

調査レポート

日本経済ウォッチ (2010年9月号)

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
～ 過去最大のたばこ税増税で何が変わるか? ～
2. 景気概況 p.2
～ 先行き懸念はあるものの、景気回復の動きは続く～
3. 今月のトピック p.3 ~ 10
～ 円高は景気を失速させるのか
(1) 景気の現状 ~ 高まる景気の下振れ懸念
(2) 円高は景気にどの程度影響するのか? ~ 深刻な影響には至らない
(3) 為替相場と輸出の予想
～ 行き過ぎた円高は修正され、輸出は増加が続く

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社
調査部 小林 真一郎、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4
TEL: 03-6711-1250

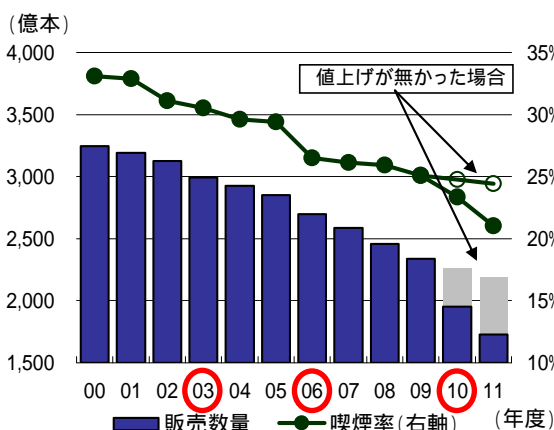
1. 今月のグラフ ～過去最大のたばこ税増税で何が変わるか？～

今年10月、たばこ税は過去最大となる1箱70円（1本あたり3.5円）の税率引き上げが実施される。1998年のたばこ特別税創設以降、2003年と2006年にもたばこ税増税が実施されているが、過去2度の増税が1箱16～17円程度だったことと比較すると、今回の引き上げ幅の大きさは際立つ。さらに、たばこメーカーは、価格上昇による需要減を補うため、増税幅を上回る本体価格の値上げを予定しており、例えば、人気銘柄「セブンスター」の価格は300円から440円へと上がる。少子高齢化に加え、2003年に施行された「健康増進法」では受動喫煙の防止が義務付けられ、人々の健康志向が高まっていることもあり、喫煙率は低下傾向が続いている。1970年頃に45%を超えていた喫煙率は、2010年5月時点で23.9%まで低下した。この結果、現在の喫煙人口は2400万人強と、ピーク時よりも1100万人程度減少したとみられる。たばこの販売数量は1996年度の3483億本をピークに減少が続いており、2009年度の販売数量は2339億本となった。とはいえ、喫煙者1人あたりに換算すると、年間で約460箱も購入していることになる。

今回の大幅な増税は、たばこ税収入へどう影響するのだろうか。過去2度の増税後には、喫煙率が低下したり販売数量が落ち込んだりする一方、税収は微増した。ここで、低下トレンドに価格上昇の影響を加味して喫煙率を推計すると、価格改定後の2011年度の喫煙率は21.0%と、値上げが無かった場合と比べて2.0%ポイント押し下げられると試算される。この結果、販売数量は価格改定前の2009年度と比較して19.2%減少する見込みである（図表1）。一方、1本あたりの税率は大幅に引上げられるため、2011年度には、増税しなかった場合よりもたばこ税収入は増加する公算が大きく、一時的には減少に歯止めが掛かる可能性がありそうだ（図表2）。もっとも、今後も人口構成や喫煙環境の変化など様々な要因から、基本的には喫煙率の低下は続くと思われる。それに伴って販売数量は減少し、再び税収も減少することになるだろう。今回のたばこ税増税を、恒久的な財源確保の手段と捉えるべきではない。むしろ、喫煙率を引き下げることを通じて、人々の健康増進に寄与する効果などを重視するべきだ。

