

円安が日本経済に及ぼす影響

みずほ総合研究所

経済調査部

03-3591-1243

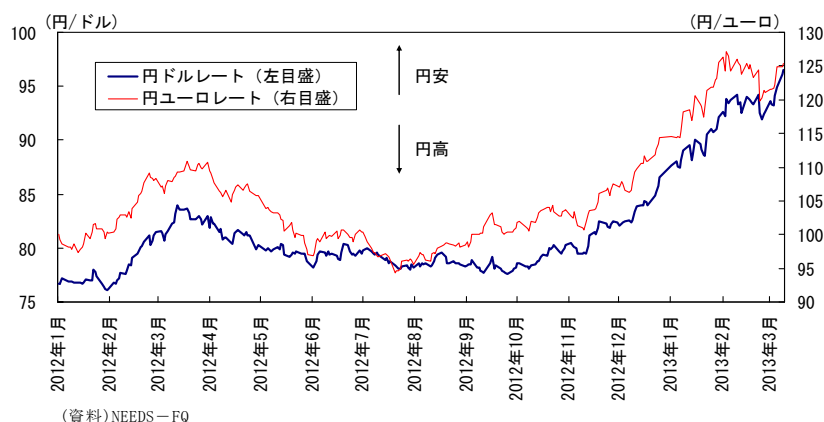
- 2012年の経済・貿易構造を前提にすると、円安の進行によってGDP・企業収益は増加する。貿易収支の赤字は拡大するが、所得収支の改善によって経常黒字は増加する。
- 貿易収支が悪化しても、輸出増による国内生産誘発分を勘案すれば円安は日本経済にとってプラス。しかし、極端な円安進行は輸出企業とそれ以外の業績二極化を招くリスク
- 海外景気の回復を織り込むと貿易赤字は2012年度に最大となり、2013年度以降は赤字が縮小すると予測。輸出の回復力がカギだが、推計からは輸出の為替感応度が低下している事実は観察されない。

1. はじめに ～ 昨秋以降、円安に転換した為替相場

昨年秋以降、円安基調が鮮明となっている。昨年11月時点で81円／ドル程度だった円ドルレートは3月12日時点で96円／ドル台、同じく円ユーロレートは昨年11月の104円／ユーロから125円／ユーロ台まで円安が進んだ（図表1）。安倍首相が首相就任前から金融緩和強化を主張したことによって金融緩和への期待が強まったことに加え、昨年末にかけて貿易収支の赤字が拡大し、実需面からも円安が継続しやすいとの認識が市場参加者の間に広まったことも円安を後押ししているとみられる。

円安が輸出企業の業績改善につながるとの期待から、株価も昨年末以降、騰勢を強めている。一方、日本経済全体に円安が与える影響については議論もある。本稿では、円安が日本経済に与える影響について整理する。

図表1 円ドル、円ユーロ相場の推移



2. 円安によりGDPは増加。貿易収支は悪化するが、経常収支は改善

図表2は、みずほ総合研究所のマクロモデルを用いて試算した結果を示したものである。円ドルレートが1ドル=79.8円(2012年平均値)の場合と比較して、90円まで円安が進むと実質GDPは0.4%、100円になると0.6%押し上げられる。120円まで進めば、実質GDPの押し上げ幅は1.0%と計算される。円安による競争力回復が輸出・生産数量の増加をもたらす、それに伴う製造業の収益改善が設備投資を喚起するというのが主要な経路である。一方、輸入品の価格上昇が物価を押し上げるため家計の実質所得が目減りし、個人消費は円安になるとわずかながら減少する。また、名目GDPは実質GDPの増加とGDPデフレーターの上昇によって、円ドルレートが90円になった場合で0.7%、100円になった場合で1.3%増加すると試算される。

同様の条件で貿易収支(通関ベース)への影響を試算すると、円安によって貿易赤字は拡大するという結果がえられる(次ページ図表3)。この試算では、2012年の貿易構造(輸出金額:63.7兆円、輸入金額:70.7兆円、貿易収支▲6.9兆円)をベースに、円安で輸出入価格・数量が変化する影響をみずほ総研マクロモデルの乗数(円ドルレート5%円安時の乗数は輸出価格:+1.88%、輸出数量:+0.61%、輸入価格:+2.61%、輸入数量:▲0.07%)を用いて計算した。貿易取引における米ドル建て比率は輸出より輸入の方が高い(2012年下半期の米ドル建て比率:輸出51.5%、輸入72.5%。財務省『貿易取引通貨別比率』)ため、円安進行時の価格上昇幅は輸入の方が大きい。つまり、円安によって交易条件(輸出物価/輸入物価)は悪化する。数量面では、円安によって輸出数量が増加する一方で輸入数量はわずかながら減少するため、貿易収支は改善する方向に働く。しかし、交易条件悪化の影響が数量効果を上回り、貿易赤字は拡大するという結果になる。悪化幅は、円ドルレートが90円になった場合で0.5兆円、100円になった場合で0.8兆円と試算される。

