

2024 年 8 月 14 日 全 6 頁

「適温」なドル円相場は 130 円台？

ただし 10 円の円高で実質 GDP は 0.2%悪化

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行
エコノミスト 岸川 和馬

[要約]

- 近年、日本の実質輸出や輸出数量指数の為替感応度はゼロ近傍まで低下した。円安が進行しても輸出量が増えにくくなり、非輸出企業への経済波及効果は 2000 年代までに比べて大幅に低下したとみられる。円安で輸出企業の業績が改善する半面、就業者数が多い非輸出企業では輸入インフレの悪影響が色濃く表れやすくなった。
- 企業経営の安定性を示す「損益分岐点比率」が為替変動でどのように変化するかを試算したところ、企業収益と就業者の双方に配慮した試算方法では 1 ドル 130 円台が最適となった。これは、幅広い企業が許容しやすい「適温」ともいうべき穏当な為替水準と考えられる。
- 他方、円高は企業収益の減少や株安などを通じて GDP を下押しすると考えられる。当社のマクロモデルを用いて推計すると、10 円の円高ドル安がもたらす実質 GDP の押し下げ幅は年間で 0.2%程度とみられる。

2022 年春から円安基調が続いたドル円相場は 2024 年 8 月に一時 20 円ほど円高に

2024 年 7 月上旬に 1 ドル 161 円近辺で推移していたドル円相場は、11 日に公表された 6 月分の米国消費者物価指数が市場予想を下回ったことを受けて円高が進んだ。さらに同月末の日本銀行（日銀）の追加利上げや米国雇用統計の悪化などを受け、8 月 5 日には一時 141 円台まで円高が急伸した。本稿執筆時点（8 月 13 日）では 147 円台で推移しているものの、今後の米国景気や日銀の金融政策次第では、円高が一段と進む可能性も否定できない。

2022 年春から断続的に進んだ大幅な円安は「悪い円安」ともいわれていたが、今回の円高は日本経済にどのような影響をもたらすのだろうか。以下では、ドル円相場に対する実質輸出などの感応度や業種別・為替水準別に見た事業活動への影響度を分析するとともに、当社のマクロモデルを用いて日本経済への影響を検討する。

1. 輸出や産業別企業活動と為替の関係に見るドル円相場の「適温」

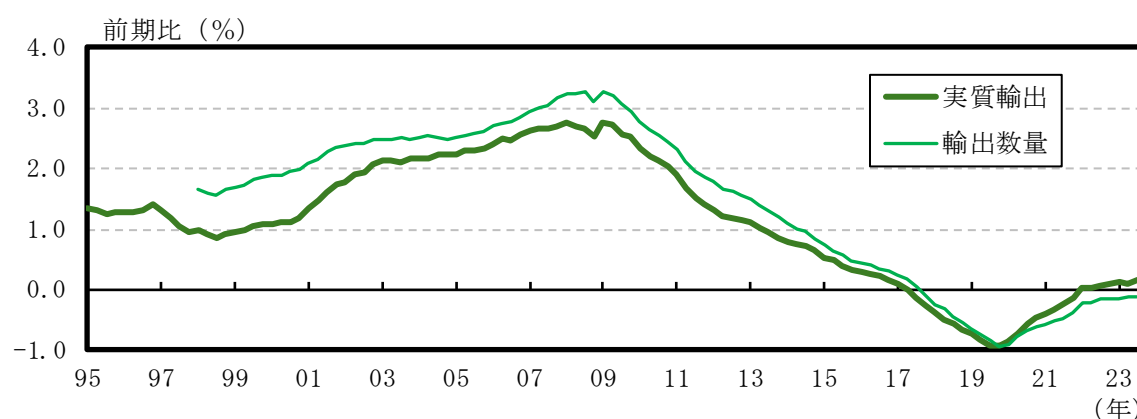
近年は財輸出の為替感応度が低下し非輸出企業への経済波及効果が低下

為替変動は、主に輸出入額の増減を通じて日本経済に影響をもたらす（日本銀行（2022）¹など）。そこでまず為替変動による輸出への影響を評価するために、輸出の為替感応度を確認する。