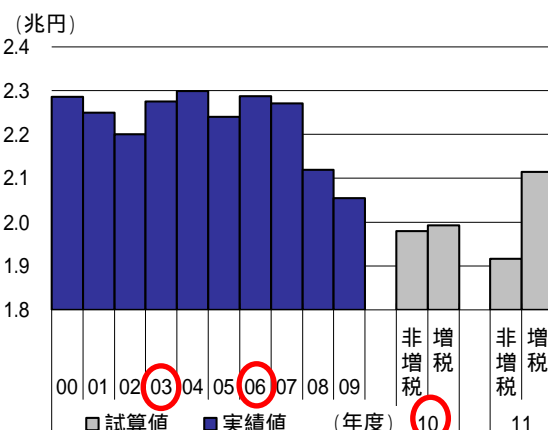
（尾畠 未輝）

図表1 たばこの販売数量と喫煙率



(注)総務省「人口推計」を元に、20～84歳の喫煙率を当社で推計
(出所)日本たばこ協会、日本たばこ産業株式会社

図表2 たばこ税収入



(注)試算値は当社による推計
(出所)財務省、総務省

2. 景気概況 ~ 先行き懸念はあるものの、景気回復の動きは続く ~

勢いが鈍りつつあるものの、景気は回復の動きは続いている。

2010年4~6月期の実質GDP成長率は、1次速報値では前期比+0.1%（年率+0.4%）と低い数字となったものの、2次速報値で同+0.4%（同+1.5%）に上方修正された。外需寄与度が前期比+0.3%と5四半期続けて成長率を押し上げる一方で、内需寄与度が前期比同横ばいにとどまるなど内需の弱さが目立つものの、3四半期連続でプラス成長を維持している。個人消費は前期比横ばいながらも高水準を維持しており、企業の設備投資は3四半期連続で増加するなど、景気回復の動きが続いていることを再確認する内容であるといえる。

今年度に入ってから弱めの経済指標の発表が続き、景気の先行きに対する不透明感が高まる原因となっていたが、夏場以降の指標では持ち直しが期待される。

まず、鉱工業生産は、6月に前月比でマイナスに転じたものの、7月には同+0.3%と小幅ながら増加に転じた。生産予測指数では、8月、9月とも増加が予想されており（それぞれ前月比+1.6%、+0.2%）、増加基調は維持されている。政策効果の剥落が予想されている輸送機械ではすでに減産が進められているが、内外で需要が持ち直している一般機械や電気機械などで回復の動きが続いている。

輸出は、6月の実質輸出が前月比-0.9%と16ヶ月ぶりに減少したが、7月は同+2.4%と盛り返した。堅調を維持していたアジア向け輸出の勢いがこのところ一服しているが、欧米への輸出が底堅く伸びており、円高の影響は今のところ顕著には見られない。

企業業績の改善は足元でも続いている。4~6月期の法人企業統計では、経常利益が前期比+2.3%と5四半期連続で増加した。コスト削減効果は一巡しつつあるものの、売上高が順調に増加していることが利益を押し上げた。

個人消費は、自動車、薄型テレビといった耐久財を中心に持ち直しの動きが続いている。中でも補助金の支給期限の迫っている自動車では駆け込み需要が出ており、8月の乗用車販売台数は前年比+49.0%と急増した。しかし、需要を先食いしてきた反動が年度後半に出ることは確実であり、景気全体に対するマイナスの影響が懸念される。なお、エコポイント制度については、2011年3月末まで延長される可能性が出てきており、そうなった場合には年度後半の消費の落ち込みを緩和する要因となる。

もっとも、7月の一人あたり現金給与総額が前年比+1.3%と5ヶ月連続してプラスとなるなど明るい材料もある。6、7月とも特別給与が増加しており、夏のボーナスの増加が全体を押し上げたものと思われ、企業業績の改善の動きが家計部門に浸透し始めている。3月以降、4ヶ月連続で上昇していた失業率は、7月に5.2%に低下し、ようやく悪化が止まった。雇用・所得環境が依然として厳しい状況にあることに違いはないが、今後も改善の動きが続くようであれば、年度後半の個人消費を下支えする材料となる。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック ~ 円高は景気を失速させるのか

景気は2009年の春先をボトムに回復の局面にあるが、最近では回復の勢いが鈍化してきたとの見方が強まっている。こうした中、円高の進行が輸出の減少を通じて景気を悪化させ、場合によっては景気が二番底に陥るのではないかと懸念も出ている。そこで今回は、円高の景気に及ぼす影響について検討した。

(1) 景気の現状 ~ 高まる景気の下振れ懸念

最近の経済指標をみると弱めの経済指標の発表が目立っており、景気の先行きに対する不透明感が高まる原因となっている。リーマン・ショック後の急速な景気悪化の影響で、季節調整値でみた場合、今年1~3月期の数字が高く、4~6月期の数字が低く出やすくなっている可能性がある。ただし、そうした影響を考慮しても、回復の勢いが鈍ってきているのは確かである。もっとも、7月の数字については全般的に再び持ち直してきており、必ずしも一方的に景気が失速しつつあるわけではない。

まず、鉱工業生産指数においては、明らかに勢いが鈍ってきており、4~6月期は前期比+1.5%と、1~3月期の同+7.0%から伸びが大きく鈍化した(図表1)。同時に、生産回復の原動力となってきた輸出も、5、6月の輸出数量指数(季節調整値)が前月比-0.2%、-1.3%と2ヶ月連続でマイナスになるなど増加に一服感が出ている。

もっとも、鉱工業生産は7月に前月比+0.3%となった後も、生産予測調査では、8、9月とも前月比増加が見込まれており、減少傾向に転じたわけではない。生産予測調査通りの結果となれば、7~9月は前期比+0.7%と増加基調が維持される見込みである。また、輸出数量指数も、7月には前月比+1.6%と3ヶ月ぶりに増加に転じた。

