

2022年09月29日掲載

# 小方尚子 - 円安のデメリットはなぜ膨らんでいるのか



小方尚子

株式会社日本総合研究所  
調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員

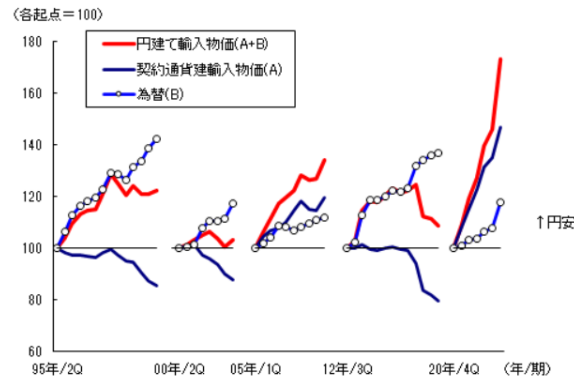
*HR watcher*

ドル円市場では、約24年ぶりに1ドル140円台まで円安が進みました。過去の円安局面では、円安が輸出拡大への追い風となるなどのメリットが強調されてきましたが、今回の局面では、円安が物価高に拍車をかけるなどのデメリットが注目されることが多く、9月22日には、政府・日銀が、同じく24年ぶりに円買いドル売りの為替介入を実施しました。そこで、今回の円安局面が過去の局面とどう異なるのかを整理してみたいと思います。

今回の局面で円安のデメリットが注目される第1の要因は、円安が資源高と同時に進行している点が挙げられます。1995年や2012年時の局面では、今回よりも速いペースで円安が進みました【[図表1](#)】。しかし、ドルをはじめとする外貨建て物価が安定ないし下落していたため、円建て輸入物価の上昇は限定的でした。

一方、今回は、資源をはじめとする多くの輸入品の価格高騰に円安が加わったため、円建て輸入物価が急騰しています。このため、素材産業や運輸業、小売業などを中心に多くの企業が輸入コスト高への対応を迫られています。穀物やエネルギーにとどまらず、多くの製商品で輸入浸透度が上昇しているため、輸入物価の上昇が企業や家計の負担を増大させる度合いが強まっています。

【図表1】 円安局面における輸入物価の推移

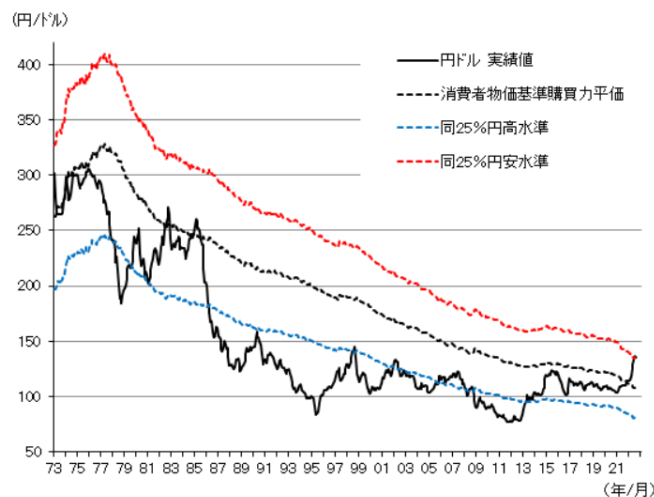


資料出所：日本銀行「企業物価指数」を基に日本総研作成

第2に、購買力平価対比で見ると過去に例がないほど円が弱くなっている点が挙げられます。購買力平価とは、為替相場は一物一価の法則に基づいて決まる、という考え方です。例えば、日本でリンゴが1個100円、米国で1ドルだった場合、為替レートは1ドル100円になるというのが購買力平価の基本的な考え方です。その後、日本でリンゴが1個100円のまま変わらず、米国で2ドルに上昇すると、1ドルの購買力はリンゴ半分となるため、購買力平価は1ドル50円となります。

