

はじめに

米国では経済活動の再開やインフレの加速などを背景に金融政策が正常化へと向かう一方、日本では大規模な金融緩和が維持されている。結果として日米の金利差が拡大し、2021年1月に103～104円/ドル台で推移していたドル円レートは2022年1月初めに116円/ドルを一時上回った。2017年1月以来、5年ぶりの円安水準である。

こうした中、資源価格の高騰も相まって、円安のマイナス面がプラス面を上回る、いわゆる「悪い円安」を指摘する声が聞かれる。また、以前は円安ドル高が株高をもたらしていたが、最近では為替レートと株価の連動性が低下している。そこで以下では、日本経済にとって円安のプラスとマイナスの両面を整理し、経済全体で見るとどうなのかについて定量的に検証する。

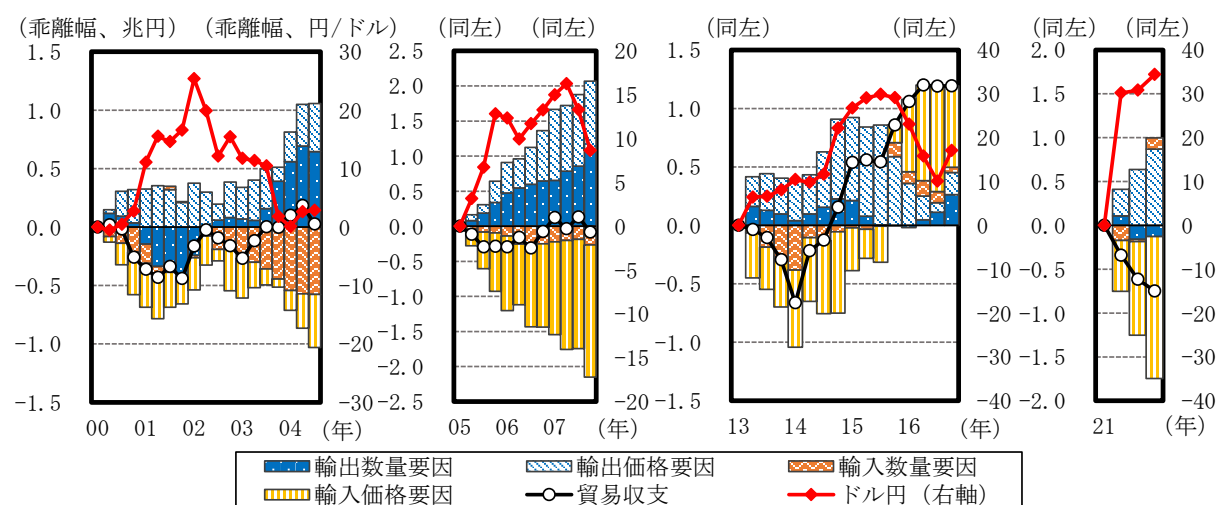
(1) 円安の「プラス」要因

2010年代以降は「Jカーブ効果」が不明瞭に

2000年代頃までは、円安になると輸入価格の上昇で貿易収支が短期的に悪化するものの、契約通貨建ての輸出価格（輸出先での販売価格）が低下し、輸出数量を押し上げることで貿易収支が改善に向かうという「Jカーブ効果」が観察された。

図表1は、2000年以降で円安が進行した時期（①2000年～、②2005年～、③2013年～、④2021年～）において、貿易収支が変化した要因を輸出数量、輸出価格、輸入数量、輸入価格の4つに分解したものである。①と②の円安期は輸出数量の増加が見られ、2年程度のラグを伴って貿易収支が改善した。他方、比較的大幅に円安方向に振れた③の時期では、輸出数量の増加は限定的で、輸出価格要因が貿易収支を主に押し上げた。サプライチェーンや企業行動の変化により、2010年代以降はJカーブ効果が表れにくくなった可能性がある。