なお、貿易収支が悪化することをもって、日本経済全体への影響(名目ベース)がマイナスであるということにはならない。輸出の増加は国内生産の拡大をもたらすが、その誘発係数は2.19(経済産業省『平成22年産業連関簡易延長表』)である。これは輸出金額の約2倍の国内生産増が生じること

図表2 円安の影響(みずほ総研マクロモデルによる試算)

(単位: %)

	為替レート(円/ドル)					
	85	90	95	100	110	120
実質GDP	0.2	0.4	0.5	0.6	0.9	1.0
個人消費	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1
設備投資	0.6	1.2	1.7	2.1	2.9	3.5
輸出	0.7	1.4	2.0	2.5	3.3	4.1
名目GDP	0.4	0.7	1.0	1.3	1.8	2.1
国内企業物価	0.5	0.9	1.2	1.6	2.1	2.6
消費者物価	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7

(注)みずほ総研マクロモデルによる試算(79.8円/ドルケースとの比較)

79.8円/ドルは2012年の円ドルレート実績値

を意味する。図表3の国内付加価値誘発額は、輸出金額増加に伴う生産誘発額に付加価値率（10%円安による輸入品投入の増加を勘案後）を乗じて算出したものである（中間投入比率・付加価値率は平成22年産業連関簡易延長表の数値を使用）。貿易収支の悪化分を国内付加価値誘発額が上回るため、円安は名目ベースでも日本経済にプラスであると評価できる。これは前ページ図表2で示したマクロモデルによる試算において、円安によって名目GDPが増加するという結果とも整合的である。

さらに、円安による経常収支への影響を試算した結果が図表4である。貿易収支の場合と同様、2012年の収支構造（貿易収支：▲5.8兆円、所得収支：14.3兆円、経常収支：4.7兆円）をベースに、円ドルレートが円安方向に変化した場合の変化を試算（サービス収支、経常移転収支は一定と仮定）した。国際収支ベースの貿易収支への影響については、通関ベースと同様の方法を用いている。一方、所得収支については、米国からの直接投資収益の受取、証券投資収益の受取に円安進行分の為替差益が発生すると仮定して試算した。ちなみに、日本の対外資産582兆円のうち、対米直接投資は21兆円、対米証券投資は91兆円を占めている（2011年末時点）。所得収支は円ドルレートが90円の場合で0.7兆円、100円になれば1.3兆円増加すると試算される。これは貿易収支の悪化幅を上回り、経常収支の黒字は拡大する計算となる。経常黒字の増加幅は、円ドルレートが90円になった場合で0.3兆円、100円になった場合で0.6兆円と計算される。

以上をまとめると、為替（円ドルレート）が円安方向に振れた場合、輸出・生産の増加に伴う企業収益改善が設備投資を押し上げ、実質GDPは押し上げられる。2012年の貿易構造を前提にすると、交易条件の悪化によって貿易赤字は拡大するが、輸出増による国内付加価値の誘発を勘案すれば名目ベースでも円安は日本経済にとってプラスであると評価できる。また、為替差益による所得収支の黒字拡大幅が貿易収支の悪化幅を上回るため、円安によって経常収支黒字は拡大する。

図表3 円安による貿易収支（通関ベース）への影響と国内付加価値誘発額

為替	貿易収支			合計(※)	
	輸出金額 増減	輸入金額 増減	増減	国内付加価値 誘発額	
(円/ドル)	(兆円)			(兆円)	
85	1.9	2.2	▲ 0.3	2.0	1.7
90	3.6	4.1	▲ 0.5	3.7	3.2
95	5.1	5.7	▲ 0.7	5.2	4.5
100	6.4	7.3	▲ 0.8	6.5	5.7
110	8.7	9.9	▲ 1.1	8.9	7.7
120	10.6	12.0	▲ 1.4	10.8	9.4

