

《円安の影響をどうみるか②》

円安進行の景気への影響をどうみるか

～貿易面では100円台前半が最適、全体では株価動向が左右～

急ピッチな円安が進行している。今年に入って長らく1ドル100円台前半でこう着状態にあった円ドル相場は、8月後半から9月にかけて一気に円安方向に振れている。8月半ばには1ドル=102円台であったものが、9月19日には109円台まで下落し、その後も109円前後の円安水準で推移している。

こうした円安の景気への影響については立場によって見方が異なる。日本商工会議所の三村会頭は記者会見で現状の円相場は中小企業にはマイナスである旨を発言。一方、黒田日銀総裁は、円安は自然な流れであるとしたうえで、景気にはマイナスではないとの認識を示している。

以上のように見方が分かれるなか、マクロ的に円安の景気への影響をどうみればよいのか。以下では一定の前提を置いて影響を試算してみた。

1. 円安の貿易面を通じた景気への影響

まず、円安の景気への影響は直接的には輸出入面のルートを通じて起こる。数量要因と価格要因に分けてみれば、

- ① 輸出数量への影響…円安により現地通貨でみた輸出価格が引き下げられることで、日本製品の価格競争力が高まり、輸出数量が増加する
- ② 輸入数量への影響…円安により輸入品の国内価格が上昇すれば、国内競合品が価格競争力を回復し、輸入品が減少する
- ③ 輸出価格への影響…現地通貨建て輸出価格を据え置き乃至小幅引き下げにとどめることで、円ベースの収入が増加する
- ④ 輸入価格への影響…外貨建て輸入品目の円建て価格が円安に連動して上昇し、海外への輸入代金支払いが増加する

の4つが考えられる。

これらのうち、リーマンショック後の貿易構造・産業構造の変化を勘案すると、①の効果が低下していると考えられる。海外生産シフトや日本製品の競争力低下によりそもそも国内製造基盤が縮小し、円安でも輸出数量が伸びなくなっているからである。さらに、原発稼働停止に伴う化石燃料輸入の増加、輸入浸透度上昇による輸入増の結果、輸入量が輸出量を上回るようになっていることで、かつてのように円安＝景気にプラスとは言えなくなっている。もちろん部門別に影響は異なる。大企業製造業を中心とした輸出部門では円安は収益にプラスに働く。一方、非製造業や中小企業に多い輸入部門にとっては輸入コスト増を通じてマイナスに作用する。したがって、マクロ的には、輸出部門のプラスと輸入部門のマイナスの合計がどうなるかということになる。この点を確認すべく、為替相場を説明変数に含む輸出入数量関数を推計し、その影響を試算してみた。

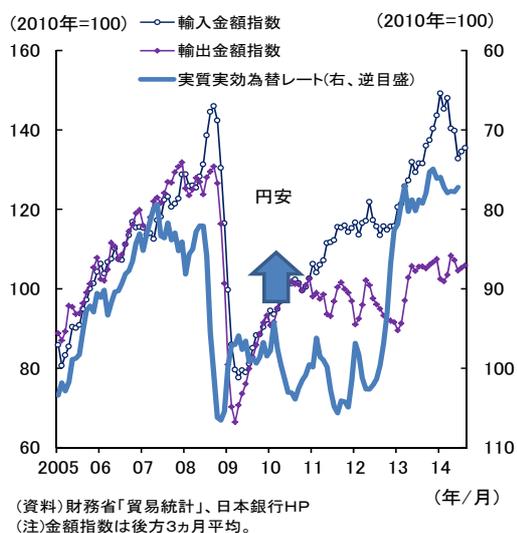
試算の考え方を記せば以下の通りである。円安が大きく進んでも、供給能力の限界が近づくとつれて輸出は伸びにくくなるため、円安が進むほど輸出数量の増加ペースは低下すると考えられる。とりわけ近年海外生産シフトが進むなか、この傾向は強くなっているとみられる。輸入数量についても同様に、円安が進むにつれ国内生産に代替されて減少するペースは鈍化する傾向があるだろう。一方、輸出入価格については円安と比例的に上昇する。

つまり、円安進行に伴ってGDPにプラスに働く輸出数量要因、輸入数量要因および輸出価格要因の合計は、当初は大きく伸びても徐々に限界的なプラス効果は減少する。これに対し、円安がコスト増を通じてGDPにマイナスに働く輸入価格要因は比例的に作用する。このため、円安の影響は全体では一定レベルまではGDPにプラスだが、一定水準を超えて円安が進むとマイナスになるはずである。

