて円安は大きな数量変化をもたらす。国内市場では割高な輸入品から割安な国産品へ、海外市場では割安な日本製品が外国製品を駆逐してシェアを高め、日本での生産と雇用、投資の活発化に結び付く。今や日本企業は輸出せず海外生産していると言うが、海外工場の利益は円安で大きく膨らみ、技術指導料や配当などのサービスや金融所得増加という形で日本の親会社にも利益がたらされる。円安には暫くの辛抱が必要なのである。

米国の対日批判と金融界の狭益に屈服した「良い円高」論

為替で最も重要なことは、国際分業において自国に有利な産業・雇用を築くことであり、そのために自国通貨を弱くすることが国益に沿うことは、歴史的事実と言っていい。自国通貨安を誘導し自国産業の価格競争力を強め輸出を増やすという「近隣窮乏化政策 (beggar thy neighbor policy)」は、自国本位の利己的政策として批判されてきた。1980年代から2000年頃までの日米貿易摩擦での米国の対日政策の中心は日本のフリーランチの原因であった円安否定・円高強要であった。米国ではクリントン政権時のルービン財務長官による「強いドルは国益である」という政策がとられたことはあるが、それは基軸通貨国であり対外債務は直ちに通貨発行益（シニョリッジ）に転換するので赤字を心配しなくてもいいという、米国固有の事情によるものであり日本には全く当てはまらない。

この対日通貨高圧力に呼応して日銀総裁であった速水優氏等「円高は国益」と述べた論客がいたが、それは日本産業競争力を過信し、対外投資を有利に行いたい金融界の利己的主張を代弁したものであった。本当のところは米国のマインドコントロールの影響を受けていたのかもしれない（筆者の自省もこめて）。

大英帝国工業凋落の一因、金融界の利益に屈した通貨高

19世紀のイギリスはいち早く金本位制を導入し強い通貨を維持し続けたおかげで、それほど強かった工業競争力がたった数十年でドイツ、アメリカに追い抜かれて大英帝国の衰弱を招いた。イギリスの通貨政策が巨額の貯蓄余剰を海外投資に振り向けたい金融界の利益に屈服し続けたことの後悔は大きい。レーニンが追随した「帝国主義論」最初の提唱者である不遇の経済学者J・A・ホブソンは「内需不足による過剰貯蓄が問題だとして消費力の拡充＝内需の振興」を主張したが、学会と政治家からは完全に無視された。それが政策化されていれば、通貨高による英国工業の凋落は避けられたかもしれない。ホブソンの提案は30年後のケインズの登場まで待たなければならなかった（拙著「新帝国主義論」2007年東洋経済新報社参照）。

また1930年の昭和恐慌時、強い通貨を標榜し旧平価で金解禁をした井上準之助氏の緊縮政策が、経済を破局に導いたことも、通貨高政策弊害の好例である。他方アジア金融危機やリーマンショック時の通貨安がサムスン電子やSKハイニックスなどのハイテク企業の競争力を大きく引き上げた韓国は、通貨安政策がもたらした成功例と言える。

このように見てくると、非難されることなく円安が享受できる環境になったことは全くもって歓迎すべきことである。