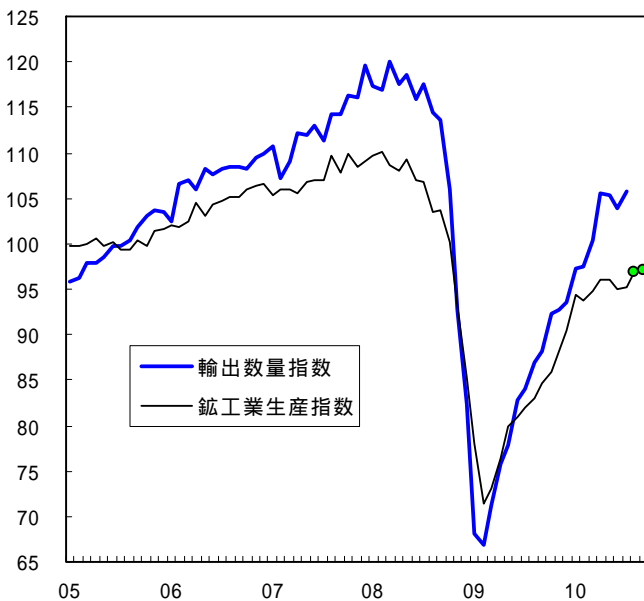
雇用情勢でも失業率が6月まで4ヶ月連続で悪化し、最悪期を脱したものの依然として厳しい状況にある。7月には再び低下したものの、改善の動きが遅いことに変わりない。また、住宅着工件数や機械受注といった指標においても、上昇に転じた後の勢いは弱いままである。

内需の動きが鈍い中では、今後も輸出に頼らざるを得ない状況が続くと考えられる。海外市場における販売在庫復元の動きが一服してきたこと、一部の業種で供給制約の問題から輸出が滞ったことなどを考えると、足元の輸出の鈍化の動きが一時的な理由によるものとも考えられる。しかし、米国、中国などの海外経済の動向に先行き不透明感が広がるなど、必ずしも輸出環境は良好であるとはいえない。

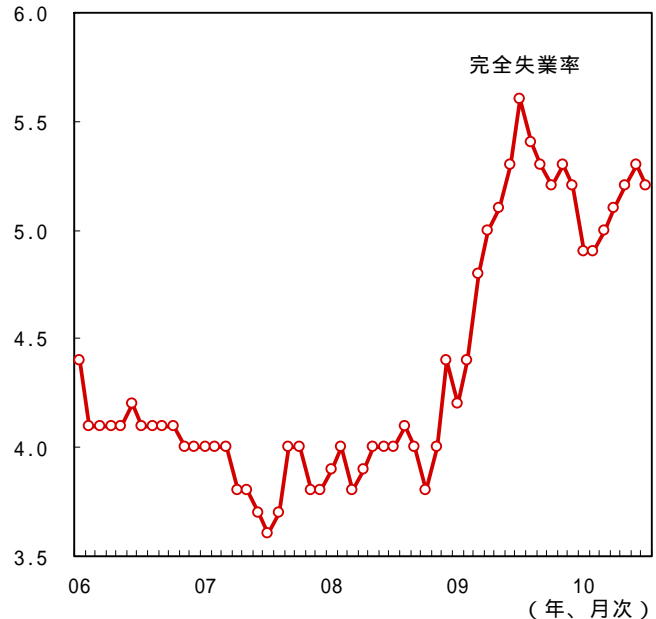
さらに、ここにきて、円高の進行という懸念材料が出てきた。円高は特に夏場になってから進んでおり、輸出にとってマイナスの影響が出てくるとすればこれからである。現状の円高は、景気ないしは輸出に対して深刻な悪影響を及ぼすのであろうか。

図表 1 . 弱めの動きが目立つ最近の経済指標

(2005年 = 100、季節調整値)



(%, 季節調整値)



(注) 「 」は製造工業生産予測調査結果(8,9月)から試算

(出所) 経済産業省「経済産業統計」、日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「労働力調査」

(2) 円高は景気にどの程度影響するのか? ~ 深刻な影響には至らない

海外経済の先行き不透明感や金利先安感を反映して、円は対ドルで一時 83 円台をつけるなど、およそ 15 年ぶりの水準にまで上昇している。こうした事態に対し、政府・日銀は相次いで声明を発表するなど円高の進行に対する警戒感を強めている。日本銀行は円高などの進行により景気の先行き不透明感が高まったとして、8 月 30 日に臨時の政策決定会合を開き、固定金利方式による共通担保資金供給オペを従来の期間 3 ヶ月・20 兆円に、期間 6 ヶ月・10 兆円を追加することを決定した。ただし、日本銀行のこの金融緩和策は、直接的に円高に歯止めをかけるためのものではなく、円高で景気が悪化することを回避するための措置であり、実際に発表直後にむしろ円高が進んだ。