(注1)円ドルレートが79.8円/ドルだった場合との比較
(注2)貿易収支は通関ベース。輸出入金額の増減は、輸出入価格・数量の円安による変動をみずほ総研マクロモデルの乗数を用いて試算
(注3)国内付加価値誘発額＝輸出増加額×生産誘発係数×（1-10%円安時の中間投入比率）
中間投入比率＝（輸入＋国内品）/生産額より、10%円安後の中間投入比率は国内品/生産額を一定と仮定して計算。
(注4)合計(※)は、貿易収支増減と国内付加価値誘発額の合計
(資料)経済産業省「平成22年簡易延長産業連関表」、みずほ総研マクロモデルなどより試算

図表4 経常収支への影響

為替	経常収支		
	貿易収支 増減	所得収支 増減	増減
(円/ドル)	(兆円)		
85	▲ 0.2	0.3	0.1
90	▲ 0.4	0.7	0.3
95	▲ 0.6	1.0	0.4
100	▲ 0.7	1.3	0.6
110	▲ 1.0	2.0	1.0
120	▲ 1.2	2.7	1.5

(注1)円ドルレートが79.8円/ドルだった場合との比較
(注2)貿易収支は国際収支統計ベースのため、通関ベースとは結果がやや異なる
(資料)日本銀行「国際収支統計」などより、みずほ総合研究所試算

3. 業種別企業収益への影響 ～ 極端な円安進行の弊害は、企業業績の「二極化」

次に、円安が業種別の企業業績にどう作用するかを試算してみよう。図表5は、産業連関表（平成22年簡易延長表）を用いて、円安が業種別の企業収益（営業余剰）に及ぼす影響を試算した結果を示したものである。ここでは、①輸出入の数量および価格の変化を通じた一次的な影響に加え、②輸入コストの上昇分が転嫁されることによる影響（国内での調達コストの増加）、③輸出増加に伴う生産波及効果を考慮に入れた。なお、本試算は輸入コストの価格転嫁率を一律50%とするなど一定の仮定を置いたものであるため、結果については幅を持ってみる必要がある。

試算によれば、円ドルレートが10%円安になった場合、全産業ベースの営業余剰は3.5%（約2.8兆円）増加する。しかし、その影響は業種ごとに一律ではなく、製造業の営業余剰が12.2%（約1.4

図表5 10%円安時の業種別企業収益への影響

（単位：億円）

	差損益 (A)=(B)+(H)		輸出入 の変化 (B) =(C)+(D)	輸出代金 の増加 (C)	輸入増による 投入コスト の増加 (D) =(E)+(F)+(G)	輸入支払 の増加 (E)	他産業への 転嫁による 影響緩和 (F)	他産業からの 転嫁による 負担増 (G)	生産波及 効果 (H)
		(営業余剰に 対する割合)							
全産業	28,119	3.5%	▲ 4,158	31,744	▲ 35,903	▲ 35,903	—	—	32,277
製造業	14,303	12.2%	5,414	24,037	▲ 18,622	▲ 20,527	10,546	▲ 8,642	8,889
素材業種	2,724	6.1%	▲ 1,195	6,483	▲ 7,678	▲ 8,678	4,459	▲ 3,459	3,919
石油製品・石炭製品	▲ 95	▲ 11.8%	▲ 625	482	▲ 1,107	▲ 1,263	649	▲ 493	530
鉄鋼	1,908	17.9%	245	1,429	▲ 1,184	▲ 453	233	▲ 964	1,663
化学製品	11,579	16.0%	6,610	17,554	▲ 10,944	▲ 11,848	6,087	▲ 5,183	4,970
非鉄金属	▲ 122	▲ 3.8%	▲ 71	896	▲ 966	▲ 1,490	766	▲ 241	▲ 52
加工業種	11,579	16.0%	6,610	17,554	▲ 10,944	▲ 11,848	6,087	▲ 5,183	4,970
飲食料品	▲ 1,754	▲ 4.4%	▲ 1,823	140	▲ 1,963	▲ 2,135	1,097	▲ 925	69
一般機械	3,808	38.8%	2,342	3,485	▲ 1,143	▲ 978	503	▲ 667	1,466
電気機械	2,383	43.5%	2,080	5,841	▲ 3,761	▲ 5,293	2,719	▲ 1,187	303
輸送機械	6,880	79.9%	4,240	6,575	▲ 2,335	▲ 1,163	597	▲ 1,770	2,640
非製造業	1,811	0.3%	▲ 9,573	7,708	▲ 17,280	▲ 15,376	7,900	▲ 9,804	11,384
建設	▲ 923	▲ 19.9%	▲ 1,143	0	▲ 1,143	0	0	▲ 1,143	220
電力・ガス・熱供給	97	0.9%	▲ 484	12	▲ 497	▲ 0	0	▲ 496	581
商業	6,600	4.7%	2,404	3,894	▲ 1,491	▲ 483	248	▲ 1,256	4,196
運輸	2,832	13.2%	767	2,251	▲ 1,485	▲ 1,664	855	▲ 676	2,066
対個人サービス	▲ 714	▲ 1.2%	▲ 939	360	▲ 1,298	▲ 848	436	▲ 886	225

