

円安で景気は回復するのか？

企画調整室 客員調査員 小林 真一郎
(三菱UFJリサーチ&コンサルティング主任研究員)

1. 円安により高まる景気回復への期待感

2012年11月半ば以降の円安と、それを受けての株高によって、景気の先行きに対して明るい見方が広がっている。ところで、なぜ円高になれば景気にマイナスで、円安になればプラスと一般には考えられるのだろうか。実際には、円高のメリットや円安のデメリットも存在するはずである。

本稿は、こうした問題意識に対して一定の回答を導き出そうとするものである。構成としては、まず円安のメリットとして主要な3点を指摘し、それが景気に対してどのくらいのプラス効果を及ぼすか検討する。次に、円安のデメリットとしてコスト上昇を取り上げ、景気へのマイナス効果について検討する。最後に、円安のメリットとデメリットを比較した場合、期待されるほどメリットが大きくない可能性を指摘し、それでも円安のメリットが大きいと認識されやすいのはなぜか、その理由を考察した。

2. 円安のメリットと景気への影響

円安のメリットには、主なものとして3つが挙げられる。景気に対してどの程度の押し上げ効果が期待されるのか、それぞれ考えていこう。

2.1 輸出企業の業績好転

企業が外貨建てで輸出している場合、円安が進めば獲得した外貨を円に交換した時に受け取る金額が膨らむ。これは、売上高の増加を通じて輸出企業の業績を改善させることになる。また、業績改善期待から輸出企業の株価が上昇することも予想される。

ただし、これだけでは国内経済へのメリットはない。業績が改善した企業が、国内での設備投資を増加させる、従業員の賃金を引き上げる、新規雇用を増加させるといったことを実行しない限りは、企業の利益を押し上げ、投資家の含み益を拡大させるだけの効果にとどまるためだ。

さらに、総合家電メーカーのように、輸出入の外貨建て取引額を相殺させ、業績に対して為替の変動を中立にしている場合には、円高のデメリットを被ら

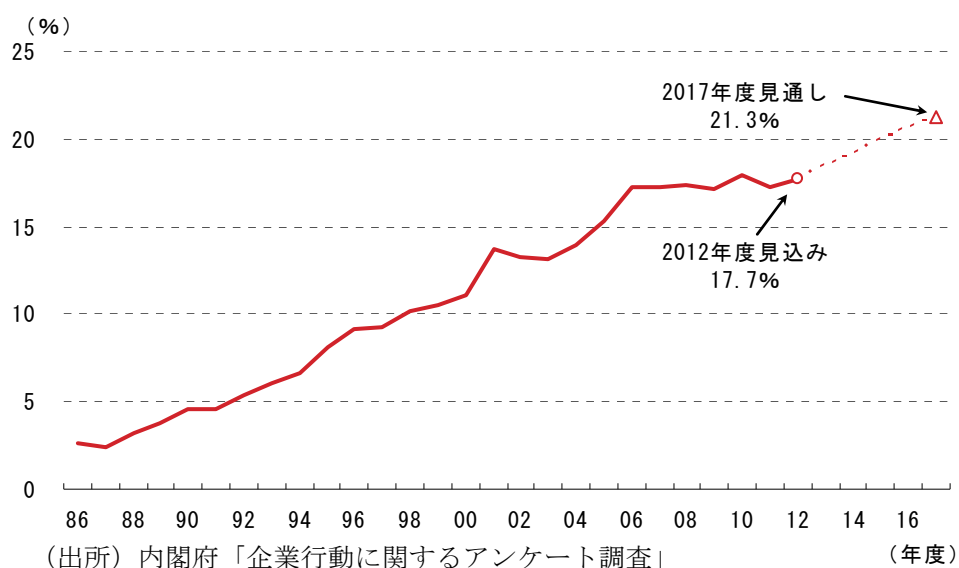
ない一方で、円安のメリットを最初から放棄している。このため、円安になっても業績が改善するわけではない。

また、輸出企業においては、これまでの円高下での国際市場での競争の激化によって、国内での生産を海外に移転させるケースが増えている。中には、薄型テレビのように競争力を失って国内生産から撤退を余儀なくされた製品もある。こうした場合には、もはや円安になったからといって、国内に生産設備がない以上、輸出を再開することはできない。

