
けいざい早わかり 2014年度第10号

円安の行方と国内経済への影響

【目次】

- Q1. 円安・ドル高が進んでいますね？ p.1
- Q2. 今後も円安は続きますか？ p.2
- Q3. 円安になると輸出が増えますか？ p.3
- Q4. 円安は国内景気にとって本当にプラスですか？ p.4
- Q5. 対ユーロでも円安が進むでしょうか？ p.5

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、芥田 知至 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q1 . 円安・ドル高が進んでいますね？

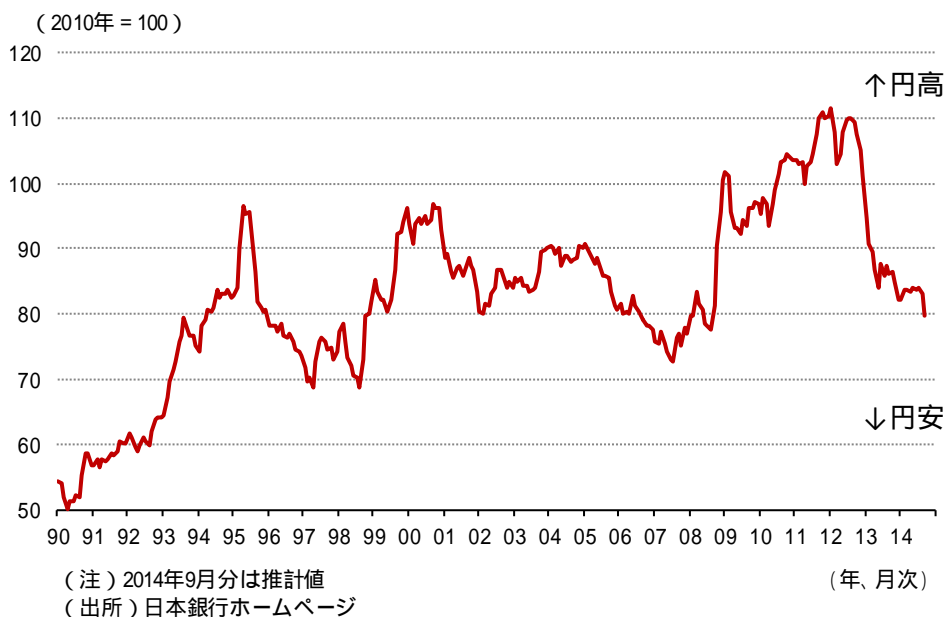
- ・ 8月後半から円安・ドル高が進み、10月上旬には一時1ドル=110円台まで円安が進みました（図表1）
- ・ 為替市場では、2012年秋以降、円安傾向が続き、それまでの1ドル=80円を下回る水準から、2013年12月には1ドル=105円台まで円安が進んでいました。もっとも、2014年に入って円安の動きは一服し、新興国経済への懸念を背景に投資家のリスク回避姿勢が強まった2月上旬には100円台まで円高に戻しました。その後、米国の金融政策を巡る思惑などを背景に一進一退が続き、特に5月～8月前半は、101～102円台を中心とした非常に狭いレンジで推移していました。このため、8月後半以降の円安は、1カ月の間に7円も円安に振れるというかなり急なものでした。このドル円相場は、2008年8月以来の円安水準です。

図表1 . 円の対ドル相場の推移



- ・ 通常、目にする為替レートは2つの通貨の交換比率ですが、ある通貨の総合的な値動きをみる指標として実効為替レートという考え方があります。実効為替レートは、個別の為替レートを貿易額のウエイトで加重平均したものです。日本銀行が国際決済銀行（BIS）の方式に基づいて作成している円の実効為替レートをみると（図表2）8月の実績値に比べて9月（試算値）は約3%円安になっています（1ドル=109円台に乗せた9月後半は約4%の円安）。ドル円相場と同様に、2008年8月以来の円安水準です。円がドルに対してだけでなく、多くの通貨に対して値下がりしているのが分かります。