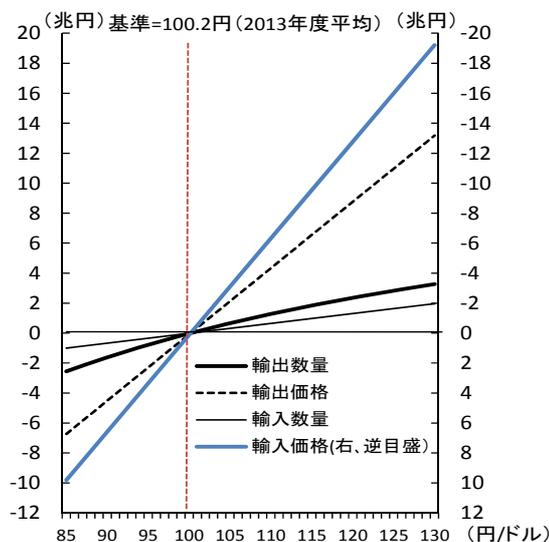
以上を念頭に、輸出入数量関数の関数形を決め¹、その為替相場弾性値に従って、輸出入数量要因を試算した。その際、輸出数量面で影響を受けるのは円建て輸出部分のみ、輸入数量面では外貨建て輸入部分（除く鉱物性燃料）のみとした²。一方、輸出入価格要因については、輸出入ともに外貨建て部分が円換算で嵩上げされるとした。

その結果によると、円安の輸出数量押し上げ効果は円安進行につれて緩やかに鈍化する一方、輸入価格上昇によるコスト増加効果は比例的に増加することを基本的理由として、100円台前半ではわずかに円安はGDPにプラスに働くが、100円台半ば以降の円安はマイナスとなり、そのマイナス幅の程度は円安が進むほど大きくなっていく。つまり、100円台後半の円安は貿易面ではすでに景気にマイナスに作用しているとの試算結果となった。

(図表 1) 為替相場と輸出入



(図表 2) 円相場変動の輸出入への影響



¹ 具体的には、輸出数量関数について、説明変数である為替相場を外貨建てにすることで、円安が1円進むごとに輸出増加効果が漸減する関数形を設定した。一方、輸入数量関数については、為替相場を円建てとし、円安1円当たりの効果は線形である形にしている（輸出に比べ、輸入品を代替できる国内供給力の余地は大きいと考えられるため）。

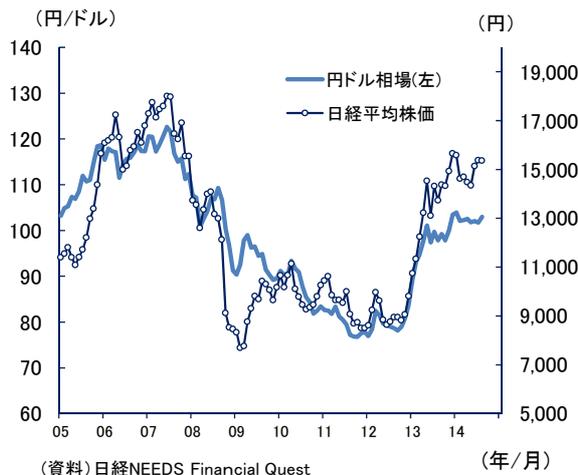
² つまり、円建て輸出は円建て価格が据え置かれ、その分外貨建て価格が引き下げられると想定し、他方、外貨建て輸出はそのまま外貨建て価格を据え置く（円建て価格が上昇する）と想定した。また、外貨建て輸入は外貨建てで据え置かれ、その分円建て価格が上昇すると想定し、円建て輸入はそのまま円建て価格が据え置かれると想定した。