金額が大きい財貿易に着目し、日本の実質輸出と輸出数量の為替感応度を推計すると²、いずれも 2000 年代にかけて高まっていった。だが、2008 年 9 月の「リーマン・ショック」を契機とした世界同時不況後は低下基調へと転じ、2010 年代末から 2020 年代初めには米中摩擦やコロナ禍などをを受けてマイナス圏まで落ち込んだ。その後は回復傾向にあるものの、2022 年頃からはゼロ近傍で推移している（図表 1）。

前述のように、ドル円相場は 2022 年春から大幅に円安が進んだが、その間の実質輸出や輸出数量は停滞した。近年の輸出企業は円安が進行しても製品の現地販売価格を据え置く傾向が強く、価格競争力が変わらないため販売量が増えにくいことが背景にある。増産による中間財や設備投資の需要が発生しにくくなり、非輸出企業への経済波及効果は低下したと考えられる。

図表 1：日本の実質輸出と輸出数量の為替感応度



（注）海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の前期比変化率を用いた時変パラメータ VAR による分析。為替感応度は、実質実効為替レートの誤差項が 1 標準偏差（3.6%pt）低下した場合の実質輸出（輸出数量）に対するインパルス反応（4 四半期累積変化）。分散分解は海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の順のコレスキー分解による。海外経済成長率は、日本の主要な財輸出相手国の実質 GDP 成長率を名目輸出額で加重平均した数値。

（出所）日本銀行、財務省、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

実際に財務省「法人企業統計」から直近の企業収益を確認すると、2024 年 1-3 月期の経常利益は 1 ドル 150 円程度の円安環境を追い風に、全規模全産業（金融業、保険業除く）で前年比 +15.1%、輸出企業が多い大企業製造業で同 +21.5% となった。一方、非輸出企業が多い大企業非製造業では同 +0.1% にとどまった。輸出企業から非輸出企業への経済波及効果が低下し、多くの企業にとっては輸入インフレの悪影響がより色濃く表れやすい環境になったといえよう³。

