

2013年6月21日 全6頁

アベノミクスによる円安効果の先行き

輸出競争力向上による実体経済の押し上げはこれから本格化

経済調査部
エコノミスト 橋本政彦

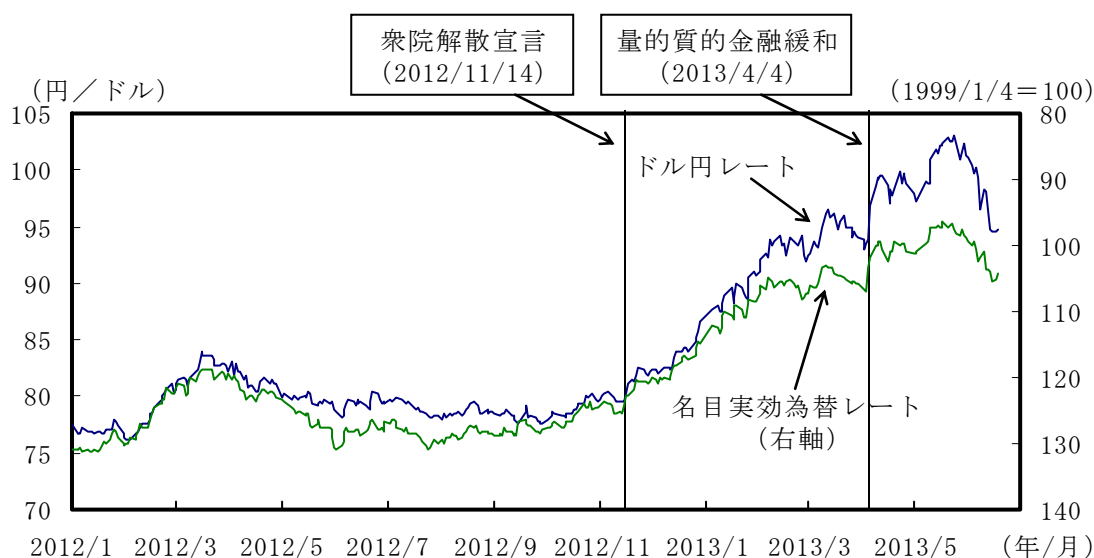
[要約]

- 1-3 月期 GDP では実質輸出が 4 四半期ぶりの増加に転じた。輸出が持ち直した背景としては、昨年 11 月に衆議院の解散が事実上決まってからの、急速な円安が挙げられることが多い。しかし、このところ為替市場では、昨年末からの一本調子の円安が反転し、円高・ドル安方向に戻されていることから、円安による景気の押し上げ効果は既に一巡したと見る向きも少なくない。そこで、本稿では昨年末からの円安の効果がどの程度顕在化しているか、また今後どのような効果が期待されるかを考察する。
- 輸出金額の推移を見ると、2012 年初頭から減少傾向が続いていたが、2012 年 10 月を底に明確な持ち直し傾向となっている。これを価格と数量に分けてみると、円安進行と同時に輸出価格が大幅に上昇したことが、輸出金額を押し上げてきたことが確認できる。一方、円安による収益の改善を原資に輸出価格を引き下げ、価格競争力を高めるという行動は、少なくとも 1-3 月期まではほとんどみられなかった。
- 値下げによる輸出競争力の向上が本格化するのはいずれかと考えられる。為替変動が輸出数量に効果を与えるまでのタイムラグを考慮した輸出数量関数を推計すると、昨年末からの急激な円安の効果は、円安基調に転じて半年程度が経過したこれから本格的に発現するという結果が得られる。仮に為替レートが 90 円／ドルで推移すると仮定しても、これまでの円安効果が、少なくとも年末頃までは輸出数量を押し上げる。輸出数量は当面増加基調で推移する公算が大きく、設備投資などの国内経済への波及効果も今後一層拡大するとみられる。

「アベノミクス」で円高修正

1-3月期のGDP統計では実質輸出が前期比+3.8%と4四半期ぶりの増加に転じた。2012年初からの景気悪化の主因は海外経済悪化による輸出の減少と、それに伴う国内生産の停滞であり、輸出が久々の増加に転じたことは好材料であった。輸出が持ち直した背景としては、昨年11月に衆議院の解散が事実上決まってからの、急速な円安が挙げられることが多い。70円台であったドル円相場は、一時は100円台まで円安が進み、「アベノミクス」によって過度な円高局面は修正されたというのが一般的な認識だろう。しかし、このところ為替市場では、昨年末からの一本調子の円安が反転し、円高・ドル安方向に戻されていることから(図表1)、円安による景気の押し上げ効果は既に一巡したと見る向きも少なくない。そこで、本稿では為替レートの変動が輸出に与える効果を改めて整理した上で、昨年末からの円安の効果がどの程度顕在化しているか、また今後どのような効果が期待されるかを考察する。