2. 株価への影響を加味した場合

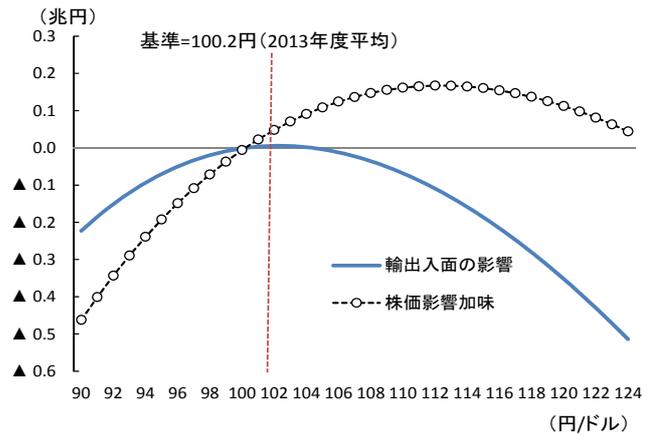
もともと、景気への影響についてはこうした輸出入面を通じたルート以外に、株価を通じたルートも無視できない。近年、円相場と株価の間には強い相関があり、円安進行は株価を押し上げている。さらに、株価の景気への影響も大きくなっており、特に消費との連動も認められる。そこで、先の貿易面での影響に、株価変動への影響を加味して円安の景気への影響を試算してみた。

その結果によれば、110 円をやや上回ったあたりが景気へのプラス効果が最大となる。ただし、110 円前半を超えて円安が進むとプラス効果が減衰していく。

(図表3) 為替相場と株価



(図表4) 円相場変動の景気への影響



以上の試算結果を前提とする限り、110 円前後が景気には最適となるが、留意すべきは貿易面を通じた影響ルートが比較的安定していると考えられる一方、株価のルートは不確実性が高いということである。つまり、これまでは概ね円安は株高をもたらしているが、その関係が崩れは、円安のマイナス影響が一気に顕在化してくることに注意が必要である。実際、このところの株価の円安感応度は 2013 年の関係に比べて低下しており、ピークはもう少し円高水準の可能性もある。

ここで付言しておくべきは、マクロ的な影響はプラス・マイナスを合算すれば小さくみえる³が、ミクロ的には部門ごとに影響格差が大きいことである。従来は、いわゆるフルセット型の産業構造のもとで、大企業製造部門の輸出増に伴う生産波及効果が日本経済全体に均霑される構図があった。しかし、最近では海外生産シフトなどを背景に生産波及効果が低下するなか、円安のプラス効果を受けるセクターが限定されるようになってきている。その結果として、円安のプラス効果の波及効果を受けない一方、輸入浸透度の上昇に伴って円安のマイナス効果のみを受けるとセクターが増えている。このようにみれば、急激な円安はマクロ的な試算上の影響は小さくみえても、ミクロ的には部門によるプラス・マイナスの影響の格差が大きくなっていくことに留意する必要がある。

³ ここでの分析は単純化された一定の前提を置いたうえでのものであり、相応の幅を持って解釈する必要がある。なお、試算は円安による貿易面を通じた一次効果のみであり、波及効果等を含めた実際の GDP への影響はより大きくなる。

3. 政策的インプリケーション

以上の試算は一定の前提のもとで行ったものであり、条件次第で結果が変わりうるものである点には注意が必要である。しかし、各種アンケート調査や関係者の発言なども踏まえてみれば、**100 円台後半を上回って円安が一気に進むのはマクロ的には望ましくない**と考えてよかろう。日米の金融政策スタンスから 110 円台半ばを超える円安を予想する声もあるが、短期間で大幅な円安が進めば景気への影響についてはマイナスになる恐れがある。加えて、近年の貿易・産業構造の変化により、円安が急激に進むとプラス・マイナスの効果のミクロ的な格差が拡大することになる点も看取できない。

こうしてみれば、日銀の金融政策については、タイミングをみることは必要であるが、金融緩和のペースを弱めるシグナルを送りはじめることが望ましいのではないか。それは一段の円安阻止が景気にプラスであることにもよるが、円安による輸入物価の上昇を通じて消費者物価は押し上げられ、コア・インフレ率は 1%台前半から半ばが定着していくとみられるからである。さらに、金融抑圧が将来的に大きな混乱を引き起こすリスクを回避するために、景気の基調が底堅いもとで金利の自然な上昇を容認するためにも重要である（この点についてのより詳しい論考は日本総研リサーチフォーカス No.2014-31「2014 年度下期の経済政策運営の焦点」をご参照）。

何よりも必要なのは、これまでの円安メリットを生かして構造改革を進めることである。輸出部門については、既往円安で増えた利益を使って、将来につながる事業の選択と集中に注力すべきである。同時に、自律的な景気拡大メカニズムを強めることで、円安がもたらしたデフレ脱却の流れを定着させていくことが望まれる。その手法は一段の円安ではなく、構造改革を通じた収益力強化とその家計への還元としての賃金の引き上げを両輪で進める形でなければならない。そうした取り組みが結局は持続的な株高にもつながり、経済成長の持続は確かなものになっていくであろう。

以 上