それでは、輸出環境の好転を受けて、生産拠点の国内回帰が進むのだろうか。一般的には、企業が経営計画を短期間のうちに変更することは難しい。ましてや、円安に転換してからあまり時間がたっておらず、このまま円安トレンドが続くのか正確には予測できない状況である。このため、経営計画を短期間のうちに変更し、これまで積極的に進めてきた現地生産化を中止して国内の能力増強投資に切り替えるとは考えづらい。実際、円高・株高が進んだ後の2013年1月に実施された内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、今後も海外現地生産比率の引き上げが計画されている（図表1）。同様に、雇用の増加や賃金の引き上げにも、輸出企業は慎重な姿勢を崩さないと考えられる。

このように、そもそも輸出企業の供給能力に限界があることに加え、業績が改善しても国内の設備投資、雇用、賃金の増加に結びつきづらいことから、円安効果が短期間のうちに景気にプラス効果をもたらせることは、あまり期待できないであろう。

図表1 海外現地生産比率の見通し（2013年1月調査）



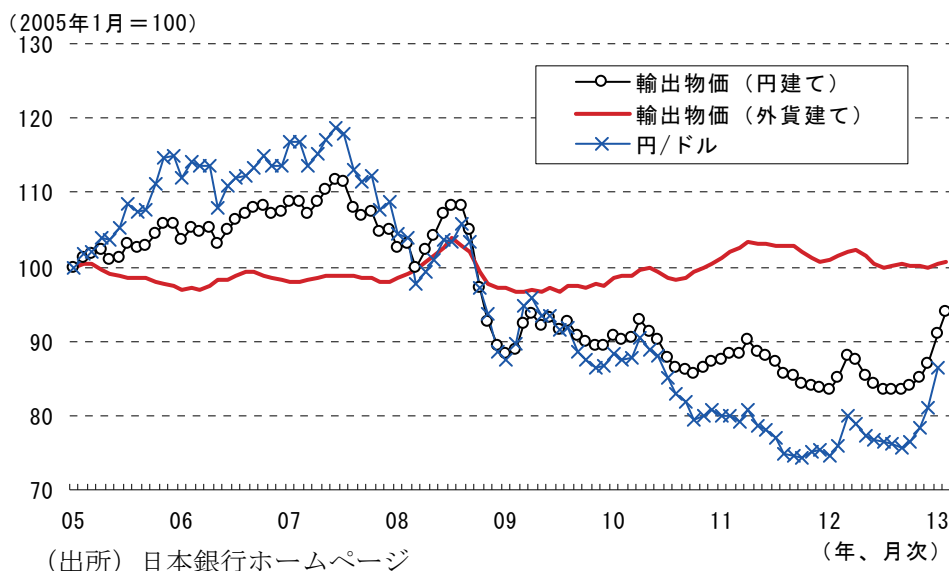
2.2 価格競争力の回復

円安によって期待されるのが、輸出企業の価格競争力の回復である。この競争力の回復とは、外貨建ての販売価格を従来よりも安い値段に引き下げることの意味している。すなわち、円安によって得た利益の一部を使って販売価格を値引きすることにより、海外市場での販売量（輸出数量）を増やしていくことである。外貨建て価格を据え置いたままで輸出数量が増えた場合、それは円安効果ではなく、外需の拡大による効果であると考えられる。

輸出数量が増えれば、企業の売上高が増加するばかりでなく、国内生産量も増加するので、景気の押し上げに寄与することになる。それでは、今後は期待通りに値引き販売によって輸出数量が増えていくのだろうか。

図表2は、現地通貨建ての輸出物価、円建ての輸出物価、円/ドル相場を、2005年1月時点をもとに100として指数化したものである。これをみると、外貨建ての輸出物価はほとんど変化していない。たとえば、1万ドルで輸出されていた製品は、その後も1万ドルで輸出されているのである。一方、円建ての輸出物価は、円/ドル相場と連動して動いており、円高が進むにつれて低下している。これは、最近までの円高局面において、輸出企業が円高による利益の目減り分を外貨建て価格に十分に転嫁していなかった（値上げしなかった）ことを意味している。