¹ 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2022 年 1 月 19 日）

² 実質輸出の動きには数量だけでなく、数量 1 単位あたりの付加価値の変化も表れる。そのため本稿では実質輸出と輸出数量それぞれについて為替感応度を推計した。

³ 財輸出を行っている企業は全体の 23%にとどまる（2022 年度、「2023 年経済産業省企業活動基本調査」）。

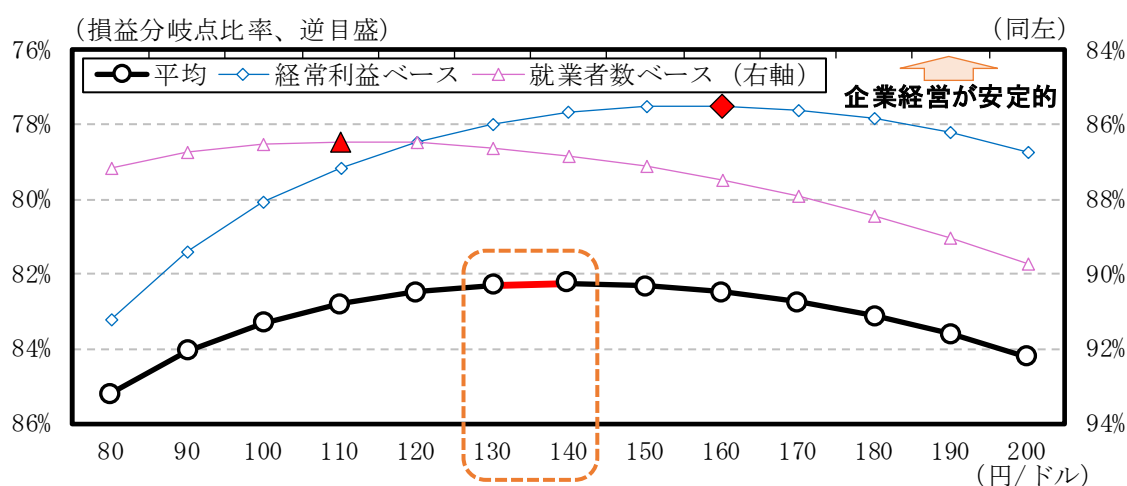
企業収益と就業者の双方に配慮すれば1ドル130円台の為替水準が「適温」か

為替変動が企業業績に与える影響の一つとして、企業経営の安定性を示す「損益分岐点比率」の変化が挙げられる。そこで、産業別の損益分岐点比率をドル円相場ごとに試算し、経常利益と就業者数でそれぞれ加重平均したものが**図表2**だ。

経常利益ベースの加重平均値で見ると、損益分岐点比率が最低（企業経営が最も安定的）となるのは1ドル160円程度である。足元よりもかなりの円安水準だが、輸出企業を中心に売上高が増加し、円安によるコスト増を上回って経常利益を押し上げることが背景にある。だが、この為替レートでは就業者数が多い非輸出企業で経営が不安定化しやすい。就業者数ベースの加重平均値で損益分岐点比率が最低となるのは1ドル110円程度だ⁴。

図表2：ドル円レートの水準別に見た日本企業の損益分岐点比率

（各産業の損益分岐点比率を経常利益または就業者数で加重平均したものと両者の平均）



(注) 赤抜きマーカーは最も企業経営が安定する点。損益分岐点比率は、2013年～22年平均の各産業の損益分岐点比率（負の値を取る業種は除く）を、経常利益または就業者数で加重平均した値。損益分岐点比率は損益分岐点売上高（＝固定費÷（1－変動比率））を売上高で除したものの。ドル円レートに応じて売上高、変動費、人件費以外の固定費における輸出入金額を変動させて算出した。

(出所) 財務省、経済産業省より大和総研作成

前述のように輸出の為替感応度がゼロ近傍まで低下した点を踏まえると、日本企業全体にとって「適温」ともいえるべき為替レートの穏当な水準を検討する上では、輸出企業への影響を中心とした企業収益ベースだけでなく、非輸出企業への影響を中心とした就業者ベースの損益分岐点比率も重視すべきだろう。そこで、経常利益ベースと就業者数ベースの損益分岐点比率を平均して最小値を算出すると、幅広い企業が許容しやすいドル円相場は1ドル130円台と試算される（**図表2**）⁵。

⁴ 内閣府「令和5年度 企業行動に関するアンケート調査結果」によれば、2023年度の輸出企業の採算円レートは平均で1ドル123円であったため、1ドル110円の下では輸出事業の採算が取れないケースが多いとみられる。

⁵ 経済同友会「2023年12月（第147回）景気定点観測アンケート調査結果」において、快適な為替相場として最も多かった企業の回答が1ドル130～135円未満であった。また帝国データバンク「円安に関する企業の影響アンケート（2024年5月）」によれば、自社にとって最適な為替相場の水準として1ドル120円以上～130

2. マクロモデルを用いた円高シミュレーション

企業収益と就業者の双方を考慮に入れると 1 ドル 130 円台がドル円相場の「適温」水準とみられる一方、円高の進行はマクロの企業収益の悪化を通じて GDP に悪影響を及ぼす可能性がある。

