

2024年8月26日 全15頁

米国景気リスクと円高・株安の影響は？

10円の円高ドル安より米国の雇用動向に要注意

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行
シニアエコノミスト 神田 慶司
エコノミスト 岸川 和馬

[要約]

- 代表的な景気指標や株式市場、家計・企業のバランスシートなどからは、米国景気は底堅いと判断される。ただし、労働市場のミスマッチの改善が進まなければ、失業率の上昇が続いても利下げが十分に進まず、景気後退を招く可能性がある。
- 一方、10円程度の円高ドル安であれば、日本経済への影響は大きくないとみられる。株安による逆資産効果には注意が必要だが、近年の日本の実質輸出などは為替相場に反応しづらくなっており、就業者数ベースで見た「適温」な為替相場は1ドル130円台だろう。
- 米国の景気後退と10円の円高ドル安が同時に発現すると、2024年度の実質GDP成長率は0.9%pt、2025年の春闘賃上げ率は0.1%pt、それぞれ低下すると試算される。

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月の米国消費者物価指数（CPI）の前年比が市場予想を下回ったことを受けて円高が進んだ。その後も、日本銀行（日銀）の追加利上げや米国雇用統計の悪化などが影響し、8月5日には一時141円台まで急伸した。本稿執筆時点（8月26日）では143円台で推移しているものの、円高が一段と進む可能性も否定できない。これを踏まえて、本稿では米国景気リスクと円高・株安の影響について分析した。図表1はその概要を示したものだ。

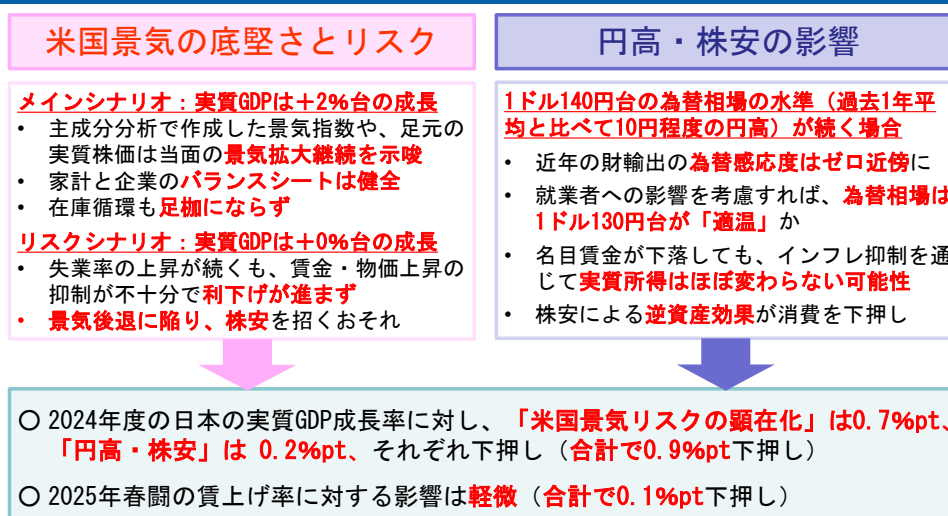
今回の為替相場の急変動の直接的な要因は円キャリーの巻き戻しであるが、背景の1つには、米国景気に対する懸念の広がりがある。失業率が足元で上昇しており、景気後退の可能性も指摘されている。この点、代表的な景気指標や、株価動向、民間のバランスシートなどから総合的に判断すると、現在の米国景気は底堅い。だが、問題はここ先だ。労働市場のミスマッチが改善されず、失業率の上昇が続いても賃金・物価上昇の抑制のために利下げが十分に進まないことで、景気後退を招く可能性がある。

一方、10円の円高ドル安による日本経済への悪影響は軽微だろう。2022年春から断続的に進

んだ大幅な円安は、供給制約も相まって「悪い円安」ともいわれ、企業の価格設定行動の積極化による大幅な物価上昇は、経済がデフレから脱却する上では非常に重要であるが、実質賃金や消費などを抑制した。一部の輸出企業は増益となったものの、輸出数量の増加にはつながりにくく、大多数の企業とその就業者には円安の恩恵は及ばなかった。企業収益に加えて就業者への影響を考慮すれば、日本経済にとっての「適温」な為替水準は 130 円台と試算される。ただし、円高に伴う株安により、逆資産効果が発生し消費が抑制される点には要注意だ。