リンゴなどの単一の商品ではなく、家計の消費全体を対象とする消費者物価を基に1973年を基準として日米の購買力平価を算出してみると、前回、ドル円相場が140円台になった1998年の購買力平価は189円ほどであり、実際の為替相場は、購買力平価よりも25%以上の円高水準にありました。これに対し足元では、逆に購買力平価の1ドル108円よりも25%も円安に振れており、円の購買力が当時に比べて大きく低下しています【図表2】。

【図表2】 ドル円購買力平価とドル円相場の実績



資料出所：総務省統計局「消費者物価指数」、BLS「CPI」、日経NEEDS Financial Questを基に日本総研研究所作成

【注】 1973年基準。

第3に、円安による輸出の押し上げ効果が小さくなっていることも指摘できます。円安で生じた為替差益を日本の輸出品の価格引き下げに用いれば、価格競争力の高まりを通じて、輸出数量が伸びやすくなり、輸出企業の収益が増加します。価格を引き下げない場合は、円換算の売上高が増える結果、やはり輸出企業の収益が改善します。

しかし、自動車メーカーなどでは、消費地における現地生産化が進み、輸出数量が伸びにくくなっています。そもそも足元では、半導体など多くの部材供給が不足していることから、旺盛な海外受注に生産が追いつかず、円建て売上高の嵩上げというメリットが十分に享受できていない状況です。円安は、訪日旅行客の増加によるインバウンド需要の拡大にも追い風となるはずですが、規制緩和が十分に進んでおらず、本格的な回復には程遠い段階です。

第4に、円安が日本企業の株価を押し上げる効果が薄れていることも指摘できます。2000年代半ば頃から、ドル円相場と株価に強い相関が見られ、とりわけ2012～2015年にかけての円安局面では、対ドルで1円の円安が日経平均株価を約240円上押しする関係が見られました。円安が輸出企業の業績改善期待を高め、株価を上昇させたことがうかがわれます。

こうした株価の上昇は、資産効果を通じて個人消費の押し上げにつながることに加え、企業や家計のマインド改善を通じて景気にプラスの影響をもたらします。しかし、今回の円安局面ではコロナ禍からの回復期待が先行し、2020年に株価が大きく上昇した後、円安が進んだ局面では、株価の上昇は一服しています **【図表3】**。

**【図表3】 円ドルレートと日経平均株価**



資料出所：日経NEEDS Financial Quest

以上のように今回の円安局面では、さまざまな側面から円安のデメリットが大きい一方、メリットが小さくなっています。

先行きについても、大幅な円高への反転は期待薄の状況です。足元では、購買力平価から見た円の割安度合いが前例のない大きさとなっているほか、資源高の一服や、インバウンド需要の回復期待など、円安に歯止めをかける要因も散見されます。ただし、最大の円安ドル高要因である日米の金利差に縮小の見込みは立っていないほか、サプライチェーンの混乱も根強く続くなど、円安を促す要因も根強い状況です。為替介入についても、国際協調介入が実施される可能性は低く、一方的な円安に歯止めをかける程度の効果にとどまりそうです。

このため、企業としては、円高への反転を漫然と待つのではなく、グローバルな事業展開による円安メリットの獲得や、省エネ・省資源化の一段の追求、コスト構造の変化に伴う国内産品の見直しなど、従来の事業を見直し、円安メリットの最大化、デメリットの最小化を目指していくことが重要になっているといえましょう。

## Profile

**小方尚子** おがた なおこ

株式会社日本総合研究所 調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員

東京大学教養学部教養学科卒業。三井銀行（現三井住友銀行）入行と同時に三井銀総合研究所

（現日本総合研究所）へ出向。2005年、法政大学大学院修士課程修了。アジア経済、米国経済の調査分析を担当した後、現在は、個人消費、雇用、賃金、物価など家計部門を中心とする国内マクロ経済分析に従事。