図表1：円安期の貿易収支の変動要因（左から2000年～、2005年～、2013年～、2021年～）



(注) 分析対象の期初からの乖離幅。輸出入価格要因は金額と数量から算出。数量は内閣府、金額は財務省の季節調整値。

(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

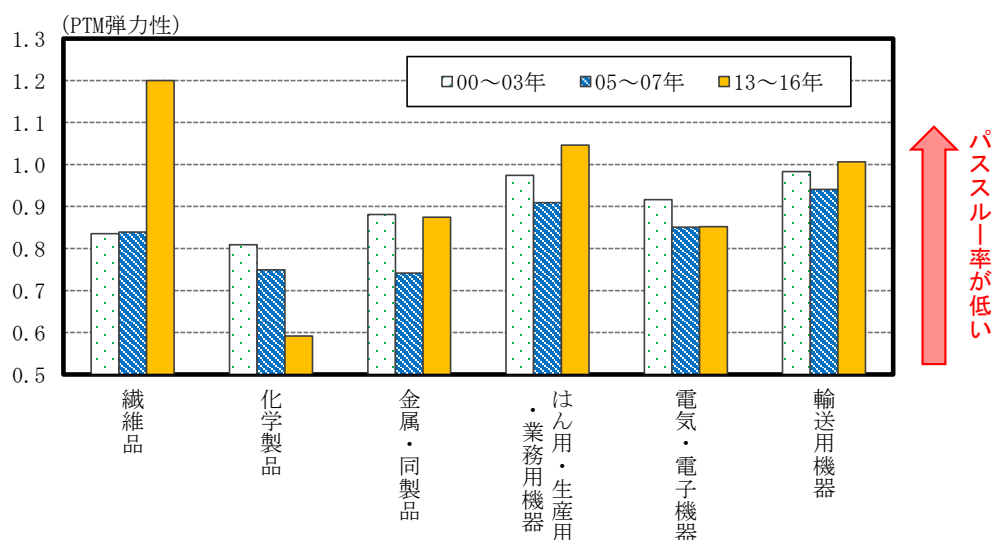
パススルー率の低下で円安局面における企業の為替差益が拡大

円安が輸出数量の増加に結びにくくなった一因として、為替レートが変化したときにそれが契約通貨建ての輸出価格に転嫁されにくくなったこと、すなわち為替変動の輸出価格へのパススルー率（転嫁率）が低下したことが挙げられる。輸出企業が生産拠点の海外移管を進める中で、国内で生産される輸出財の高付加価値化が進み、為替レートが変化しても企業は契約通貨建ての輸出価格を据え置こうとする動きが広がったと考えられる。

清水・佐藤（2014）¹を参考に、「PTM (Pricing-to-Market) 弾力性」を推計することで、過去の円安期におけるパススルー率を業種別に比較したのが**図表 2**である。ここで推計した PTM 弾力性は、名目実効為替レートが 1%変化したときに円建ての輸出物価が何%変化したのかを表す。PTM 弾力値が 1 であれば、為替変動と円建ての輸出物価が完全に連動していることを意味する。このときのパススルー率はゼロであり、日本の輸出企業は為替変動リスクを輸入相手に転嫁せず、全て輸出企業が負担していることを示す。

推計結果を見ると、2005～07 年は 2000～03 年に比べて多くの業種で PTM 弾力性が低下（パススルー率が上昇）した。だが、2013～16 年には化学製品を除き、再び PTM 弾力性が上昇（パススルー率が低下）した。繊維品やはん用・生産用・業務用機器、輸送用機器では PTM 弾力性が 1 程度、あるいは 1 を超えている。当該業種の企業は円安局面でも輸出価格を引き下げなかった（円の減価率以上に輸出価格を引き上げた）ことで為替差益が拡大し、企業収益を押し上げたことが窺える。

図表 2：円安期における主な製造業関連業種の PTM 弾力性（パススルー率）



(注) PTM弾力性は以下の推計式の $\beta 1$ 。

$$\Delta \ln(\text{円建ての輸入物価}) = \beta 0 + \beta 1 \times \Delta \ln(\text{契約通貨ベースの名目実効為替レート}) + \beta 2 \times \Delta \ln(\text{投入物価})$$

契約通貨建ての名目実効為替レートは、円建ての輸出物価指数を契約通貨建ての輸出物価指数で除したもので、数値が大きい（小さい）ほど円安（円高）であることを示す。全て1%有意。