政府は、必要とあれば円売り介入の実施も辞さない構えであり、市場ではさらに円高が進んだ場合には日本単独での介入が行なわれるとの観測が強まっている。もっとも、米国や欧州が自国通貨安を容認し、輸出主導による景気回復を図っている状況下では、単独での介入には限界があるとの見方が大勢である。

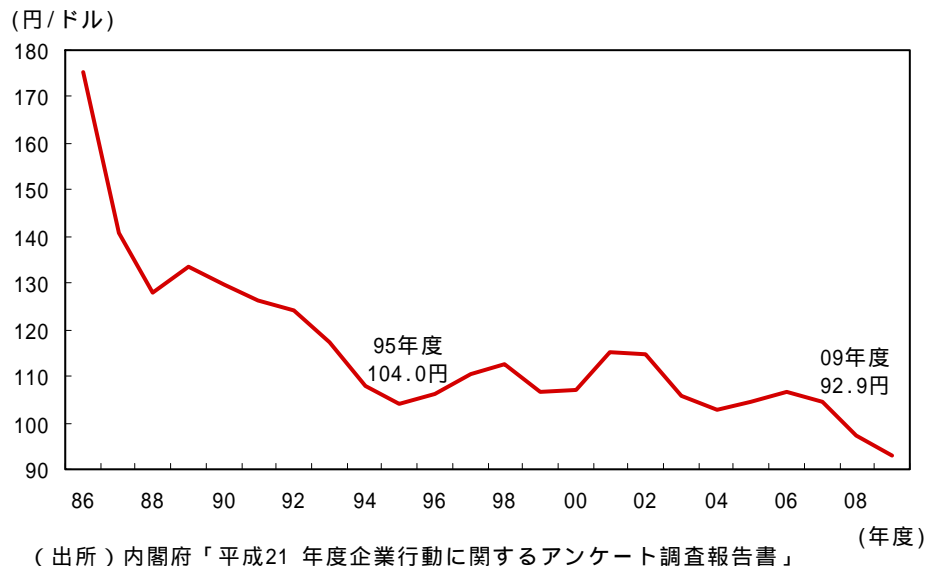
現在の為替の水準であるが、今年度初めの水準と比べると対ドルで 10 円程度の円高であるが、80 円台半ばまでの円高であれば、2008 年末から 2009 年初めにかけての期間や 2009 年 11 月につけた水準に概ね近い(図表 2)。15 年ぶりとはいえ、過去 2 年のうちに 2 回にわたって経験した水準にかなり近く、輸出企業の円高への対応、たとえば為替オプションやスワップの購入、先物予約比率の引き上げ、生産財の輸入品への切り替えなどのコストの外貨建て化といった対策は、今回の局面ではある程度進んでいると考えられる。

図表2 . 1ドル = 80円台半ばの円高は過去2年で3回目



最近(2010年1月時点)の輸出全産業の採算円レートをみると、1ドル = 92.9円となっているが、これは円が史上最高値をつけた1995年時点より10円以上も円高方向にシフトしている(図表3)。過去15年間に於いて、輸出企業が円高対策を進めてきた結果であり、同じ1ドル = 80円台といっても、経営に対するマイナスの影響は薄らいでいる。