図表1 ドル円レート、円名目実効為替レートの推移



(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

円安による輸出増加のメカニズム

円安によってもたらされる効果のうち最初に発現するのは、輸出によって得た外貨を円に換算する際に得られる金額が増加することである。日本の輸出の決済通貨割合(2012年度下半期)を見ると、61.6%は外貨建て決済であることから、輸出のうち6割程度の取引では円安が進むことによって円ベースの価格が上昇する。この効果によって円安が進めば輸出数量が増えずとも、輸出金額は増加することになる。

また、円安はより長いタイムスパンでは輸出数量を増加させる。円安によって輸出数量が押し上げられる過程では、輸出の価格競争力の向上、すなわち輸出価格の低下が主な経路となる。円建て取引に関しては、円安が進む中で価格を一定とすれば、それは海外にとって実質的な値下げとなる。一方、外貨建て取引に関しては、上述したように円安が進むと外貨建て価格一定の下でも円換算した時の価格が上昇するため、輸出の収益性が改善することになる。こうした

為替変動で得られた収益の増加を原資にして輸出価格が引き下げられれば、日本からの輸出価格が海外に対して相対的に割安になるため、輸出数量が押し上げられることになる。

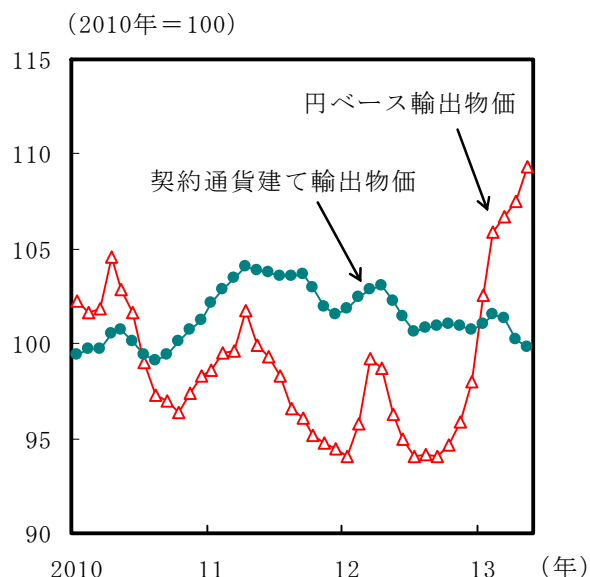
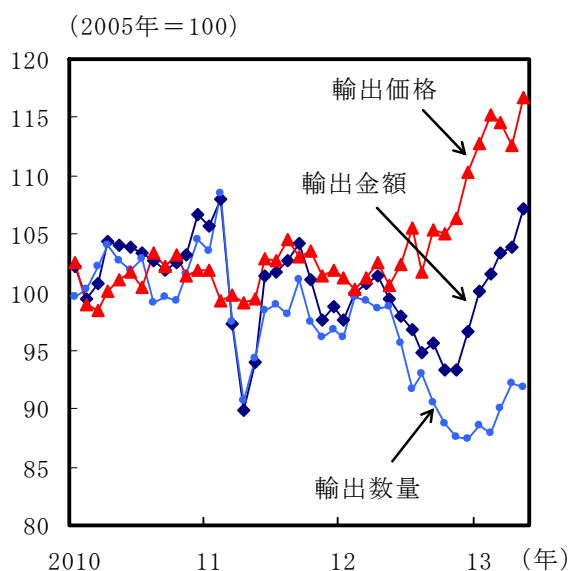
これまでの円安効果は主に輸出価格の上昇

次に、ここまで整理した内容を踏まえて、昨年末からの急速な円安が、現状、輸出にどのような影響を与えているかを確認してみよう。輸出金額（季節調整値）の推移を見ると（図表2）、2012年初頭から減少傾向が続いていたが、2012年10月を底に明確な持ち直し傾向となっている。これを価格と数量に分けてみると、円安進行と同時に輸出価格が大幅に上昇したことが、輸出金額を押し上げてきたことが確認できる。一方、輸出数量に関しては、円安が進む中でもしばらくは低迷が続き、2013年3、4月頃に入ってようやく持ち直してきたという状況である。