(出所) 日本銀行統計、清水・佐藤（2014）「アベノミクスと円安、貿易赤字、日本の輸出競争力」より大和総研作成

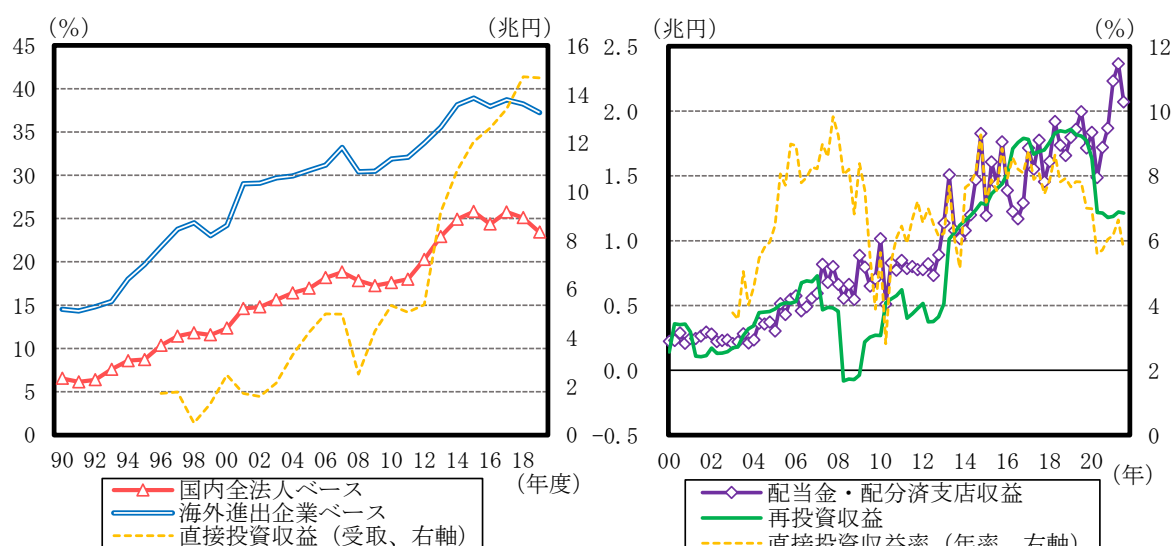
¹ 清水順子・佐藤清隆（2014）「アベノミクスと円安、貿易赤字、日本の輸出競争力」、RIETI Discussion Paper Series 14-J-022.

企業の海外進出等を背景に、円安による所得収支の改善効果が拡大

ここまでは円安による貿易収支への影響を確認したが、円安の進行は海外からの所得の受取、ひいては所得収支の改善にもつながる。円安の場合、海外で取得した所得の円換算額が増加するためである。

円安による所得収支の改善を通じたプラスの効果は、製造業の海外進出の加速に伴い拡大した。製造業の海外進出が1990年代に加速し、2012～14年度頃に一段と広がったことで、直接投資収益（受取）が拡大（**図表3左**）したためだ。

図表3：製造業の海外生産比率（左）と直接投資収益の中身（右）



(注1) 左図の国内全法人ベースは、現地法人売上高/(現地法人売上高+国内法人売上高)。海外進出企業ベースは、現地法人売上高/(現地法人売上高+本社企業売上高)。

(注2) 右図は大和総研による季節調整値。直接投資収益率は2013年までは国際収支マニュアル第5版ベース、2014年以降は同第6版ベース。

(出所) 財務省、経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

直接投資収益は投資企業などに支払われる「配当金・配分済支店収益」や、現地法人の留保利益（利益剰余金）にあたる「再投資収益」のほか、少額だが借入利子や債券利子である「利子所得」で構成される（**図表3右**）。感染拡大前までは配当金・配分済支店収益と再投資収益は同程度であったが、多くの国でロックダウン（都市封鎖）が実施された2020年4-6月期以降は再投資収益が大幅に落ち込んで停滞している一方、配当金・配分済支店収益は増加傾向が継続している。

こうした動きはリーマン・ショック時の2008～09年にも見られ、海外経済の停滞による直接投資収益率の低下や国内企業の収益悪化を受けて海外進出が一服した。今回は世界経済が回復し、直接投資収益率が改善するにつれて、再投資収益は徐々に増加するとみられるが、当面は配当金・配分済支店収益がこれを上回ろう。円安は所得収支の改善に働くため、配当金等を通じた国内への還流の増加、それに伴う企業収益の改善が期待される。