図表2 . 円の実効為替レートの推移

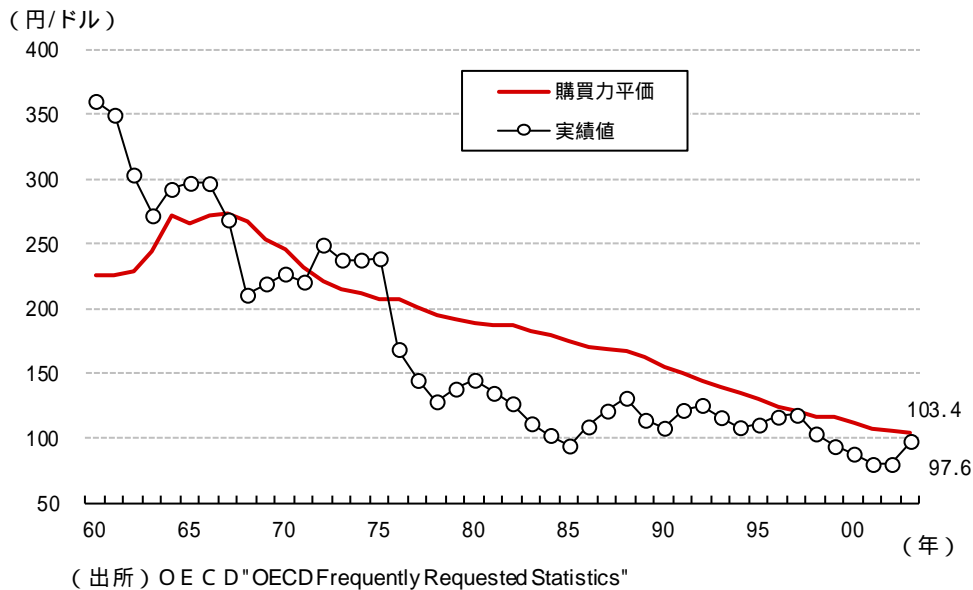


Q2 . 今後も円安は続きますか？

- ・ 8月後半以降に急激な円安が進んだ背景には、8月20日に公表された7月の米連邦市場公開委員会(FOMC)の議事要旨、8月22日のジャクソンホールにおけるイエレンFRB議長の講演の内容、9月16~17日に開催されたFOMCの結果などをきっかけとして、米国の金融政策が非常手段である量的金融緩和から着実に正常化に向かっていることや、利上げ開始後の引き締めテンポがそれまでに予想されていたよりも速い可能性があることを織り込む動きがありました。すでに、それらを織り込んだ今となっては、円安の動きは一服し、今後の為替相場の動きは緩やかになってくる可能性があります。
- ・ もっとも、米国が金融政策の正常化から利上げに向けて進もうとしているのに対して、日本では追加の金融緩和観測が続いています。このように日米の金融政策の方向が全く異なる状態にあるため、今後、米国の景気指標が上振れして利上げ開始時期の予想が前倒しされるような場合や、日本の景気指標が下振れして追加金融緩和観測が強まるような場合には、一段の円安・ドル高が進む可能性があります。
- ・ また、かつては、日本の貿易収支や経常収支は恒常的に黒字であり、円高圧力の要因とされてきました。しかし、現在では貿易収支の赤字幅が拡大し、経常収支の黒字幅が大幅に縮小していることが円売りの材料になっていると考えられます。このような対外収支バランスの変化も、円安が進みやすい要因のひとつといえるでしょう。
- ・ 円安・ドル高の目途ですが、現時点では、1ドル=110円をさらに大幅に上回るような状態が長期にわたって続くことはないと思われます。為替レートの適正水準を考える際の目安として、各国の物価水準を均衡させる購買力平価という考え方があります。ハンバーガ

ーだけが取引されている経済の場合、A国とB国で販売されているハンバーガーの価格が同じ水準になる為替レートが適正だという考え方です。実際の経済では様々な品目が取引されていますが、経済開発協力機構（OECD）が各国のGDPの構成品目に基づいて計算している購買力平価は、2013年時点で103.4円となっています（図表3）。多少の幅をもって考える必要はありますが、今後も円安・ドル高の動きが続いたとしても、購買力平価から大きくかい離れた水準が定着することは難しいでしょう。

図表3．円の購買力平価の推移



Q3．円安になると輸出が増えますか？

- ・ 2012年秋以降の円安局面において輸出はあまり増えていませんし、今後も急速に増えていくことは期待できそうにありません。これまで円安になると、輸出が増えて国内景気にプラスになるという期待感が高まり、株価も輸出企業を中心に上昇してきました。しかし、日本はいまや円安になっても輸出が増えづらい構造になっているといえます。
- ・ まず、事実を確認してみましょう。図表4は最近の輸出の状況を輸出数量指数でみたものですが、2012年秋以降に円安が進んだにもかかわらず、輸出数量はおおむね横ばい圏での動きにとどまっています。この間、海外景気も回復が続きましたので、輸出環境としては良好な状態が維持されていたはずですが。
- ・ 通常、円安が進めば、外貨建てで輸出していた日本の輸出品が円建てに引き直したときに膨らみます。輸出企業にとってみれば自動的に売上高が増えることとなりますので、そこで得た利益を使って海外市場で安く売ること可能となります。つまり、海外製品に対して輸出品の価格競争力が高まることになるのです。そして、輸出品を安く売れるのであれば、やがて輸出数量も増えてくるだろうという予想が、円安になれば輸出が増えるという期待の背景にあります。

- ・ しかし、最近では、製造業の生産拠点の海外移転が進んでいることや、海外との競争に押されて生産から撤退した製品が増えたため、国内での生産能力が削減されており、輸出しようにも輸出品を生産できない状況にあります。もちろん、海外に移した生産拠点を国内に回帰させ、積極的に設備投資を行って生産能力を回復させれば輸出が増える可能性はあります。しかし、短期間のうちにグローバルな生産体制を変更することは困難です。また、需要のあるところで生産することが製造業の基本姿勢であり、再び円高になったときのリスクまで勘案すると、国内で生産を再開するメリットは小さいといえます。
- ・ 今後、海外景気が順調に拡大すれば、日本からの輸出も増えると予想されます。しかし、それは日本製品に対する需要が高まるからであって、必ずしも円安になったから輸出が増加するというわけではありません。