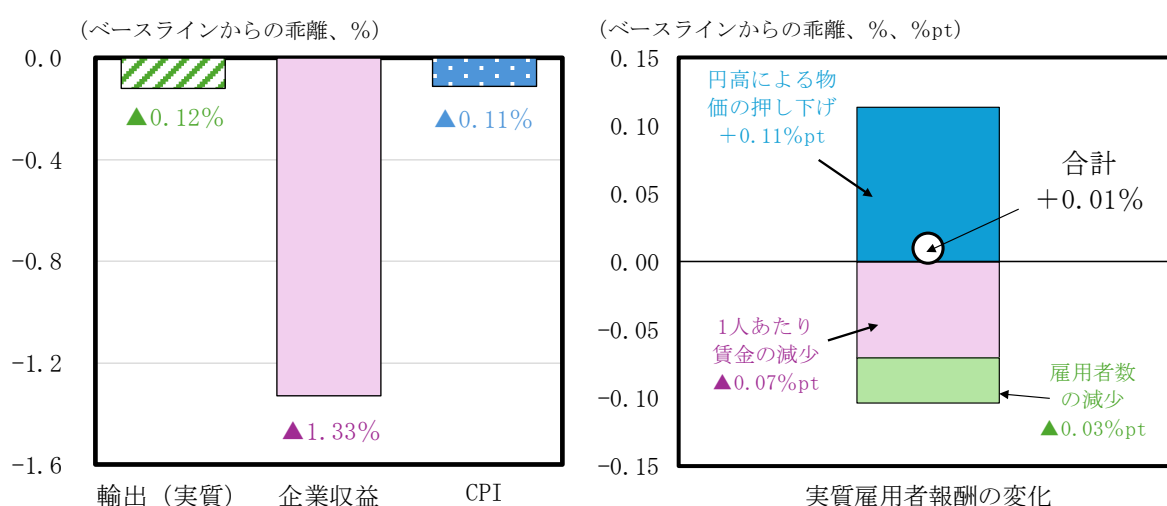
以下では、円高が実質 GDP に与える影響について当社のマクロモデルを用いて分析する。為替変動が波及する経路は様々に考えられるが、ここでは特に影響が大きいと思われる輸出と、実質雇用者報酬及び株安（逆資産効果）による個人消費への影響に焦点を当てる。

円高で企業収益は減少するが、インフレ抑制で実質雇用者報酬はほぼ変化なし

まず輸出についてであるが、ドル円相場で 10 円の円高が発生しても、前述のように為替感応度がゼロ近傍にある状況では、財の実質輸出への影響は限定的である。ただし、円ベースの輸出額の減少などを通じ、企業収益は顕著に減少する。これを受けて、雇用者数や 1 人あたり名目賃金が下押しされる。

一方、円高は輸入物価の引き下げを通じて消費者物価（CPI）の上昇を抑制する。その効果は、円高が発生しないケース（ベースライン）と比べて、10 円の円高で 0.1%程度と試算される⁶（**図表 3 左**）。企業収益の減少を受けて名目賃金や雇用者数は減少するが、物価高が抑制されるため実質雇用者報酬はほとんど変わらない結果となった（**図表 3 右**）。

図表 3：10 円の円高ドル安による輸出・企業収益・CPI（左）と、実質雇用者報酬（右）の変化



（注）左図の輸出は財のみ。大和総研のマクロモデルによる推計。

（出所）各種統計より大和総研作成

円未満を上げる企業が全体の 28.9%で最多だった。ただし、円安で売上高と利益がともに増加すると回答した企業の割合は 4.7%であり、有効回答企業に占める輸出企業の割合が母集団のそれ（23%、2022 年度（脚注 1 参照））に比べて低いとみられることから、回答結果が円高方向に振れたと考えられる。

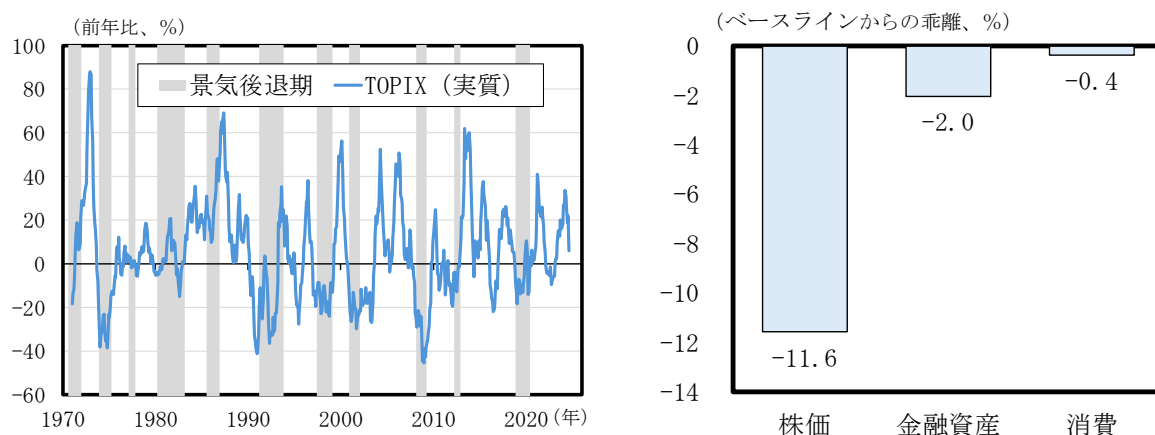
⁶ もっとも、近年の輸入浸透度の高まりによって、現実にはマクロモデルで推計される以上に、円高が物価を抑制する可能性には留意が必要である。