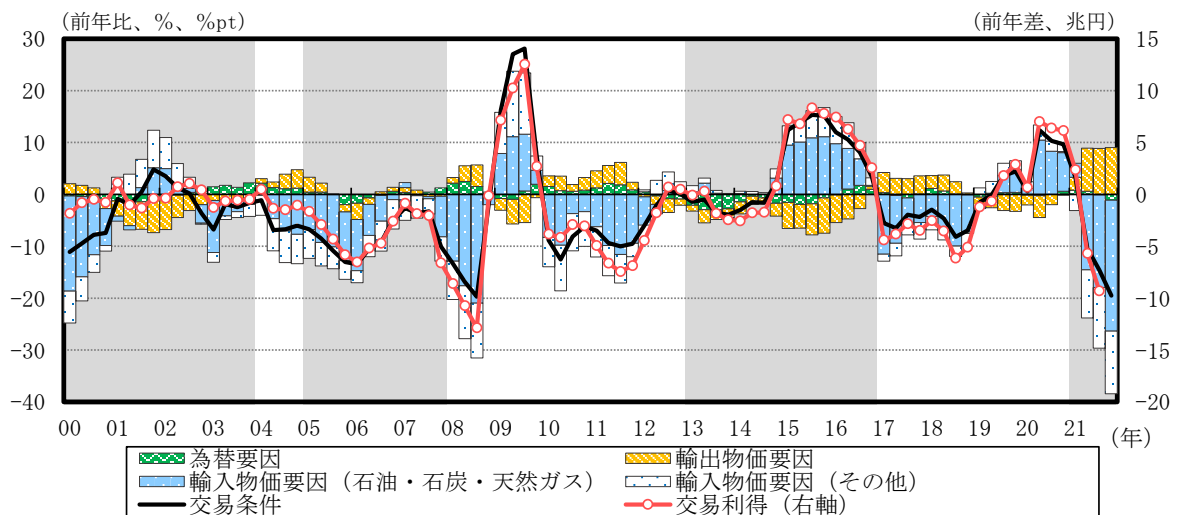
(2) 円安の「マイナス」要因

円安は交易条件を悪化させるも、その影響はごくわずか

このところ「悪い円安」を指摘する声が強まったのは、円安が足元の資源高の影響を増幅させ、交易条件²の悪化を通じて家計所得や企業収益を減少させることへの懸念があるためと考えられる。

図表 4 では、産業全体で見た交易条件指数の前年比変化率を為替要因、輸出物価要因、輸入物価要因（ともに契約通貨建て）の3つに分解した。これを見ると、確かに円安が進行した時期（図中のシャドー）には為替要因がおおむね交易条件の押し下げに働いているが、その度合いは小さく、輸出入物価要因の方がはるかに大きい。輸入側の為替要因が輸出側のそれに相殺されることもあるが、輸入側の為替要因だけを取り出しても、交易条件の変動率の1割程度にすぎない（2000年以降の円安期）。このところ資源高によって交易条件が急速に悪化しているが、マクロで見れば、円安が交易条件に与えた影響はごくわずかである（**図表 4**）。

図表 4：交易条件の要因分解



(注) 要因分解は「輸出入物価指数」を利用した。為替要因は円ベース指数/契約通貨ベース指数、輸出・輸入物価要因は契約通貨ベース。交易利得は年率換算。シャドーは円安期の2000～03年、2005～07年、2013～16年、2021年～。