図表4 . 輸出数量指数の推移



Q4 . 円安は国内景気にとって本当にプラスですか？

- ・ 円安が進んでも輸出が増えないのであれば、このまま円安が進むと、国内景気に対してマイナスとなる可能性が高いといえます。最近の円安に対して、産業界からも、円安の行き過ぎは景気にとってマイナスとの意見も出てきており、今後は円安のマイナス効果にも目配りが必要です。それでは、具体的に国内景気に対する円安のプラス効果とマイナス効果について考えてみましょう。
- ・ まず円安のプラス効果についてです。円安になって輸出が増えなくても、輸出企業の利益の押し上げ要因にはなりません。もっとも、輸出企業の利益が増えただけでは、株価が上昇するにとどまり、景気を押し上げることにはなりません。輸出企業が、増加した利益で、国内で設備投資を増やすか、賃金を引き上げるか、雇用を増やすかして、初めて景気にプラスの効果が出てきます。
- ・ 最近の設備投資は、企業の慎重な姿勢を反映して、緩やかな増加にとどまっており、国内景気を牽引するには力不足の状態です。また、賃金についても、企業業績の改善を背景に 2014 年度に

なって少しずつ増加していますが、実質ではマイナスの状態にあるなど、個人消費を押し上げるほどの大幅な増加には至っていません。このように、円安で儲かった輸出企業の利益が国内に還元され、それが景気を押し上げるという効果は依然として小さいと考えられます。

- ・ 一方、円安のマイナス効果ですが、輸入品価格が値上がりするため、企業や家計はコストの増加を強いられることとなります。一般には、円安になって輸入品の価格が上昇すると、輸入が抑制されるはずですが。しかし、原材料、鉱物性燃料、食料品などは価格が上昇しても輸入を続けざるを得ないこと、海外での現地生産に切り替えたり、日本企業が生産から撤退した薄型テレビ、携帯電話、パソコンといった情報通信機械や冷蔵庫、洗濯機、エアコンといった白物家電などは国内生産で代替できないことから、高い輸入品であっても買わざるを得ない状態です。
- ・ 現在、円安コストの増加分は企業部門で吸収するか、家計部門で負担しており、特にエネルギー価格の上昇が大きな負荷となっています。コストの増加分を誰が負うのかは、その時の力関係によりますが、中小企業に負担がしわ寄せされることや、物価上昇という形で消費者にコスト増加分が転嫁されることが多いといえます。
- ・ また、日本の貿易収支が赤字の状態にあることから考えても、マイナス効果の方が大きいことは明らかです。円安により輸入が一段と増加すると、赤字幅がさらに拡大することになり、それだけ所得が海外に流出するためです。
- ・ また、このまま円安が続けば、海外投資家が日本の金融資産を売却する可能性が出てきます。円建て資産を保有し続ければ、為替差損が拡大する懸念があるためです。日本の株や国債が売られれば、それ自体がさらに円安を助長する要因となります。
- ・ 以上の様々な理由から考えて、購買力平価などから大きくかい離した実力以下の円安は、今の日本の経済構造の下では、かえって国内景気にマイナスであるといえるでしょう。

Q5 . 対ユーロでも円安が進むでしょうか？

- ・ 円の対ユーロ相場は、2014年に入って緩やかな円高・ユーロ安傾向で推移してきました。9月に一時1ユーロ140円前後まで円安・ユーロ高が進む動きがあったとはいえ、年初(1ユーロ=145円前後)に比べると、円高・ユーロ安の水準にとどまっています(図表5)。
- ・ ユーロ安圧力が生じている背景には、ユーロ圏で景気の持ち直しが一服し、デフレ懸念が高まっていることを受けて、欧州中央銀行(ECB)が金融緩和を進めていることがあります。6月のECB理事会では、主要リファイナンス・オペ金利の引き下げ、預金ファシリティ金利のマイナス化、貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)の導入などの一連の金融緩和策が決定されました。また、9月のECB理事会では、各政策金利の追加利下げや、資産担保証券(ABS)とカバードボンドの買い入れ実施が決定されました。これらの金融緩和策を受けて、ユーロは対ドルを中心に下落しました。
- ・ 今後も、ユーロ圏の景気回復力は力強さを欠き、ECBによる追加金融緩和観測は根強く

残ると考えられます。このため、ユーロは対ドルを中心に下落傾向が続きやすいと思われ
 ます。もっとも、円とユーロの相場を考える場合には、先述のとおり、日銀による追加緩
 和の観測が円の下押し材料となります。円とユーロのどちらが弱いかという比較になるた
 め、円の対ユーロ相場は、一方向に大きく変動しづらいと思われれます。

図表5 . 円の対ユーロ相場の推移



お問い合わせ先 調査部 小林 真一郎、芥田 知至
 E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。