株価下落による逆資産効果で個人消費は0.4%減少

株式市場は2024年8月に入ってから大きく動き、東証株価指数（TOPIX）は8月1日から5日までの3営業日で2割程度値下がりした。本稿執筆時点（8月13日終値）では幾分戻したものの、7月末からの下落幅は1割程度だ。過去1年間の上昇が大きかったため前年比ベースでみると依然としてプラス圏にとどまっているが（図表4左）、株安によって個人消費が抑制される可能性は否定できない。

マクロモデルで試算すると、10円の円高によって株価は1割程度減少し、預貯金を含めた金融資産総額（実質ベース）は2%減少する。これを受けた逆資産効果によって、個人消費は0.4%減少する結果となった（図表4右）。

図表4：TOPIX（CPIで実質化、左）と景気動向（左）、10円の円高ドル安がもたらす株価・金融資産への影響と個人消費への逆資産効果



（注）左図は月中平均ベース。ただし直近値は2024年8月9日時点。右図の株価はTOPIX。金融資産は家計部門保有分。金融資産と消費は実質ベース。大和総研のマクロモデルを用いて推計。消費への逆資産効果については推計式 $\ln(\text{実質家計最終消費支出}) = \beta_1 \times \ln(1 \text{人あたり実質雇用者報酬}) + \beta_2 \times \ln(\text{雇用者数}) + \beta_3 \times \ln(\text{実質家計金融資産}) + \text{定数項}$ で求めた実質家計金融資産の弾性値（ β_3 ）を用いて算出。詳細は大和総研「第221回日本経済予測（改訂版）」（2024年6月10日）を参照。

（出所）東京証券取引所、総務省、内閣府、日本銀行統計等より大和総研作成

10円の円高による実質GDPの押し下げ幅は0.2%程度

マクロモデルによる分析では、ドル円相場で10円の円高水準が1年間続く場合、実質GDPは年間で0.24%押し下げられると試算される。実質GDPに対する寄与度を需要項目別に見ると、個人消費が最も大きく（▲0.19%pt）、次いで外需が大きい（▲0.06%pt）。一方、住宅投資や設備投資、公需への影響は小さい。総じて見れば、10円の円高による景気への影響はさほど大きくないといえそうだ。

米国の景気動向や日米の金融政策などによっては、今後もドル円相場の急変は起こり得るため、当面は動向を注視する必要がある。だが、今回の8月上旬の円高のみでは、日本経済が景気後退に陥るような状況は避けられるだろう。

前述の損益分岐点比率を用いた分析と同様、マクロモデルによる分析でも、円高は企業収益を押し下げると試算された。だが、円安が進行しても輸出企業の増益分が国内に広く分配されるとは限らない。多くの家計ではむしろ円安によるデメリットの方が大きくなる可能性がある。現実にはこうした分配面の問題を踏まえて企業収益と就業者への影響をバランスよく捉えることが重要だ。

130 円台がドル円相場の「適温」と考えれば、現行水準よりも円高が進む必要がある一方、円高の進行は輸出企業を中心に減益をもたらし、株安とそれに伴う逆資産効果を通じて GDP を押し下げる恐れがある。株式市場が過度に影響を受けないためにも、上場企業が競争力を高め、為替変動によって収益を左右されにくい経営体質を持つことも肝要だろう。