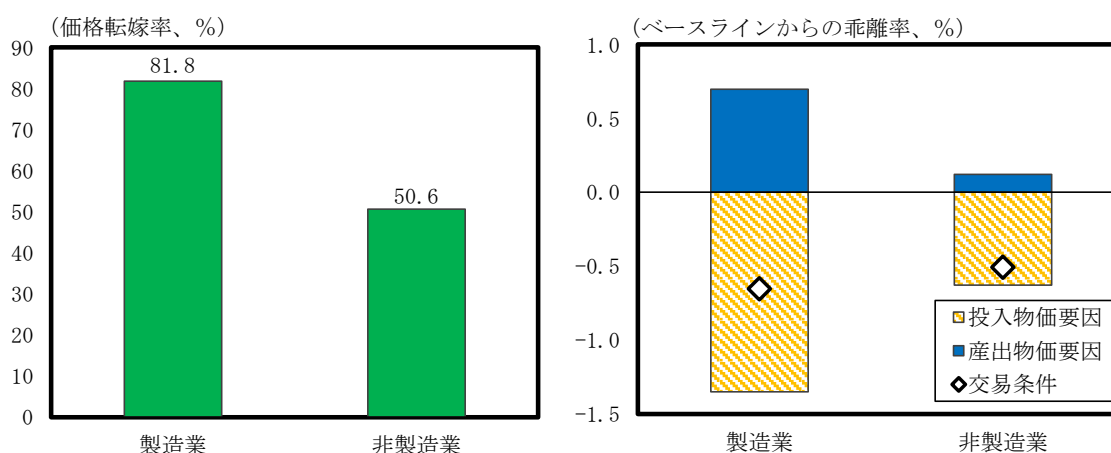
(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

² 輸入価格に対する輸出価格の比率で、一国の輸入品と輸出品の交換比率を表す。

円安による交易条件への影響は製造業、非製造業ともに限定的

円安による交易条件への影響を業種別に見ると、どのような特徴が指摘できるだろうか。円安による輸入価格の上昇で仕入額が増加しても、これを販売価格に十分に転嫁できれば、企業にとって円安によるコストの増加は問題にはならない。そこで**図表 5 左**では、投入・産出物価指数や産業連関表を用い、業種ごとの価格転嫁率（＝投入物価×中間投入比率の前年比変化率に対する産出物価の前年比変化率の弾性値）を推計した。

図表 5：業種別に見た価格転嫁率（左）と 10%の円安ドル高による交易条件への影響（右）



(注1) 価格転嫁率は、投入物価×中間投入比率の前年比に対する産出物価前年比の弾性値（推計期間は2012年1月～2019年12月）。製造業は、製造業部門別投入・産出物価指数を利用。非製造業に関しては、産業連関表の投入係数表、輸入係数表における投入構造をウェイトとして、製造業総合部門における内訳大分類の投入物価指数を合成することにより投入物価を算出。ただし、対応する物価指数がない業種の投入物価指数は一定とした。中間投入比率は、基本的に各年の経済活動別のGDP統計を用い、業種分類が対応しない業種は産業連関表を用いた。

(注2) 右図は、輸入物価を「10%（10%の円安ドル高）×輸入物価指数のドル建て比率」、産出物価を「投入物価上昇率×中間投入比率×価格転嫁率」だけ上昇させたときの交易条件のベースラインからの乖離率。2021年1月～11月の平均値。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

推計結果を見ると、製造業の投入物価が変化したときの産出物価への転嫁率は2012～19年で81.8%だった。非製造業の価格転嫁率は50.8%に留まり、投入物価上昇分の半分程度しか転嫁できていない。投入物価が上昇した際の悪影響は非製造業の方が大きいといえそうだ。

しかしながら、製造業は仕入高における輸入依存度が比較的高いことから（**後掲図表 6 左**）、円安局面の投入物価の上昇率は非製造業のそれを上回る。こうした点を考慮しつつ、2021年12月のドル円レートが前年比+9.7%だったことを踏まえ、10%の円安ドル高を想定して試算した結果が**図表 5 右**である。投入物価は製造業で1.3%、非製造業で0.6%上昇し、その分だけ交易条件を押し下げる。一方、企業はコスト増加分の一部を価格転嫁することで、産出物価は製造業で0.7%、非製造業で0.1%上昇する。ネットの影響はそれぞれ▲0.7%、▲0.5%であり、製造業の方がやや大きいものの、円安による交易条件への悪影響はともに軽微といえよう。