図表2 輸出物価と円/ドル相場の動向



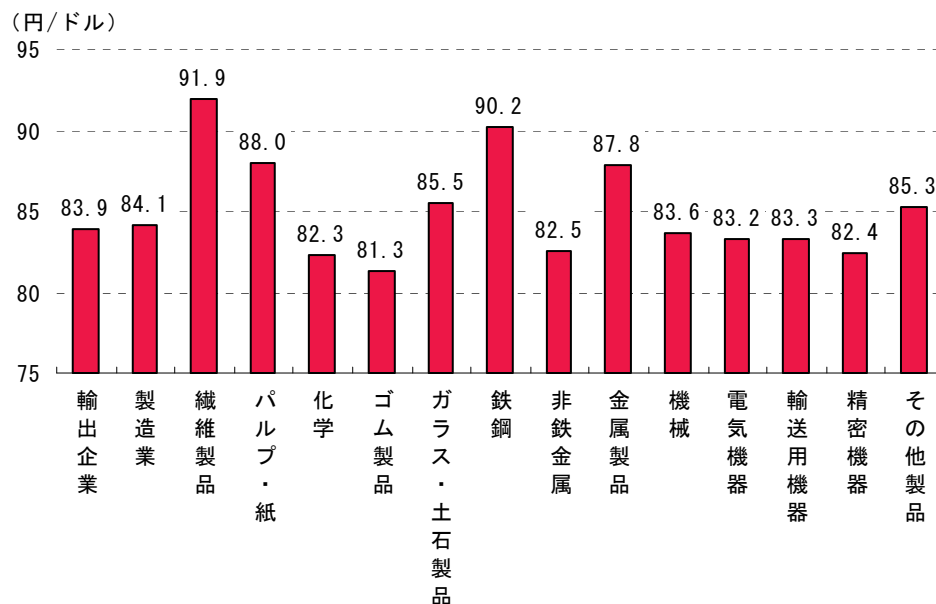
図表3にある通り、輸出企業の採算ラインは平均で1ドル=84円程度（2012年度）であることから判断すると、輸出企業は80円を割り込む円高が続いた状

況の中で、採算ギリギリや採算割れの状態で輸出を続けていたことを示している。このため、輸出についてはこれまで相当の赤字を計上してきたと考えられる。現在の円安水準は、輸出してもようやく採算が取れるようになってきたということであり、積極的に値引き攻勢をかけられる状態ではない。累積した赤字を取り戻すのはこれからであり、十分な値引き原資が確保されているわけではないのだ。

もちろん、すでに指摘したように、値引きして輸出数量を増やしていこうとしても、国内の生産能力に限界があるという問題も抱えている。

このように考えると、円安による輸出数量の急増という期待は、あまり膨らませない方がよさそうである。

図表3 企業の輸出採算レート（2012年度）



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

2.3 国内製品の価格競争力の向上

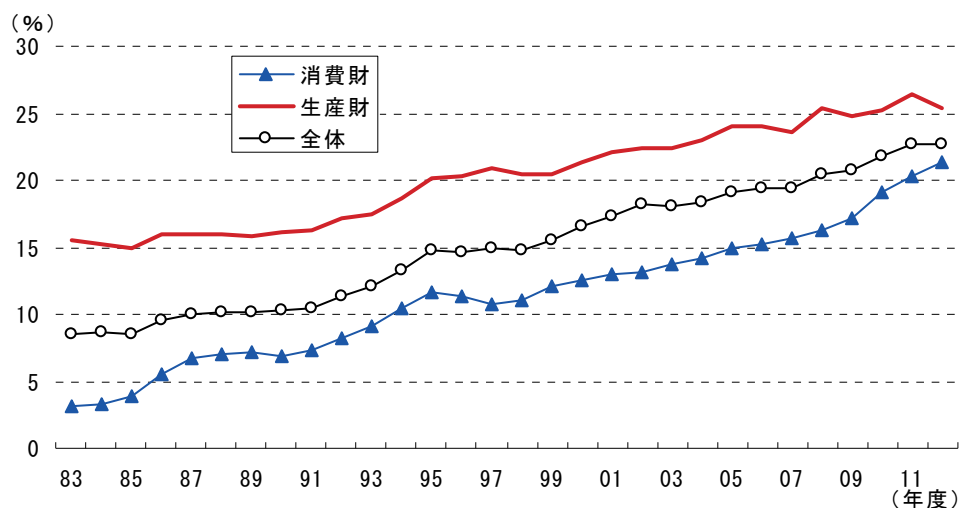
これまで円高によって安く海外から流入していた輸入品については、円安によって国内品との価格競争力が低下することになる。このため、輸入品が減少し、その代替品の国内生産が増加すれば、景気にとってプラスに寄与する。

それでは、具体的にどのような製品の国内生産が増加するのだろうか。まず、家電製品などの逆輸入品や部品類は、生産拠点の海外移転の結果や、為替リスク軽減の目的で海外調達に切り替えているものであり、円安になったとしても

すぐに輸入が増加するものではない。さらに、繊維製品、軽工業品、雑貨類などは、そもそも競争力を失って海外に生産を移転するか、日本企業が生産から撤退した製品である。短期間のうちに国内生産が復活するとは考えづらい。