（注）2012年の貿易収支を前提に、円・ドルレート（2012年平均：79.8円/ドル）が10%円安になった場合の企業収益への影響を試算。捨象している項目があるため、業種の合計と内訳は必ずしも一致しない。営業余剰に対する割合は、「平成22年簡易延長産業連関表」の営業余剰を使って計算。

（試算方法）

1. 輸出入の変化は、2012年の輸出金額・輸入金額とみずほ総合研究所マクロモデル乗数を用い、10%円安による変化分（輸出・輸入金額の変化＝価格効果＋数量効果）を算出。業種別の影響は、連関表の輸出金額・輸入金額の業種別ウェイトにより按分。
2. 輸入価格上昇に伴う投入コストの増加分のうち50%を転嫁するものと仮定。他産業への転嫁による影響は、連関表の中間投入額（国内品）の業種別ウェイトにより按分。
3. 生産波及効果は輸出金額の増加による生産誘発額から輸入増加額と国内品の中間投入額を控除した付加価値額。

（資料）財務省「貿易統計」、経済産業省「平成22年簡易延長産業連関表」よりみずほ総合研究所作成

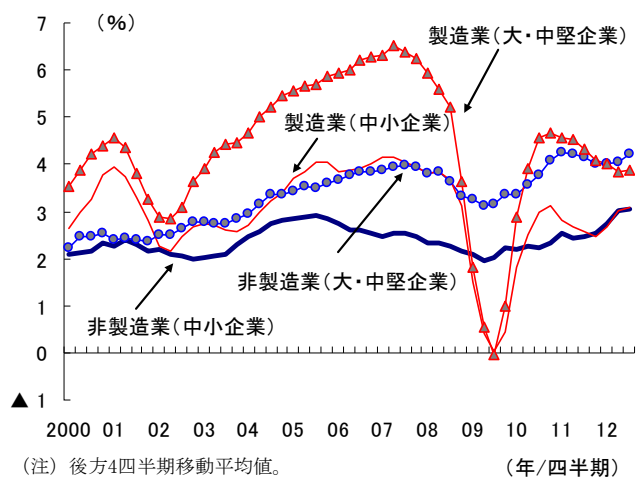
兆円) 増加する一方、非製造業の営業余剰の増加幅は0.3% (約0.2兆円)にとどまると計算される。さらに、製造業の中でも円安の恩恵は素材業種 (営業余剰を6.1%押し上げ) より加工業種 (同16.0%押し上げ) の方が大きい。特に、輸送機械、電気機械、一般機械では押し上げ幅が約40~80%にも達する。

製造業・加工業種の利益押し上げ幅が大きくなるのは、輸出売上の増加が海外からの部品や素材調達コストの増加分を大きく上回り、輸出増による国内生産への波及効果も加わるためである。一方、素材業種は業種間でばらつきがあるが、全体としては加工業種に比べてコストに占める原材料や燃料のウェイトが高いため、生産波及効果を加味しても営業余剰押し上げ幅は加工業種に比べて小さくなる。非製造業については、一部の業種 (卸売業・海運業など) を除いて輸出売上がほとんどなく、輸入価格上昇と他産業からの価格転嫁に伴う調達コストの増加によって収益が圧迫される業種が多くなる。