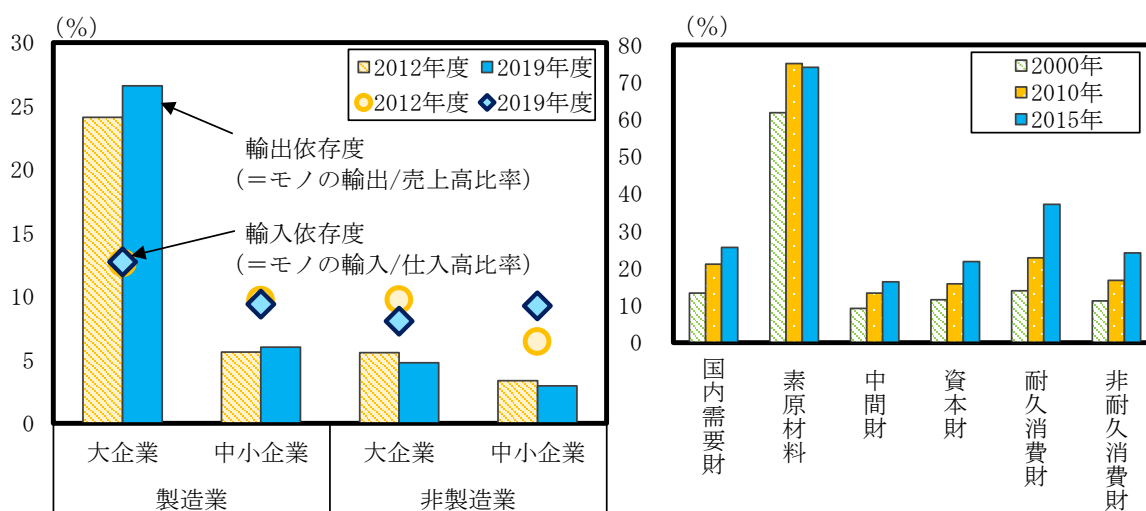
円安の恩恵は大企業製造業に集中し、中小企業非製造業では円安による悪影響が増大

もともと、企業規模別に見ると影響の大きさは異なる。**図表 6 左**では、2012 年度と 2019 年度における業種別・企業規模別の貿易依存度を示した。円安局面では、売上高の輸出依存度（図表中の棒グラフ）が高い企業ほど増収になりやすく、仕入高の輸入依存度（図表中の◆、●）が高い企業ほどコストが増加しやすい。

この点、2019 年度における大企業製造業の輸出依存度は 27%、輸入依存度は 13%と、中小企業製造業や非製造業に比べて輸出依存度の高さが際立つ。これは円安の恩恵が大企業製造業に集中することを意味する。2012 年度と比較すると、大企業製造業の輸出依存度は高まった一方、輸入依存度は変化しておらず、円安の恩恵をさらに享受しやすくなったといえる。

中小企業製造業や非製造業では、輸出依存度が 5%程度、輸入依存度が 10%程度となっており、相対的に円安の悪影響を受けやすい。特に中小企業非製造業は輸出依存度が極めて低い一方、輸入依存度は 2012 年度時点より上昇しており、円安時の悪影響が大きくなっているとみられる。

図表 6 : 業種別・規模別の貿易依存度（左）、国内需要財物価における輸入品のウエイト変化（右）



(注) 大企業は従業者数1,000人以上、中小企業は同50~299人の企業。

(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

消費財の輸入品ウエイトの上昇で家計の購買力は円安時に低下しやすくなる

家計も為替変動の影響を受ける。企業が投入コストの増加分を販売価格に転嫁すれば、家計の購買力は低下することになる。**図表 6 右**では、企業物価指数において、需要段階別・用途別に見た基準年時点の輸入品ウエイト、すなわち企業物価を構成する品目の総取引金額に占める輸入額の割合の変化を示している。財別に見ると、素原材料は 2010 年から 2015 年で輸入品ウエイトが低下した一方、それ以外の財では基準改定の度に輸入品ウエイトが上昇している。とりわけ耐久消費財の輸入品ウエイトが上昇しており、2015 年時点で 4 割近くに達した。非耐久消費財の上昇幅も比較的大きく、円安時に家計が直面する物価が以前よりも上昇しやすくなったことが読み取れよう。

(3) 円安が日本経済にもたらす影響

円安は日本経済にプラスの効果をもたらすものの過去と比べて効果は低下

これまでの分析を踏まえた上で、マクロモデルを用いて円安が企業収益や雇用者所得（企業にとっての人件費）に与える影響を試算したものが**図表7**である。

これは前回の円安期に橋本（2014）³が行った試算を利用したものである。今回は、仮に感染拡大前の2019年4-6月期～2020年1-3月期に円安ドル高が進んで企業収益に与えた場合の影響を、直接効果（輸出入の増減による影響）と波及効果（企業間取引の増加、最終需要増加による影響）に分けた上で、産業別・企業規模別に示した。なお、橋本（2014）との比較においては、マクロモデルの構造が一部異なること、試算の対象期間が異なることには留意されたい。