そうであれば、実際には輸入品から国内生産に切り替えることは簡単ではない。え、現状程度の円安では依然として価格競争力が劣っている可能性がある。日本経済は、付加価値の低いものについては国内での生産をあきらめ、輸入品に頼る構造になっており、輸入浸透度は着実に上昇している（図表4）。こうした構造をすぐに変化させることは難しい。輸入品の価格が上昇しても、必要なものは引き続き輸入に頼らざるを得ないのである。

図表4 高まる輸入浸透度



(注) 輸入浸透度 = (輸入指数 × 輸入ウェイト) ÷ (総供給指数 × 総供給ウェイト)

(出所) 経済産業省「鉱工業総供給表」

2.4 日本経済は円安メリットを享受しづらくなっている

以上述べてきた以外にも、円安が景気に及ぼすメリットとして、外国人観光客が増えることが挙げられるが、金額はそれ程多くはない。また、外貨建て配当金の円換算額が増加するが、それが設備投資などに使われなければ景気への影響はない。さらに、輸出企業の業績が好転することで、下請け企業などへの値下げ圧力がなくなる可能性がある。この場合、企業マインドの改善につながるが、値上げを認めてもらえなければ実態面では何も変わらない。

このように、円安が進んでも、日本経済は徐々にメリットを享受できなくなりつつあることがわかる。

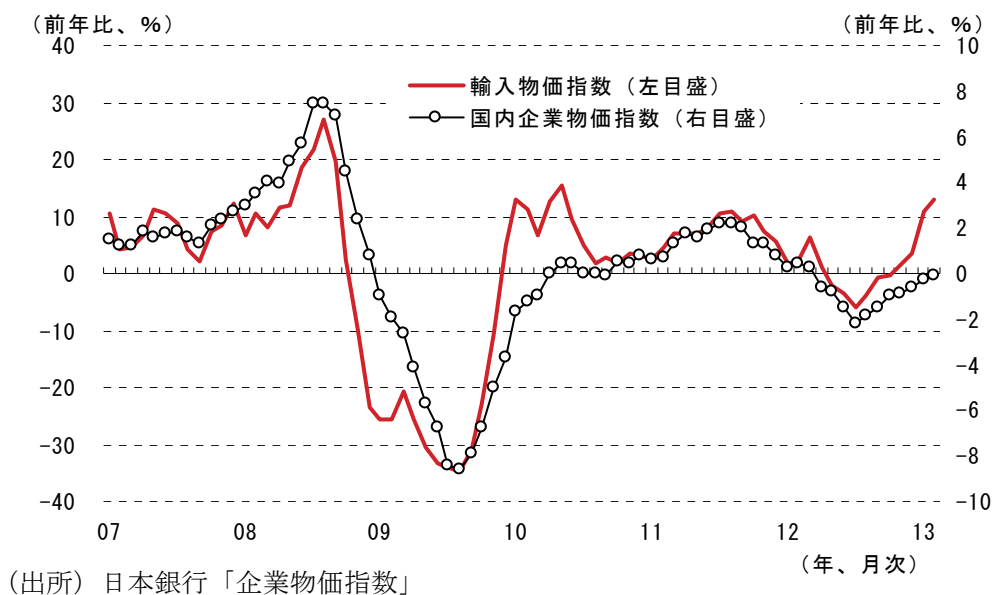
3. 円安のデメリットと景気への影響

次に、円安による景気へのデメリットについて考えていこう。様々な経路を通じて影響があったメリットと比べると、デメリットについては、外貨建て輸入を円換算した時のコストが増加するという一点に集約される。問題となるのは、誰がそのコストを負担するかである。

3.1 企業業績の悪化要因

最近の円安に加えて、原油価格などの国際商品市況が上昇傾向にあることから輸入物価に上昇圧力がかかっており2月の輸入物価指数はすでに前年比+13.2%まで上昇している(図表5)。3月になっても円安傾向が続いており、今後も伸び率が高まっていくと予想される。一方、2月の国内企業物価は前年比-0.1%と引き続きマイナス圏内にあり、川下への波及効果が遅れているが、いずれ伸び率はプラスに転じるであろう。