図表3 . 輸出全産業の採算円レート

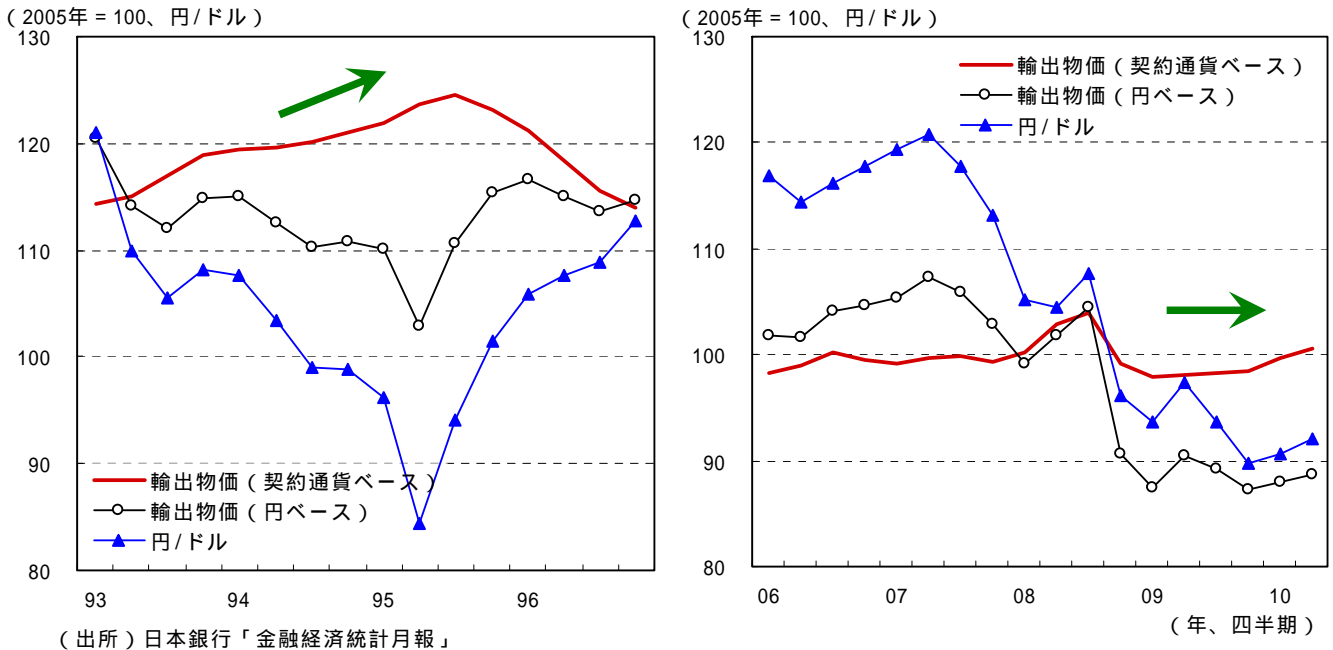


こうした円高への対応力は、実際の企業の輸出価格においても見ることができる。図表4は、輸出企業の輸出価格の動きを、1995年当時と最近とで比べたものである。まず、左側の1995年の円高局面では、円高の進行とともに円建ての輸出価格(ここでは円建ての輸出物価指数を使用)すなわち実際に輸出企業が手に入れることができる円の金額も低下し

ている。これは、値引きして販売していることを示す。一方、契約通貨ベースの輸出価格は上昇している。これは、それ以上の値引きは収益的に厳しいため、円高による利益の目減りの一部を外貨建ての販売価格に転嫁、すなわち値上げしたことを示す。

ところが、図表右側の最近の円高局面では、円高が進むにつれ円建ての輸出価格が低下している点と同じだが、契約通貨ベースの輸出価格はほとんど変化していない。すなわち、2007年からの円高局面において、円高による利益の目減りを輸出企業が自ら吸収しているのである。これは、輸出数量の回復やリストラによる収益力の上昇に加え、輸出企業にある程度の円高への対応力がついているためと考えられ、実際、2009年度に入ってから円高が進む中であっても業績の改善は続いている。現在の輸出企業にとって1ドル=80円台半ばは、1995年当時ほど経営に深刻な打撃がある水準ではないようである。

図表4．輸出価格の動向（95年時と最近の比較）



1995年当時の1ドル=80円台半ばと最近の1ドル=80円台半ばが、輸出企業の経営に及ぼすインパクトが異なっている点は、名目実効為替レートと実質実効為替レートの格差においても確認することができる。

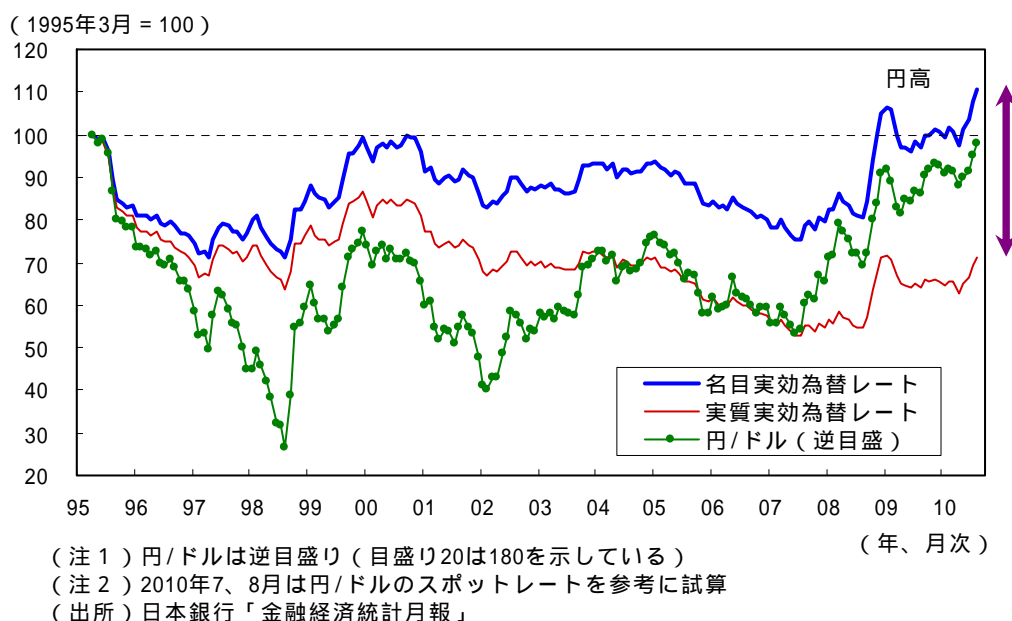
図表5は、円/ドルの月中平均値が最も円高であった1995年3月を100とし、円/ドルレート、名目実効為替レート、実質実効為替レートの推移をみたものである。まず、足元の円/ドルはほぼ1995年3月と同水準にある。名目実効為替レートは100を上回っているが、これは円がドル以外の通貨に対して、対ドルでよりも円高になっていることを示している。この名目実効為替レートと比べると、実質実効為替レートは約35%円安の水準にある。この実質ベースで35%の円安の意味はどう考えればいいのか。