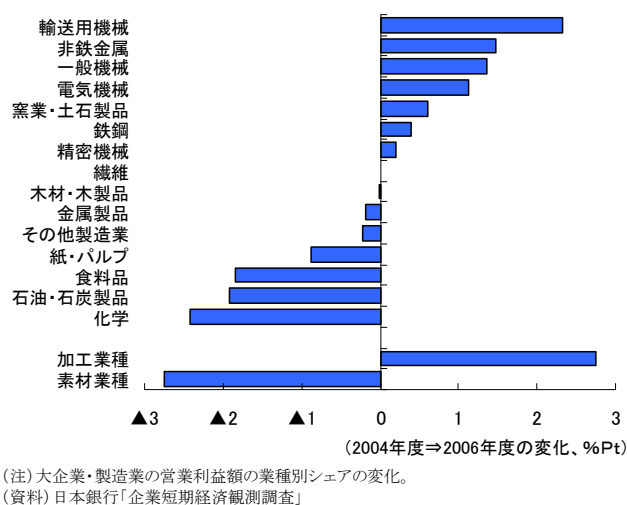
このように、円安によって日本企業全体の収益 (海外事業活動に伴う収益は除く) は増加するが、その恩恵は製造業、なかでも加工業種に集中し、非製造業へのプラス効果は限定的で、むしろマイナスに働く業種も多いことがわかる。このところ「日本企業にとって望ましい為替水準はいくらか」議論されることもあるが、産業ごとに影響は異なり、一概には決められない。業種ごとにみると、円安になるほど収益が増加する業種と円安になるほど悪影響が大きくなる業種が存在するのが現実の姿といえる。

この点については、リーマン・ショック前の円安期の状況が、現実の例として参考になる。この時期の円ドルレートは、2004年度平均の107.59円/ドルから2006年度平均の117.42円/ドルまで約8.4%円安となった。この時期の売上高経常利益率をみると、輸出ウェイトの高い大企業・製造業の利益率が大きく高まり、中小・製造業や非製造業との格差が拡大していることがわかる (図表6)。また、大企業・製造業の営業利益に占めるシェアをみると、輸送用機械など一部の加工業種のシェアが高まり、素材業種のシェアが低下している (図表7)。2004~2006年度は原油など商品市況が高騰して交易条件が著しく悪化していたことも考慮に入れる必要があるが、基本的にはこれから円安が急速に進行すると、当時と同様の事象、すなわち企業業績の「二極化」が起きる可能性が高い。特に、図表6において中小・非製造業の売上高経常利益率が2006年度にかけて低下していることは注目される。中小・非製造業は雇用

図表6 売上高経常利益率



図表7 大企業・製造業の営業利益シェアの変化



占めるウェイトが高く、このセクターでの採算悪化は雇用や賃金に与える悪影響が大きい。リーマン・ショック前の景気拡大の終盤には、企業業績の改善が賃金上昇につながることを期待されたが、実際にはむしろ賃金が低下するという現象が生じた。これは、輸入物価の上昇に伴う仕入価格や光熱費の高騰によって主に非製造業の採算が悪化し、人件費抑制の圧力がかかったためと推測される。当時、円安・資源高の影響でコアCPI（生鮮食品を除く総合消費者物価指数）が上昇していたことから、日本銀行は2006年3月に量的緩和を解除、7月にはゼロ金利政策解除（利上げ）に踏み切った。しかし、その後の物価の推移をみれば早過ぎたといわざるをえない。この経験が示しているのは、円安は輸出ウェイトの高いセクター以外での採算悪化という副作用を伴うため、極端な円安は企業業績の二極化につながり、採算が悪化した業種からのコスト削減圧力が国内需要や賃金への下押し圧力になるということだ。それはつまり、（金融緩和が強化されるとの期待から生じた）円安だけでデフレを脱却することはできないことを示しているともいえよう。

4. おわりに ～ 貿易収支は改善するか？カギを握る輸出の回復力

以上のように、2012年の貿易構造を前提にすると円安によって貿易収支は悪化するが、国内の生産誘発効果を考慮に入れば日本経済全体にとって円安はプラスである。また、貿易収支の悪化幅以上に所得収支の黒字が拡大するため、経常収支は改善する。しかし、大幅な円安進行は企業業績の二極化という副作用を伴い、国内需要や賃金に下押し圧力がかかるというのが本稿の結論である。資源価格の動向などにもよるが、国内経済の足腰がしっかりしていない中で1ドル=100円を超えるような急速な円安が進行した場合には、副作用も大きくなる可能性が高い。また、極端に円安が進むと欧米の通貨当局などからの批判が強まり、海外や国内の要人発言によって為替レートが振れやすく不安定になることも予想される。