図表5 輸入物価指数と国内企業物価

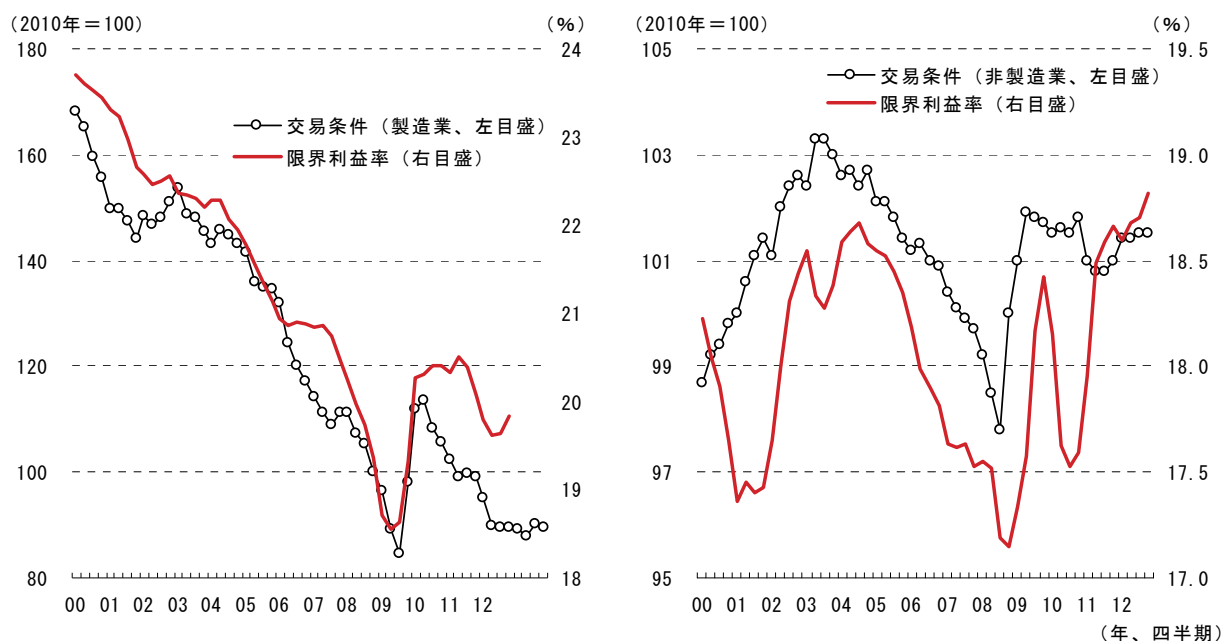


こうしたコストの増加分は、まずは企業部門で負担されることになる。これまでも企業、中でも製造業では輸入物価の上昇を十分に販売価格に転嫁することができておらず、売上原価の増加が業績を圧迫する材料になってきた。製造業の交易条件指数(産出価格÷投入価格)の推移をみると、最近ではリーマン・ショック後の国際商品市況の下落と円高によるコストの減少を背景に低下に歯

止めがかかっているが、過去と比べると水準は低いままである。今後は輸入物価の上昇を受けて再び低下していく可能性があり、その結果として限界利益率の低下が進むと考えられる（図表6）。

一方、非製造業については、販売価格の低下が続いているが、それを上回ってコストが低下してきたため、限界利益率は上昇傾向にある（製造業と同様、リーマン・ショック後の国際商品市況の下落と円高によるコストの減少がその背景にある）。企業物価を投入価格、消費者物価指数を産出価格として、非製造業の交易条件を想定すると、比較的高い水準で横ばいとなっている。しかし、今後は国内企業物価の上昇が見込まれるなどコストの増加が予想され、販売価格に転嫁できなければ、限界利益率の低下を通じて、業績を圧迫する材料になるであろう。