この両者の格差は、同期間における日本と貿易相手国の物価水準の格差である。1995年以降の15年間で日本の消費者物価指数はほとんど水準が変わっていないことを勘案すると、15年間で貿易相手国の物価が総じて約35%上昇した計算になる。たとえば、1995年時点で100万円の商品Aは、日本では物価が上昇していないので、現時点でもそのまま100万円で売られている。1995年に、この商品AをB国でドル建て販売した場合、1ドル=80円であれば1万2,500ドルになる。同じ商品Aを現時点においてドル建てで販売しても、為替レート（名目）が1ドル=80円にままなら販売価格は1万2,500ドルで変わらない。

ところが、B国ではこの15年間で物価が35%上昇しているので、商品Aが販売価格1万2,500ドルまま据え置かれていれば、これは格安な商品である。このため、B国における様々な物やサービスの上昇と同じ幅である35%までであれば、割高と感じさせることなく商品Aも値上げすることができる。この場合、値上げ後の販売価格は1万6,875ドルとなる。商品Aは円建てでは今でも日本では100万円のまなので、ここから逆算すると1ドル=59.3円となる。すなわち、この輸出企業は円建てで100万円の売上を得るためには、1ドル=59.3円まで円高が進んでも可能ということになる。この1ドル=80円と59.3円の格差が日本と貿易相手国の物価水準の格差である（ $59.3 \text{円} \times 135\%$ で80円となる）。

1ドル=80円が適正レートなのか、どれとかなり円高に振れている水準なのかは別にして、1995年において1ドル=80円の名目為替レートが輸出企業の経営に与えたのと同じインパクトは、現時点では1ドル=59.3円の名目為替レートに相当することになる。

