

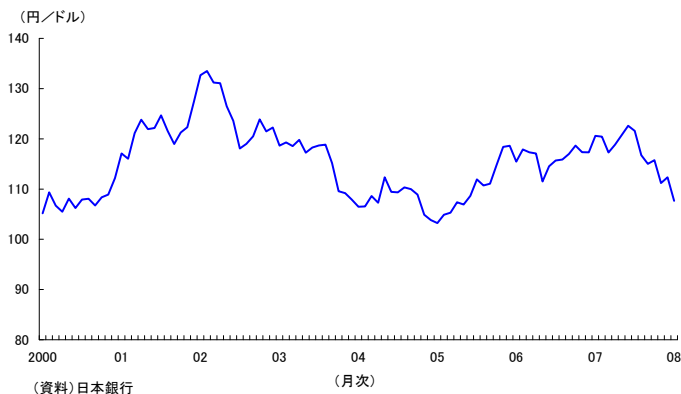
円高は悪？

【ポイント】

1. 日経 NEEDS のマクロモデルを用いて、円ドルで 10 円円高になった場合を試算すると、実質 GDP 成長率は、初年度が 0.40%、次年度が 0.58%押し下げられる結果となった。
2. マクロモデルは一方的な円高の試算であるが、実質実効為替レートをみると、対ドルほど円高になっていないことには留意が必要である。
3. 輸出製品の強い価格競争力や企業の潤沢なキャッシュフローに加え、中小企業の取引条件の改善や国内消費の購買力の向上といった円高のプラスの効果もあり、今回の局面ではマクロモデルほどの影響は出ないであろう。

円高基調での推移が続いている。05 年前半から円安傾向での推移が続いていた円ドルレートは、07 年半ばに 1 ドル 120 円前半まで円安が進んだが、そこをピークとして円高へと転じ、08 年 1 月末には 1 ドル 106 円台となった（図表 1）。07 年の平均レートは 117.8 円であり、10 円強の円高水準にあることになる。円高の背景には、サブプライムローン問題の影響などによる、米国経済の先行き不透明感の高まりや、世界的な信用収縮がある。これに対処するため、FRB（連邦準備制度理事会）が金融緩和へ政策を転換したことで、日米間の金利差が縮小へ向かうと、円キャリー取引の巻き返しが起こり、円高が進行することとなった。日米の政策金利差は、一時 5.25%の開きがあったが、FRB が継続的に利下げを行った結果、足元では、2.5%まで縮小しており、円高圧力が強まった状況となっている。

図表 1. 円ドルレートの推移



世界的な景気拡大を背景に、輸出関連企業の業績は好調に拡大してきたが、円安は、外貨建輸出の円での受取額の押し上げ効果として企業業績の拡大に寄与してきた。しかし、足元の円高基調での推移により、企業業績の下振れ懸念が生じるなど、円高が日本経済へ与える影響について先行き不透明感が高まっている。

世界的な景気拡大を背景に、輸出関連企業の業績は好調に拡大してきたが、円安は、外貨建輸出の円での受取額の押し上げ効果として企業業績の拡大に寄与してきた。しかし、足元の円高基調での推移により、企業業績の下振れ懸念が生じるなど、円高が日本経済へ与える影響について先行き不透明感が高まっている。

1. 日経 NEEDS のマクロモデルによる円高の影響の試算とその結果

ここで、日経 NEEDS のマクロモデルを用いて、円高が日本経済に与える影響を試算してみる。四半期毎にモデルの当初予測よりも、円ドルで 10 円円高になった場合、他の条件は変えずに年度の標準予測の伸び率との差を求めると、図表 2 の通りの結果となった。

これによると、初年度の実質 GDP 成長率は、標準予測から 0.40%押し下げられる。需要項目別に見ると、輸出が、円建ての輸出価格の上昇によって数量が減少し、伸びが