図表6 交易条件と限界利益率の推移



(注) 製造業の交易条件は1年先行、限界利益率はいずれも4四半期移動平均

(出所) 日本銀行「企業物価指数」、財務省「法人企業統計」

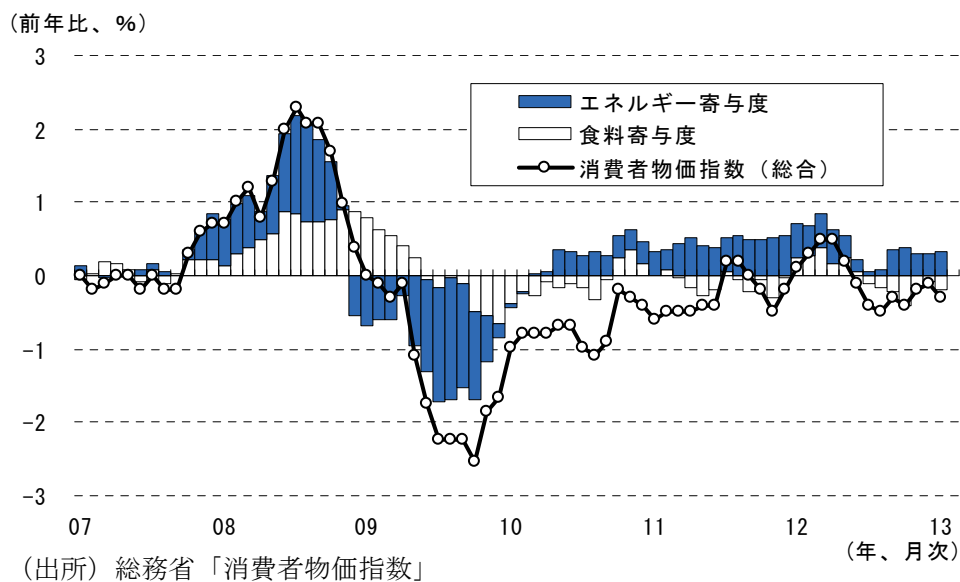
3.2 個人消費の減少要因

企業がコスト増加を負担せざるを得ないとはいえ、ある程度は最終消費者にも負担が転嫁されることになる。中でもガソリン、電気料金といったエネルギー価格、多くの輸入品を材料とする食料品価格は、その他の工業品と異なり製造工程が複雑ではなく、製造コストに占める原材料費の割合が高いため、固定

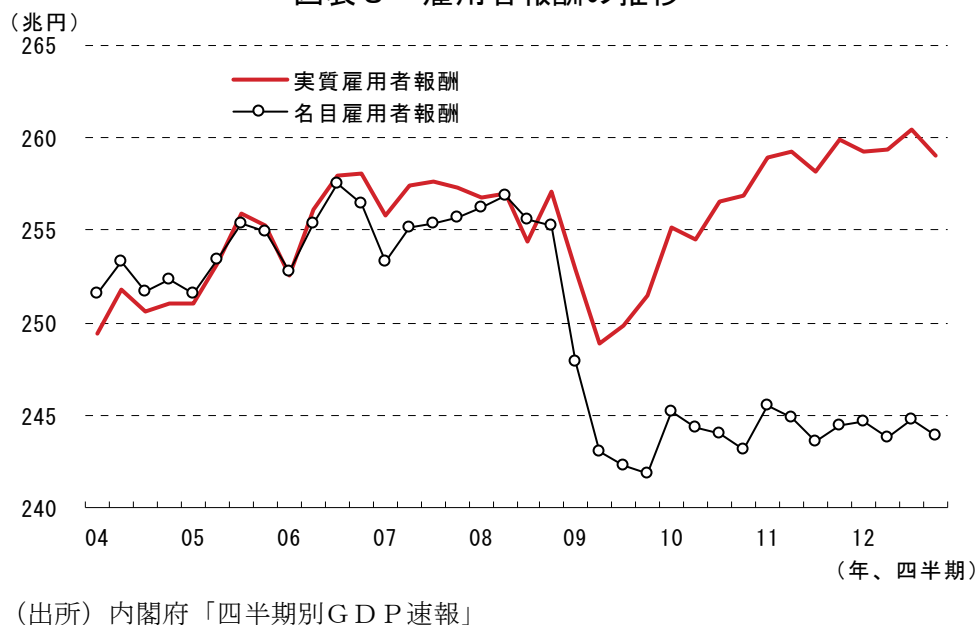
費などのコスト削減効果を得づらく、輸入価格の上昇が最終財の価格にも反映されやすい（図表7）。

こうした消費者物価の上昇は、実質所得の減少を通じて個人消費にマイナスの効果をもたらせる。名目、実質の雇用者報酬の動きをみると、名目雇用者報酬は、リーマン・ショックをきっかけとして急減し、その後の回復もわずかにとどまっている（図表8）。一方、実質雇用者報酬は、いったん水準は切り下がったものの、物価下落の恩恵により増加基調に転じ、2012年7～9月期には過去最高額に達している。

図表7 エネルギー、食料の消費者物価指数への寄与度



図表8 雇用者報酬の推移



名目雇用者報酬は、一部の企業で賃上げの動きがあるものの、企業の人件費を増加させることには慎重な企業が大半を占める状況下では、順調な増加は期待できない。このため、物価が上昇することにより、実質雇用者報酬も今後は減少基調に転じる可能性が高い。特に2014年度の消費税率引上げ時に消費者物価が上昇すると(上昇幅は、課税対象品目の構成比から判断して前年比で+2%程度と見込まれる)、減少幅が拡大すると思われる。