既に指摘した通り、円安が輸出数量を押し上げるためには、外貨建て輸出価格が低下する必要があるが、この間の契約通貨建て輸出物価の動きを見ると（図表3）、円安傾向が続く中でも概ね横ばい圏で推移してきた¹。足下の4、5月にはわずかに価格が低下しているが、円安による収益の増加を原資に輸出価格を引き下げ、積極的に価格競争力を高めるという行動は、少なくとも1-3月期まではほとんどみられなかった。円安の効果が全く無かったというのはやや言いすぎだと思われるが、1-3月期GDP統計で実質輸出が前期比増加に転じたのは、必ずしも円安の効果だけによるものではなく、海外経済の改善が相当程度寄与した可能性が高い。

図表2 輸出金額・数量・価格の推移

図表3 契約通貨建て輸出物価と円ベース輸出物価



(注) 輸出数量の季節調整は内閣府、輸出価格は輸出金額÷輸出数量で算出。
(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

¹ 2012年12月時点での外貨建て決済取引割合は61.4%。

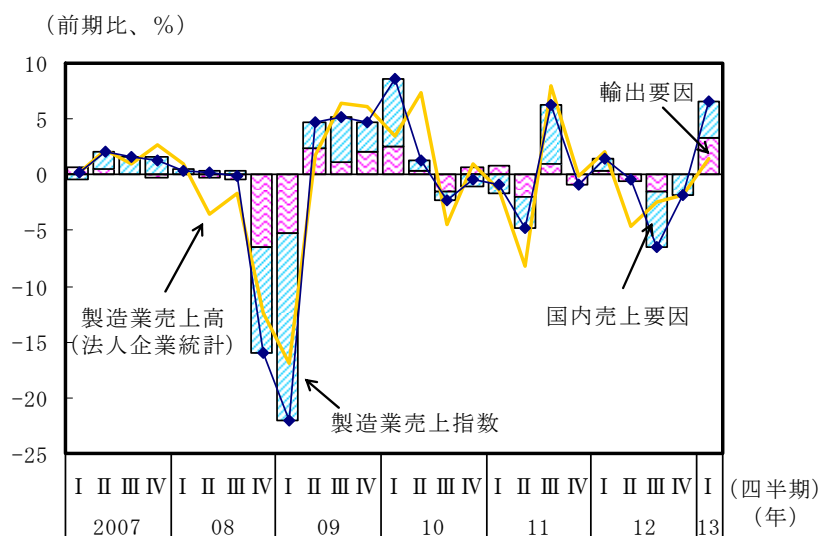
輸出金額の増加は企業収益を押し上げ

しかし、たとえそれが数量の増加によるものであろうが、価格上昇によるものであろうが、輸出金額の増加は企業にとってみれば売上の増加であり、利益を押し上げる。昨年末からの円安の進行によって輸出金額は大きく増加しており、企業収益を押し上げる効果は十分にあったと言える。円安は輸入価格を押し上げるため企業収益の下押し要因にもなるが、マクロでみれば売上増加による効果のほうが大きい。

実際に企業の売上動向を見てみると、2013年1-3月期法人企業統計では、製造業の売上高（季節調整値）が4四半期ぶりの前期比増加となった。また、「製造業売上指数」（大和総研試算、計算法は図表4脚注参照）を確認してみると、輸出が製造業の売上高に占めるウエイトは2割程度であるにもかかわらず、1-3月期の売り上げ増の半分程度が輸出の増加によるものであった。

昨年末からの円安進行と並行して株価も大きく上昇してきたが、株価の上昇はこうした円安による企業収益の改善を織り込んだものであったとみられる。景気の観点からは、輸出数量の動きが注目されることが多いが、輸出数量が増加せずとも企業収益が増加すれば、それは設備投資や賃金などへも波及する。

図表4 製造業売上高の要因分解



(注) 製造業売上指数 = $0.808 \times \text{国内向け出荷指数} \times \text{国内企業物価指数} + 0.191 \times \text{輸出向け出荷指数} \times \text{輸出物価指数}$
加重平均のウエイトは鉱工業出荷内訳表による。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