もっとも、ここまでの試算は2012年の経済・貿易構造を前提に、為替以外の条件は一定と仮定した上での円安効果をみたものである。現実には海外経済情勢や資源価格など、さまざまなファクターが貿易収支の動向を左右する。みずほ総合研究所では、2013年から2014年にかけて海外経済の成長率が高まると予測している。欧米経済はリーマン・ショック後の調整局面から徐々に脱し、景気対策効果や輸出回復により中国経済の成長ペースも2014年前半にかけて緩やかに加速する見通しである。日本の貿易収支は、当面、円安の価格面の効果が先行するために赤字が拡大しやすい状況が続くことが想定される。しかし、2013年夏ごろからは円安の数量面の効果が次第に現れ、海外経済の回復力が強まってくることとの相乗効果で輸出の伸びが高まり、貿易収支の赤字は縮小に向かうと予測している。貿易収支（通関ベース）は2012年度の▲8.8兆円から2013年度は▲8.5兆円、2014年度は▲5.9兆円と赤字幅が縮小していく見通しである（図表8）。

今後の貿易収支が悪化を続けるか改善に向かうかは、円安・海外経済の回復という環境下で日本の輸出がどの程度回復するかにかかっているとと言えるだろう。生産拠点の海外移転とともに海外生産比率が趨勢的に上昇する中、円安下でも日本の輸出は以前ほど増加しない可能性を指摘する向きもある。そこで、輸出数量の為替に対する感応度の変化をみるため、カルマン・フィルターを用いて推計した

結果が次ページの図表9である。ここでは輸出数量を被説明変数、所得要因（日本以外のG20諸国・地域の実質GDP）と価格要因（円の実質実効為替レート）を説明変数とし、価格要因の係数を可変にして推計している。推計結果からは、価格要因の係数（為替感応度）が近年になって低下しているという事実は観察されない。HPフィルターを用いて平滑化した後の動きをみると、むしろ足元5年間ほどは高まる方向にあるようにもみえる。いずれにせよ係数は0.55~0.58という極めて狭いレンジに収まっており、輸出数量の為替感応度は中期的にはほぼ安定していると言っていいだろう。推計結果をみる限り日本の輸出数量が円安に反応しにくくなっているという証拠はないが、これまで円高局面で苦しい競争を強いられてきた業種（輸送機械、電気機械、一般機械など）の輸出が2013年夏場以降、実際にどの程度グローバルシェアを挽回できるかが当面の貿易収支を大きく左右することになりそうだ。

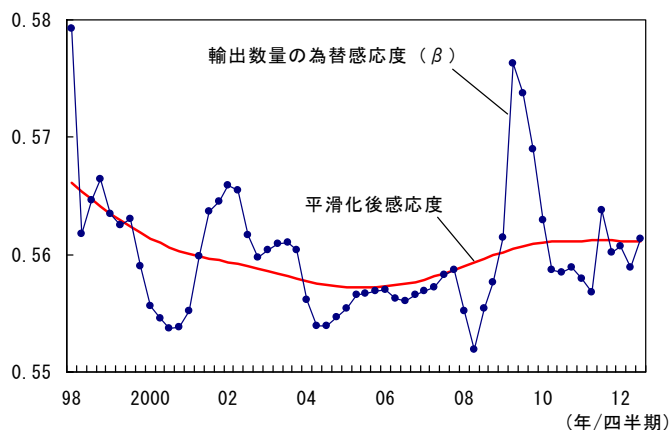
図表8 貿易収支の予測

年度	貿易収支				
	輸出金額		輸入金額		貿易収支 (兆円)
	(兆円)	前年比 (%)	(兆円)	前年比 (%)	
2010	67.8	14.9	62.5	16.0	5.3
2011	65.3	▲ 3.7	69.7	11.6	▲ 4.4
2012	63.6	▲ 2.6	72.4	3.8	▲ 8.8
2013	68.3	7.5	76.8	6.2	▲ 8.5
2014	72.7	6.4	78.6	2.4	▲ 5.9

(注)2012~2014年度はみずほ総合研究所予測

(資料)財務省「貿易統計」よりみずほ総合研究所作成

図表9 輸出数量の為替感応度



(注) $\ln(\text{輸出数量}) = c + \alpha \ln(\text{海外GDP}) + \beta \ln(\text{円の実質実効為替レート})$ の式を係数 β が可変として推計
 海外GDPはG20(除く日本)の実質GDP
 「平滑化後感応度」は β の推計値をHPフィルターを用いて平滑化
 (資料)財務省「貿易統計」、日本銀行「実効為替レート」、OECD統計などよりみずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

経済調査部シニアエコノミスト	山本康雄	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
経済調査部シニアエコノミスト	前川亜由美	ayumi.maekawa@mizuho-ri.co.jp
経済調査部エコノミスト	風間春香	haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。