図表7：ドル円レートが10円/ドル減価したときの企業収益・雇用者所得に与える影響

		全規模全産業								
		製造業				非製造業				
			大企業	中小企業		大企業	中小企業	大企業	中小企業	
経常利益	変化額（10億円）	1,491	1,010	934	75	481	329	152	1,263	228
	経常利益に対する割合（%）	2.0	4.2	4.8	1.6	0.9	1.0	0.9	2.4	1.0
直接効果	変化額（10億円）	-254	551	548	3	-805	-730	-74	-183	-71
	経常利益に対する割合（%）	-0.3	2.3	2.8	0.1	-1.6	-2.2	-0.4	-0.3	-0.3
波及効果	変化額（10億円）	1,744	459	387	72	1,286	1,059	227	1,446	298
	経常利益に対する割合（%）	2.3	1.9	2.0	1.6	2.5	3.1	1.3	2.7	1.4
人件費	変化額（10億円）	1,999	1,243	1,049	194	756	362	394	1,411	588
	人件費に対する割合（%）	1.1	2.3	3.0	1.0	0.6	0.6	0.6	1.5	0.7

（注1）マクロモデルを用いた試算値。対象期間は2019年4-6月期～2020年1-3月期。

（注2）直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

（注3）人件費に対する影響は、労働分配率を一定と仮定した値。

（出所）財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

まず、円安による直接効果に注目すると、輸出依存度が高い大企業製造業では経常利益が0.5兆円程度押し上げられる。一方、中小企業製造業では収益の押し上げ幅はわずかであるほか、非製造業では輸出増加による直接的なメリットが小さいため、輸入価格の上昇により円安は収益の下押し要因となる。このため、全規模全産業では経常利益が0.3兆円程度押し下げられるという結果になった。

次に波及効果を見ると、特に大きいのは大企業非製造業であり、波及効果による収益の押し上げは1兆円程度と、直接効果によるマイナスを大きく上回る。中小企業非製造業でも同様に、波及効果によるプラスは直接効果によるマイナスよりも大きい。直接効果が収益の押し下げ要因になる非製造業においても、波及効果を踏まえれば円安は収益に対してプラスに働くとみられる。その結果、直接効果と波及効果を合わせた全規模全産業の経常利益に対する影響は約1.5兆円（経常利益に対する割合は2.0%）と、大幅なプラスになると試算される。

³ 橋本政彦「[円安の波及効果と企業収益に与える影響](#)」（大和総研レポート、2014年12月29日）

もともと、今回の試算結果を橋本（2014）と比較すると、全体としての結論は変わらないものの、直接効果、波及効果を合わせた企業収益全体への影響は以前よりも小さくなっている。これまでの議論を踏まえると、製造業の直接効果において円安による輸出数量への影響が小さくなったことで、設備投資やその他の企業間取引などへの波及効果が縮小したと考えられる。

最後に企業収益の増加の雇用者所得への波及に目を向けると、過去と同程度に収益の増加分が雇用者に回る（労働分配率が一定）と仮定すれば、人件費は2.0兆円程度押し上げられる。円安の進行は賃金上昇に相当程度寄与すると考えられる。ただし、人件費の増加にはラグが伴うため、短期的には家計の購買力が低下することには注意が必要だ。

ここでの試算には、過去25年ほどのデータを利用したマクロモデルを用いており、長期的な経済構造の影響がマクロモデルに反映されている。そのため試算結果は幅を持って解釈する必要があるが、日本銀行（2022）⁴の推計結果と同様、円安は日本経済にプラスの効果をもたらすと考えられる。ただし、プラスの効果は大企業製造業に偏在しており、Jカーブ効果が表れにくくなったことや輸入依存度の高まりによって効果は縮小している。また、企業規模別に見ればマイナスの影響を受ける企業も少なくないことに留意する必要があるだろう。

⁴ 日本銀行「経済・物価情勢の展望 2022年1月」（2022年1月19日）では為替変動が日本経済に与える影響をVARモデルで推計している。円安の実質GDPへの効果は、近年も含め、統計的に有意にプラスであると結論づけている。