4. マクロ経済ベースでは円安にデメリット

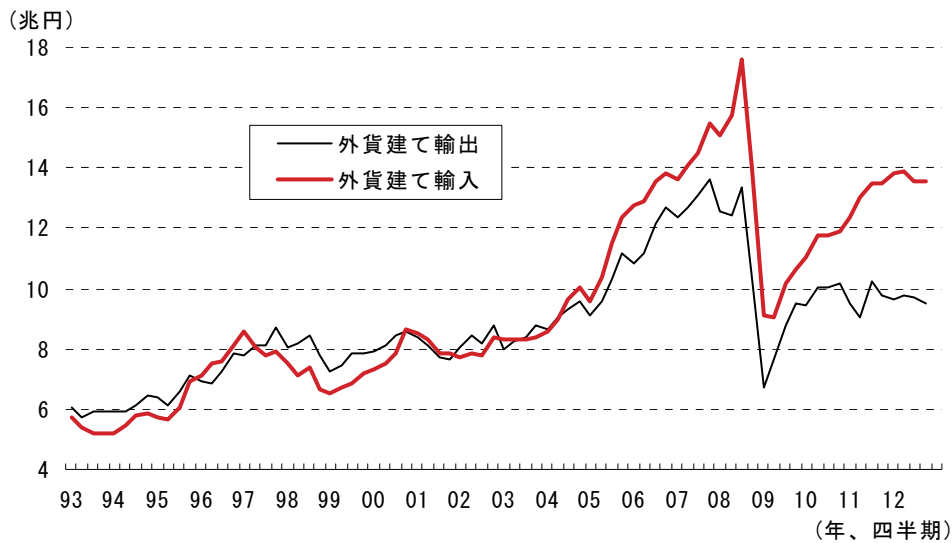
以上みてきたように、円安のデメリットについては、その負担が企業に偏れば業績悪化を通じて、設備投資の抑制や賃金・雇用の削減につながり、景気にマイナスの影響をもたらせる。また、負担が家計にしわ寄せされることになれば実質所得が低下し、それが消費行動を抑制することで景気にマイナスとなる。企業と家計の負担比率がどの程度となるのかは、そのときの状況によって変わってくるであろうが、いずれにしても円安による輸入物価の上昇は、国民所得の減少という形で景気を押し下げる要因となる。一方、円安のメリットの項で述べたように、輸出企業にとっては所得の増加をもたらせ、それをどう使うかによって景気へのプラス効果が変わってくる。

そう考えると、「景気にとって、円安のメリットとデメリットのどちらが大きいのか」という問題は、「円安によってネットで所得が増えるのか、それとも減るのか」と言い換えても大きな違いはなさそうである(正確には、これまで述べてきたように、名目所得の変化によって生産、投資、消費などの実質値がどの程度影響を受けるかによって、実質GDP成長率へのインパクトは決まる)。

一見すると、貿易赤字国に陥っている日本の現状においては、輸入品を安く購入できた方が所得の流出を防ぐことができるため、円高の方が得であると思えるが、はたしてそうだろうか。それというのも、貿易取引には円建てのケースと外貨建てのケースがあり、為替レートの変動が日本の所得の増減に影響するのは外貨建て取引に限られるためである。

そこで、外貨建て輸入額と外貨建て輸出額を比べてみると、輸入額が輸出額を上回る状態が2005年頃から続いていることがわかる(図表9)。これは、円高が進めば外貨建て貿易赤字が縮小する、すなわち国民所得の対外流出額が減少するということである。特に、東日本大震災以降は、発電のためのエネルギー輸入、中でもLNGの輸入が増加しており、以前にも増して円高のメリットが拡大していると考えられる。

図表9 外貨建て輸出入の推移



(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算

(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」

5. なぜ円安をメリットと感じてしまうのか

これまで述べてきたとおり、円安は景気にとってプラスとの連想がはたらきがちであるが、必ずしもプラス効果ばかりではない。むしろ、国民所得の観点からはマイナス要因であり、繰り返しになるが、エネルギー輸入量が増加し、貿易収支が赤字に転落している現状では、円安のデメリットの方が大きいといえる。しかも、円安に転じたことで、すぐに景気にプラス効果が広まるわけでもなさそうだ。

それなのになぜ、多くの人は円安をメリットと感じ、円安を歓迎するのだろうか。その原因として、以下の3点が考えられる。

5.1 企業業績に現れるまでの時間差の存在

一般に、輸出企業は売上として得た外貨を手元に保有している。このため、円安になれば円換算額が即座に変動する。すなわち、売上高が膨らみ、自動的に利益が押し上げられることになる。

一方、輸入企業は、手元に保有している資金は基本的には円である。輸入代金を決済するにあたって必要な額の外貨を手当てし、支払いに当てることになる。つまり、円安になっても売上高に変動はなく、すでに輸入済みのものについては安い値段で仕入れたものであり、とりあえず利益が減ることはない。また、今後、コストが増えてきても、販売価格に転嫁できれば業績の悪化を緩和