図表5．実効為替レートの推移

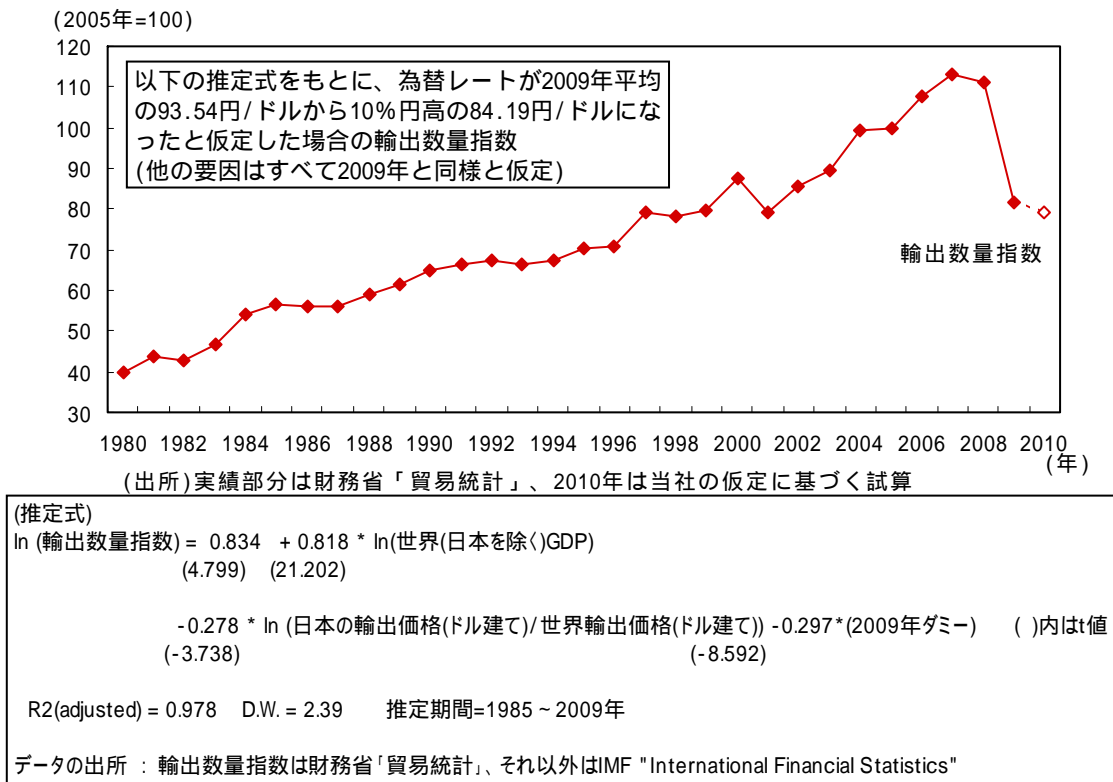


もっとも、1995年当時ほどのマイナスのインパクトではないとはいえ、1ドル=80円台の円高は、採算円レートからみても輸出企業にとって厳しい水準であることにはかわりな

い。それでは、現在の円高によって、輸出がどの程度減少するリスクがあるのだろうか。

輸出数量が価格要因（為替レートの変動）と需要要因（海外経済の成長率）によって変動するとし、輸出数量の変動の大きさを推計したのが図表6である。これによれば、為替レートが2009年平均の1ドル=93.5円から10%円高の84.2円になった場合、世界経済の成長率などの条件が2009年と変わらないと仮定すれば、輸出数量指数が約2.8%減少すると試算される。この程度の落ち込みであれば、海外経済の回復が続けば需要要因によって十分にカバーできる範囲であり、輸出減少が原因で景気が二番底に陥ることは回避できるであろう。

図表6．輸出数量指数の需要要因と価格要因による変動

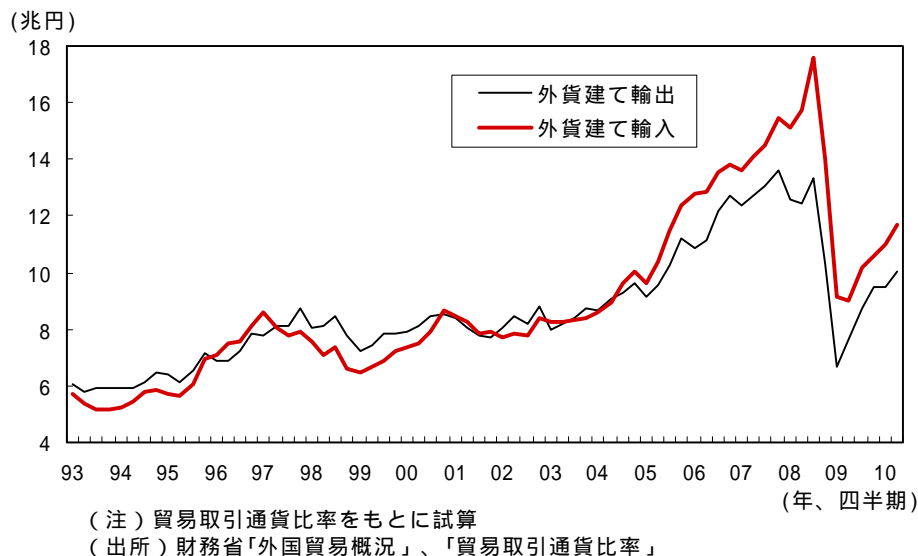


なお、最近では円建てでの貿易取引が増加し、外貨建てでの取引が減少しているため、円高の進行が必ずしも日本経済全体にとってマイナスであるとは限らなくなっている。製造業を中心に企業が積極的に海外に生産拠点を移転し、また海外の現地企業との間で合併会社を設立した結果、貿易においては海外の日系企業との間の取引が増えてきている。こうした取引では決済通貨に円が利用されることが多く、2010年上期の実績では、輸出の41.0%、輸入の23.6%が円建て取引で行われている。

貿易取引において、為替市場の変動の影響を直接受けるのは外貨建ての取引であるが、外貨建て輸入額と外貨建て輸出額を比べると、輸入が輸出を上回る状態が2005年頃から続いている（図表7）。これは、円高が進んだ場合、短期的には輸出よりも輸入への影響が大

きいということを意味している。つまり、円高が進んだ方が日本全体にとってはメリットが大きいということである。もっとも、円高になった場合、そのメリットを企業が独占するのではなく、輸入価格の下落を通じて消費者に還元される部分も多いと思われる。このため、企業部門としては円高のデメリットの方が大きい可能性があるが、それでも経済全体ではメリットの方が大きくなっているはずである。