2.03%縮小する一方で、輸入が、円ベースでの輸入価格の下落により数量が増加することで、伸びが0.57%拡大する。その結果、純輸出が最も大きな影響を受け、初年度については、純輸出の減少で実質 GDP 低下の大部分を説明できることになる。また、企業の経常利益の伸びが 1.76%縮小するため、民間設備投資の伸びも 0.26%縮小している。

次年度についてみると、円高の影響が長期化することで、影響度が高まっており、実質 GDP 成長率は 0.58%低下する。初年度と比較すると、輸出への影響度が弱まっているものの、経常利益の伸びが 2.96%押し下げられており、影響度が高まっている。

それが設備投資へと波及しており、民間設備投資の伸びは 1.20%押し下げられ、初年度から影響度がかなり高まる結果となっている。以上のように、マクロモデルの試算では、初年度は輸出への影響が大きくなり、また、企業の経常利益も影響を受ける。次年度は、円高の影響が長引くことで、経常利益が大きな影響を受け、設備投資の減少などへと波及していく結果が得られた。

図表 2. 日経 NEEDS の
マクロモデルによる試算結果

(標準予測の伸び率との差、%)

	初年度	次年度
実質国内総生産	▲ 0.40	▲ 0.58
内、民間需要	▲ 0.04	▲ 0.30
民間最終消費	0.09	0.17
民間住宅投資	▲ 0.04	▲ 0.28
民間設備投資	▲ 0.26	▲ 1.20
内、外需	▲ 0.37	▲ 0.30
財貨・サービスの輸出	▲ 2.03	▲ 1.61
財貨・サービスの輸入	0.58	0.32

注: 民間需要、外需は、標準予測の寄与度との差

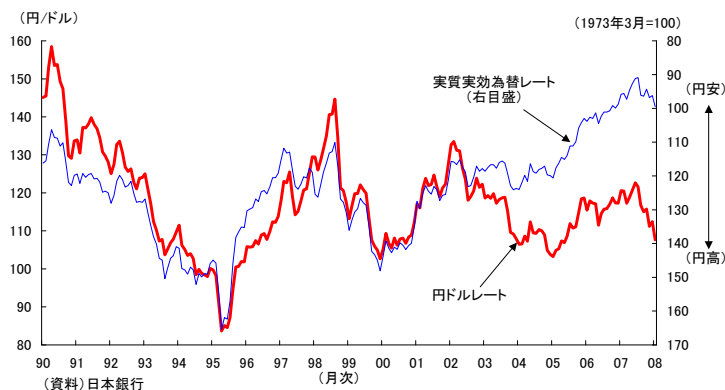
国内企業物価指数	▲ 0.37	▲ 0.13
消費者物価指数	▲ 0.08	▲ 0.10
企業経常利益	▲ 1.76	▲ 2.96

2. 実質実効為替レート of 推移

財務省の貿易取引通貨別比率によると、07 年下半期の輸出は、ドル建てが 49.3%、次いで円建てが 38.7%、ドル以外の外貨建てが 12.0%となっている。マクロモデルでは、全面的に円高になった場合についての試算であったが、為替の実勢をみるには、円について、為替レートを各国の物価上昇率で

調整し、日本からの輸出のシェアでウエイト付けした実質実効為替レートを見る方が適切である。図表 3 は、円ドルレートと実質実効為替レートの推移を並べたものであるが、両者は 02 年頃まで概ね同様の推移をしていたが、それ以降は乖離が生じている。この乖離は、円が主要通貨に対し軒並み円安になったことや、各国の物価が上昇する中で、日本の物価が伸び悩んでいたこと、また、輸出金額に占める米国向け輸出の割合が趨勢的に低下していることで円ドルレートと関連性が薄れていることなどが背景にある。足元の円高についてみても、直近の実質実効為替レートは、07 年平均と比べて 4.6%程度の上昇にとどまっている。ユーロなどに対して円がドルほどは円高になっていないことから、実質実効為替レートは、実際の円ドルレートより円高となっておらず、円ドルベースで換算すると、5 円強の円高にすぎないことに留意する必要がある。