することができるかもしれない。将来的なコスト負担は着実に増えていくため、いずれ利益は減少していくことになるが、業績が悪化するまである程度のタイムラグが存在する。

このように、円安になれば輸出企業の売上高が即座に膨らむ一方、輸入企業ではコストが増えるという形で緩やかに業績に影響する。このため、円安になった方が景気にとってプラスであるかのようにみえてしまうのだ。

5.2 円高デメリットは特定企業に集中、円安デメリットは広く薄く負担

円高のデメリットは、自動車工業や精密機械工業などの特定の業種や企業に集中して現れることになる。これらの輸出企業は、資材や部品を主として国内での調達に頼っているという特徴や輸出比率が高い傾向があり、円高による売上高の目減り分を海外製品の調達コストの削減などで補いづらい体制になっている。一方、同じ製造業であっても、電気機械工業など海外への事業展開が進んだ企業については、為替の影響を中立にしていることはすでに指摘したとおりである。

もともと、こうした円高に弱い輸出企業でも円高のメリットを得ることはできる。たとえば、電気料金などエネルギー・コストが低下する、一部の部材が円高によって国内で安く調達できるようになる、などが挙げられよう。しかし、こうしたメリットを享受できるまでには時間が必要である。また、直接的にメリットを得ることは難しく、円高メリットを得た企業から間接的にメリットを分配してもらうことになる。具体的には、円高メリットを得ている鉄鋼メーカーに対し、自動車メーカーが鋼板の値下げを要請し、受け入れられるといったケースである。このため、値下げ交渉を進めるにあたって、円高のデメリットを強く主張する必要がある。

これに対し、円安のマイナスの影響は、多くの企業や家計で分担することになる。たとえば、電力料金、ガソリン価格の上昇は利用者全体に幅広く悪影響を与えることになるが、その分、一人当たりの負担が軽くなる。このため、多少電気料金が上がっても、それを痛感する人が少なくて済むのである。

このように、円高のデメリットが特定の企業に偏って現れる半面、円安のデメリットは日本全体で広く薄くカバーすることになるため、円安になった方が景気にとってプラスであるかのようにみえてしまうのだ。

5.3 円高デメリットは転嫁しづらく、円安デメリットの転嫁は容認される

世界的なシェア、付加価値、専門性などが高く、他では代替が効かないよう

な、いわゆる非価格競争力が高い輸出品であればともかく、多くの場合は円高が進んでも目減り分を輸出価格に転嫁することは容易ではない。中でも、中国などの新興国や産業構造の似ている韓国などの輸出と国際市場で競合する自動車、電気機械、鉄鋼、化学、造船などの分野では、値上げできないばかりか、競争相手国の通貨安が進んでいる場合には値下げ攻勢に直面することになる。このため、日本の輸出産業の危機という形で円高のデメリットが一般に強く認識されることになる。

一方、円安になった場合、日本は輸入に頼らざるを得ないものが多いため、輸入コストが上がっても輸入量はそう簡単には減少しない。原油、LNGといったエネルギーや、小麦、大豆といった食料品が典型的な例であり、価格によって輸入数量を増減させるのではなく、輸入数量を確保することが重要となる。このため、供給側はコスト増加分を国内販売価格に転嫁しやすく、需要側もこれを受け入れざるを得ない（ただし、輸出と比べて相対的に転嫁しやすいだけであり、需要量の減少につながる懸念があるため、実際には十分に転嫁することはできていない）。さらに、最終的に輸出品に組み込まれる素材や部品といった生産財については、価格が多少上昇しても、輸出時の円安メリットと相殺されるので、企業業績への影響は軽微である。

このように、円高時に輸出価格に転嫁しづらい半面、円安時には国内販売価格への転嫁がある程度は容認されるため、円安になった方が景気にとってプラスであるかのようにみえてしまうのだ。

6. おわりに

それでは、円高になればなるほど日本経済にとってメリットが拡大するかといえば、そうでもない。行き過ぎた円高が定着すると、本来、淘汰されるべきではない輸出産業も淘汰されてしまうリスクがあるためである。いくら企業が非価格競争力を高めて円高に対抗していくといっても限界があり、1ドル=70円台半ばの円高水準は多くの輸出企業にとって限界を超えていたと考えられる。

しかし、円安の進行を受けて、すぐに景気へのプラスの効果が広まると期待することも楽観的過ぎるであろう。むしろ、エネルギー輸入量が増加し、企業の円高への対応が進んでいる状況下では、円安のマイナス効果が次第に高まってくると考えられ、景気の先行きについては慎重な見方が必要となつてこよう。