図表7．外貨建て輸出入の推移



(3) 為替相場と輸出の予想～行き過ぎた円高は修正され、輸出は増加が続く

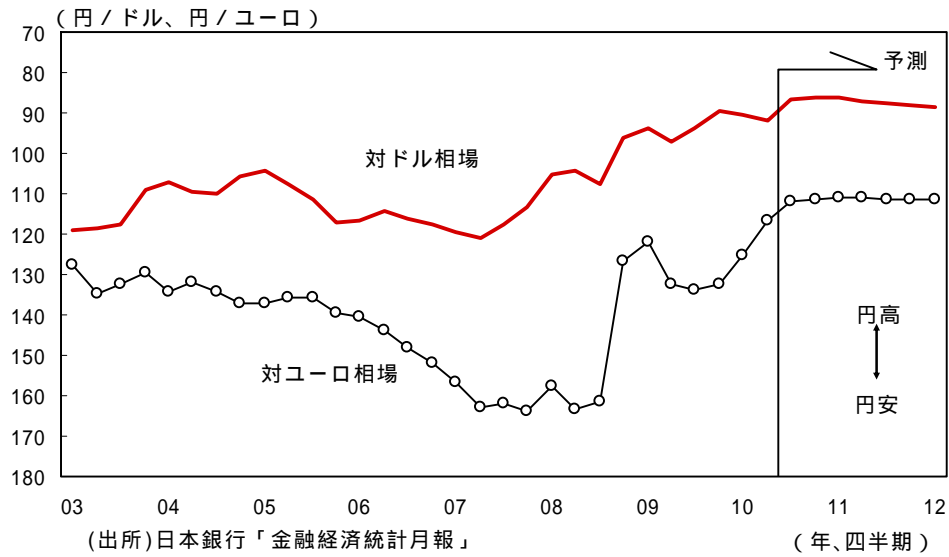
今後の円相場はようになるのだろうか。円がここまで買われてきたのは、積極的な買い材料があったためではなく、ドルやユーロに売り材料が出てくる中で、一時的な資金の逃避先として消去法的に買われてきたのに過ぎない。こうした消極的な材料による上昇がいつまでも続くとは考えづらい。

また、日本の単独での為替介入であっても、その規模が大きければ、円高の速度を一時的に緩和させることは可能である。必要であれば、円高の景気へのマイナスの影響を緩和させるために、日本銀行が追加で金融緩和を行う可能性もある。

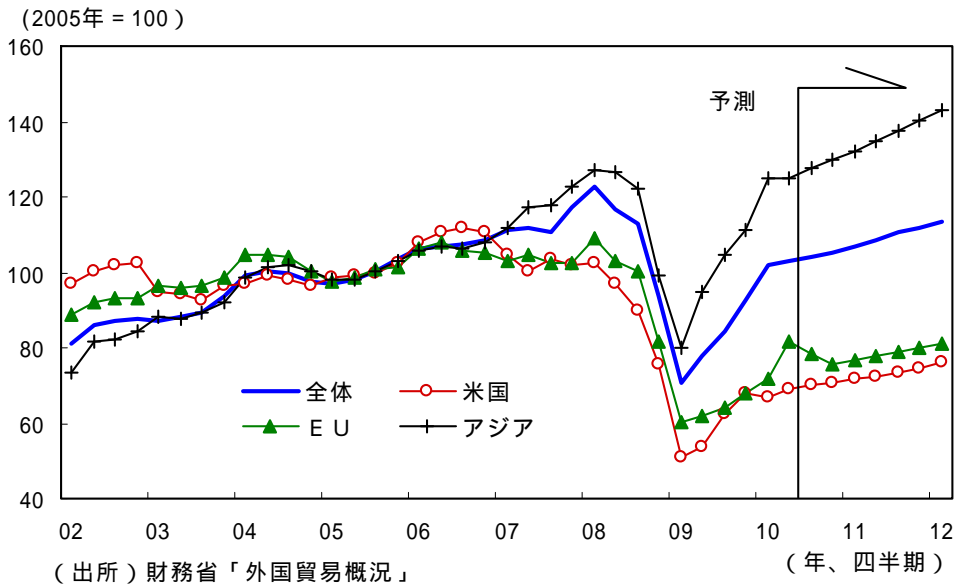
世界経済の先行きに対する悲観的な見方が後退すれば、いずれ、対ドルで 80 円台前半の行き過ぎた円高は修正されることになるであろう。現状のレベルが概ね円の最高値圏であり、今後は徐々に行き過ぎた円高が修正されるものと予想される(図表8)。

また、今後さらに円高が進み、そのレベルが定着しない限りは、輸出が致命的なダメージを受ける懸念はそれほど大きくはないと考えられる。欧州での信用不安の高まりなどリスク要因はあるが、世界経済は基本的に回復基調で推移するとみられ、ペースが鈍ってはくるものの、輸出は今後も増加が続くと見込まれる(図表9)。そのけん引役となるのは、引き続き中国を含んだアジア地域であろう。

図表8．為替相場の予想～行き過ぎた円高は修正へ



図表9．輸出数量の予想～アジアを中心に増加が続く



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。