価格競争力は今後向上するのか？

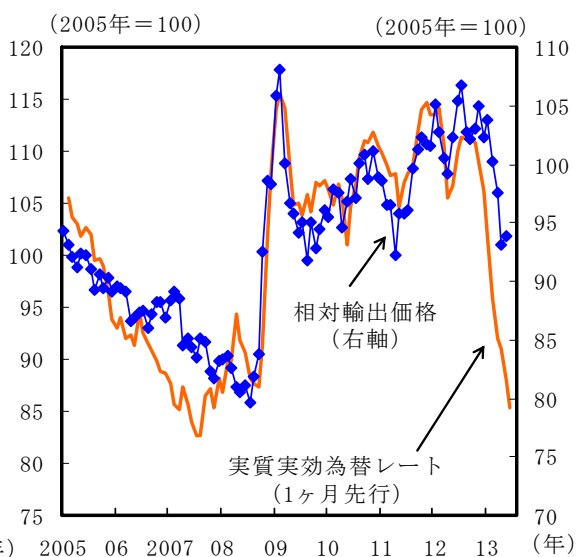
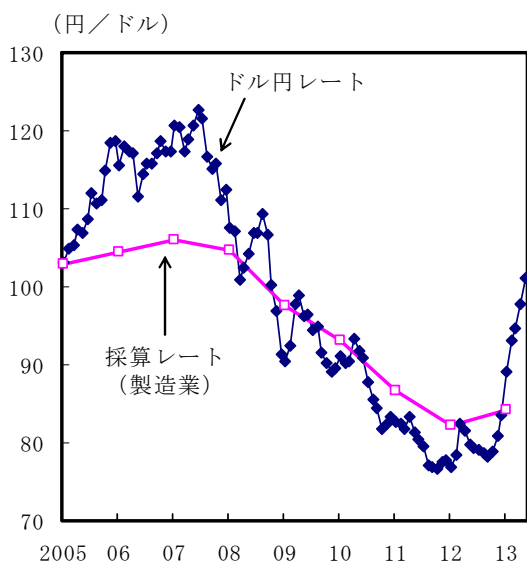
円安の効果を考える上で今後の注目点は、輸出価格が引下げられ輸出競争力が向上するか、それに伴い輸出数量が増加するかである。

企業が実際に輸出価格を引下げるか否かは、値下げをしても採算が取れるかどうか次第であり、少なくとも採算が取れないような状況であれば、仮にいくら円安が進んだとしても積極的

な値下げは行われぬ可能性が高い。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、製造業の採算円レートは2013年1月時点で84.1円/ドルとなっていることから、現状から10%程度円高になっても輸出で利益を出すことが可能であり、値下げ余力は十分にあるとみられる(図表5)。また、輸出における価格競争力を表すとされる実質実効為替レートと照らし合わせてみても、円安が進む中、日本の輸出価格は十分に引下げられておらず、価格を引下げ余地があることが示唆される(図表6)。なお、過去の動きをみると、輸出価格は為替の動きにやや遅れて変動する傾向がある。これは、為替相場は変動が大きいため為替の動きが安易に輸出価格に反映されるとは限らないこと、価格改定のタイミングはマーケットほどには柔軟ではないこと、といった要因が影響しているとみられる。

図表5 製造業の採算円レートと実勢レート

図表6 実質実効為替レートと相対輸出価格



(注) 相対輸出価格＝日本の輸出価格(ドル建て)／世界の輸出価格。世界の輸出価格は3月以降横ばいと仮定。
(出所) 内閣府、日本銀行、RIETI、IMF統計より大和総研作成