図表 3. 実質実効為替レートと円ドルレートの推移



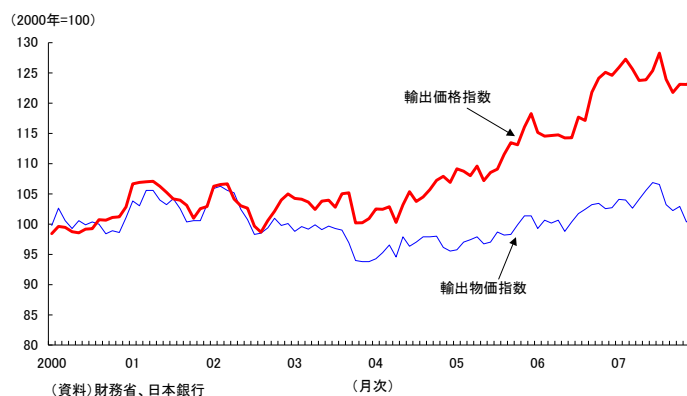
(資料) 日本銀行

3. 輸出の現状

次に、円高の影響が懸念される輸出について現状を確認してみる。図表4は、輸出価格指数と輸出物価指数の推移を並べたものであるが、その推移には乖離が生じおり、拡大傾向で推移している。輸出価格指数は、輸出総額を輸出数量で除して算出されることから、輸出の平均単価を示したものであるのに対し、輸出物価指数は、特定品目を基準年の固定ウェイトで加重平均しているため、品目の高付加価値化が価格へ反映されない。そのため、輸出品目が高付加価値製品へ移行すると、輸出価格指数は上昇するが、輸出物価指数は上昇しないことになる。つまり、その差が拡大しているということは、高付加価値化が進展していることを示している。航空機の機体や自動車のフレームの一部として使用される炭素繊維や、デジタルカメラやビデオカメラなどの撮像機器、石油開発などに使用されるシームレスパイプなど、日本のメーカーが世界市場で高いシェアを占める製品は数多い。これらの製品は高技術に裏付けされたものであり、他企業が一朝一夕でシェアをとって代わることが出来るような製品ではない。その他トップシェアを持つ電子部品等は枚挙にいとまなく、高付加価値化は、価格競争力のある製品を主体に進んでいるものであり、単なる円高によって需要が簡単に縮小するものではないと考えられる。

以上のように、輸出製品の高付加価値化の進展や、世界市場で高いシェアを占める製品を数多く輸出していることは、国際競争において強い価格競争力を持っていることのあらわれであり、円高の影響を緩和することになると見込まれる。

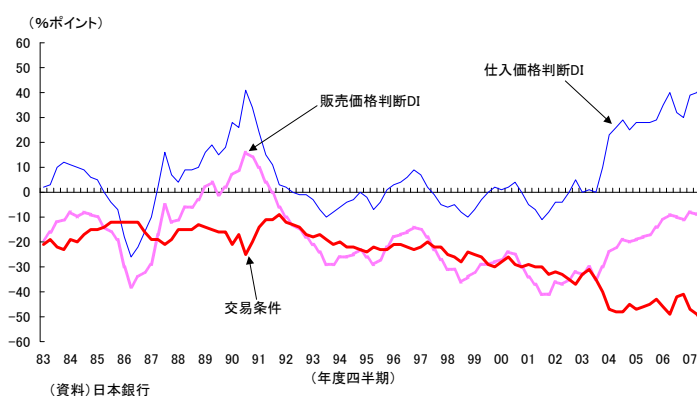
図表4. 輸出価格指数と輸出物価指数の推移



4. 円高のプラス面の効果

中小企業は、景況感の回復が遅れており、景気回復の重石となっている。図表5は、中小企業の交易条件(販売価格判断DI-仕入価格判断DI)の推移を示したものであるが、悪化の一途を辿っているのがわかる。円安は、売上高に占める輸出の割合が低い中小企業にとっては、それほどプラスの影響とはなっておらず、逆に、原油価格などの素原材料価格高騰の影響を大きく受ける中、円での支払い価格の上乗せという形で、中小企業の収益を圧迫している。