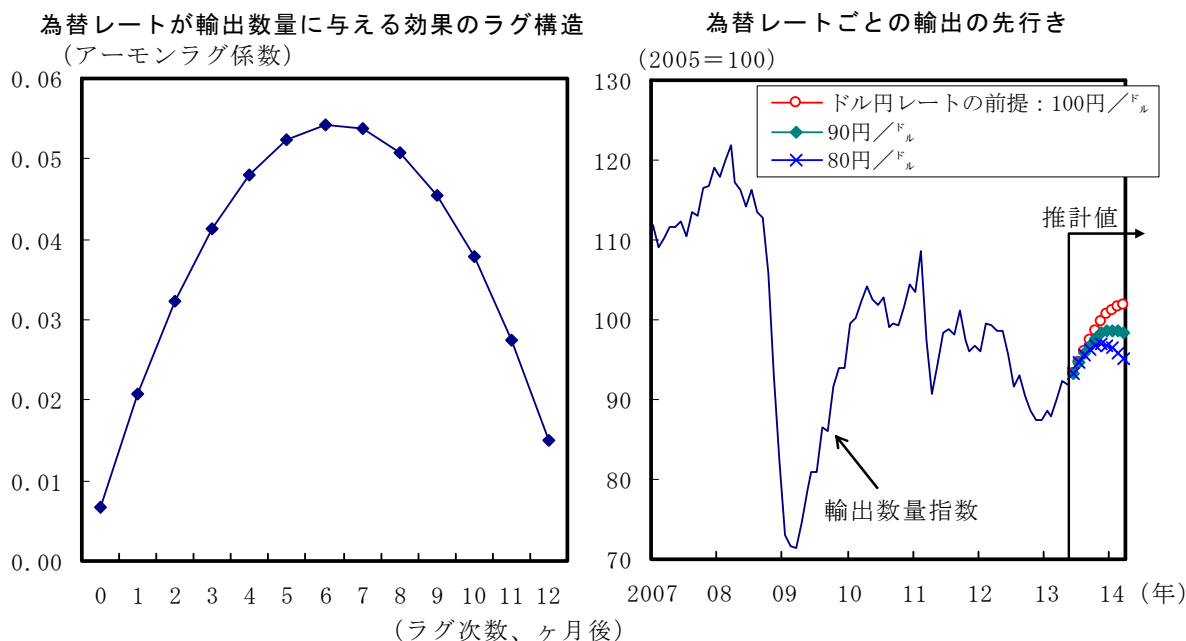
円安による輸出数量の押し上げはこれから本格化

ここまで見てきたように、昨年末から円安が進む中、日本の輸出価格はほとんど引下げられておらず、値下げによる輸出競争力の向上が本格化するのはいずれからであると考えられる。また、価格が引き下げられて輸出競争力が高まったとしても、それが実際輸出数量を押し上げるには、一定のタイムラグが必要であるだろう。そこで、為替レートの変動が輸出数量へ影響を与えるタイムラグを考慮した輸出数量関数を推計し、昨年末からの円安がこれから輸出数量にどのような影響を与えるかを試算した。

推計結果によると、為替レートの変動が輸出数量に与える影響は、6ヶ月後に最大となり(図表7左)、昨年末からの急激な円安が輸出数量を押し上げる効果は、今後一層拡大していくということが示唆される。このところ、一時100円/ドル台となったドル円レートが90円/ドル台半ばまで押し戻されており、円高圧力再燃による実体経済への影響が懸念されているが、仮

に為替レートが90円／ドルで推移すると仮定しても、これまでの円安効果が、少なくとも年末頃までは輸出数量を押し上げる（図表7右）。当然、輸出動向を決めるのは為替レートだけではなく、本質的には海外の需要であるため、海外経済動向を注視していく必要があるが、昨年末からの円安効果が拡大することで、輸出数量は当面増加基調で推移する公算が大きい。

図表7 為替効果のラグを考慮した輸出関数の推計



(注) 推計式は以下の通り

$$\ln(\text{exp}) = -22.32 + 6.33 \times \ln(\text{oeecdcli}(-2)) - 0.05 \times \ln(\text{reer}) - 0.13 \times (\text{dum})$$

exp: 輸出数量指数、oeecdcli: OECD景気先行指数、reer: 実質実効為替レート、dum: 東日本大震災ダミー

Adjusted R² = 0.87、推計期間: 2003年1月～2013年4月

実質実効為替レートにはアーモンラグ（次数2、ラグの長さ12、終点制約有り）を設定。

実質実効為替レートの先行きはドル円レートで推計。OECD景気先行指数は5月以降横ばいと仮定。

(出所) 内閣府、日本銀行、OECD統計より大和総研作成

まとめ

昨年末からの円安による効果は、円建て価格上昇による企業収益の増加に吸収されており、価格競争力の改善はこれまで明確な形では出てきていなかった。円安が輸出価格の低下につながり、輸出数量を押し上げる効果が本格化するのはいずれからである。

価格上昇による輸出金額の増加自体は良いことであり、それ自体を否定するべきものではない。しかし、輸出数量が増加しない限りにおいては、国内生産を増加させる必要はないため、設備投資などの内需への波及効果はそれほど大きくない。依然低迷が続いている設備投資が持ち直しに向かうかどうか、今後の景気動向を考える上での最大の焦点となるが、輸出数量が増加基調を強めるのに従い、設備投資などの国内経済への波及効果も今後一層拡大するとみられる。

— 以上 —