図表5. 中小企業の交易条件の推移

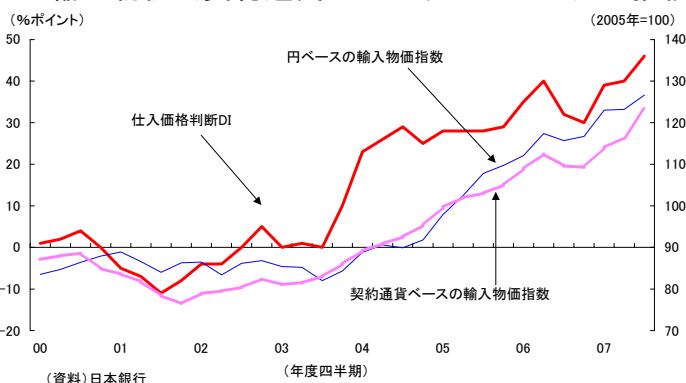


図表6は、中小企業の仕入価格判断DIと輸入物価指数(契約通貨ベース、円ベース)の推移を並べたものである。これによれば、仕入価格判断DIは、円ベースの輸入物価指数に沿った動きをしているが、05年以降は、商品市況の上昇などを反映した契約通貨

ベースの価格を円安がさらに押し上げ、中小企業の収益を圧迫していることがわかる。こうした状況の中、円高は、円ベースでの輸入価格上昇を緩和し、中小企業の交易条件を改善の方向へ向かわせる効果が期待できる。

また、個人消費にとっても円高はマイナスではない。(財)日本エネルギー経済研究所石油情報センターによると、原油価格高騰の影響を受けレギュラーガソリンの店頭現金価格(全国平均)は、150円/リットルの高水準での推移が続いており、家計にとっては大きな負担増となっている。円高は、輸入価格の下落を通じ、家計の負担を減少させる要因として働くため、個人消費にとっては歓迎すべきことである。また、海外からの輸入ブランド品のような嗜好品の価格も下落し、消費者にとってはプラスとなるであろう。このように円高による円ベースでの輸入価格の下落は、消費の実質的な購買力向上の要因となり、個人消費にとって円高はマイナスではなく、プラスに影響することになる。

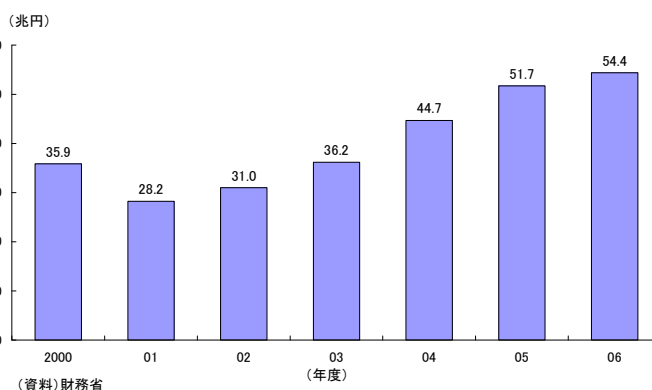
図表6. 中小企業の仕入価格判断DIと
輸入物価(契約通貨ベース、円ベース)の推移



5. まとめ

法人企業統計ベースの企業の経常利益の推移をみると、06年度の企業の経常利益は54兆3,786億円であり、01年度と比較すると2倍弱の水準まで増加している(図表7)。したがって、多少円高が進んだとしても、潤沢なキャッシュフローでその影響をある程度吸収することが出来ると見込まれる一方、これまでみたように、景況感の回復が遅れている中小企業を中心に交易条件が改善することや、国内消費の購買力の向上といったプラスの効果もある。

図表7. 企業の経常利益の推移



単に円高という要素だけ切り出せば、今回の局面においては、マクロモデルで試算したほどの影響は出ないと考えるのが妥当であろう。むしろ、その背景にある世界的な需要の減退懸念が顕在化するか否かが、今後の日本経済の行方を決定する最大の要素である。

(財務企画部 宮里 祐二)