以下ではそれぞれのポイントに焦点を当てて論じるとともに、米国景気リスクが発現した場合や、円高・株安が一段と進んだ場合の影響について検証する。

図表 1：米国景気リスクと円高・株安が日本経済に及ぼす影響



（出所）各種統計より大和総研作成

米国の景気後退リスクの検証

NBER が重視する 6 指標の主成分分析は米国景気の底堅さを示唆

はじめに、米国の景気後退の可能性を定量的に検討する。米国の景気基準日付を決定する民間非営利機関「全米経済研究所（NBER）」は、景気後退を「広範かつ数カ月以上にわたる経済活動の大幅な落ち込み」と定義している。景気の局面判断には**図表 2 上**のヒートマップで示した 6 つの指標（実質個人消費支出、実質個人所得（除く移転所得）、鉱工業生産、卸売・小売業の実質売上高、就業者数、非農業部門雇用者数）が用いられる¹。前年比で見れば、足元では一部の指標が弱含んでおり、経済活動が減速しつつあることが示されている。

ただし、6 指標間の重要度や寄与度は明確に定められていないため²、一部の指標のみから景気の局面を判断することは必ずしも正しくないだろう。そこで、主成分分析³によって 6 指標の

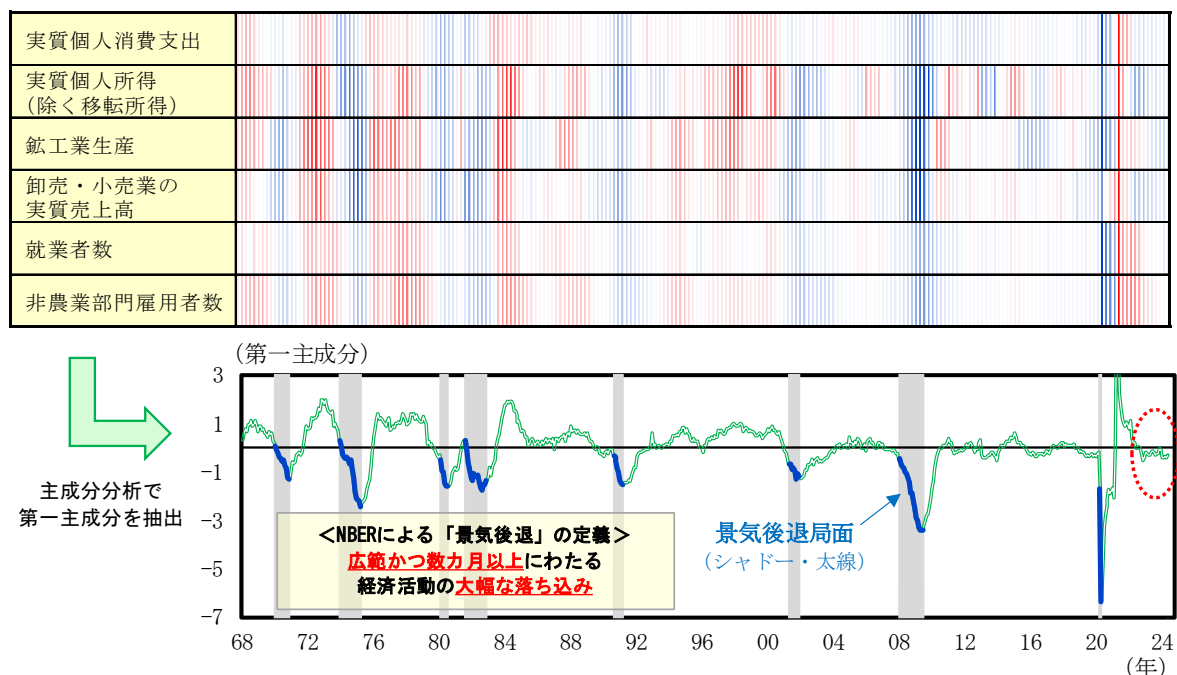
¹ 景気の局面判断に際し、NBER は四半期ベースの指標である GDP や GDI（国内総所得）も重視している。

² NBER “[Business Cycle Dating](#)”

³ 複数の変数に共通する動き（主成分）を抽出する統計的手法。

第一主成分を抽出し、米国の景気動向を示す月次の指数を作成した（**図表 2 下**）。シャドーで示した景気後退局面ではこの指数が大幅かつ継続的に落ち込んでおり、NBER が定める景気後退の定義に沿った動きが見られる。直近ではゼロ近傍で底堅く推移しており、景気後退の兆しは見られないと評価できる。

図表 2：NBER（全米経済研究所）が景気判断で重視する 6 つの月次指標のヒートマップ（上）、6 指標から主成分分析によって作成した米国の景気指数の推移（下）



(注) 標準化した値を掲載。上図は四半期ベースで各指標の前年比をもとに作成。赤色が高水準、青色が低水準であることを示す。「卸売・小売業の実質売上高」は、2010年までは製造業を含む。下図は月次ベースで直近値は2024年5月。主成分分析とは、複数の変数に共通する動き（主成分）を抽出する統計的手法。

(出所) NBER、BEA、BLS、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

過去のサム・ルール該当初月に比べて足元の経済指標は堅調

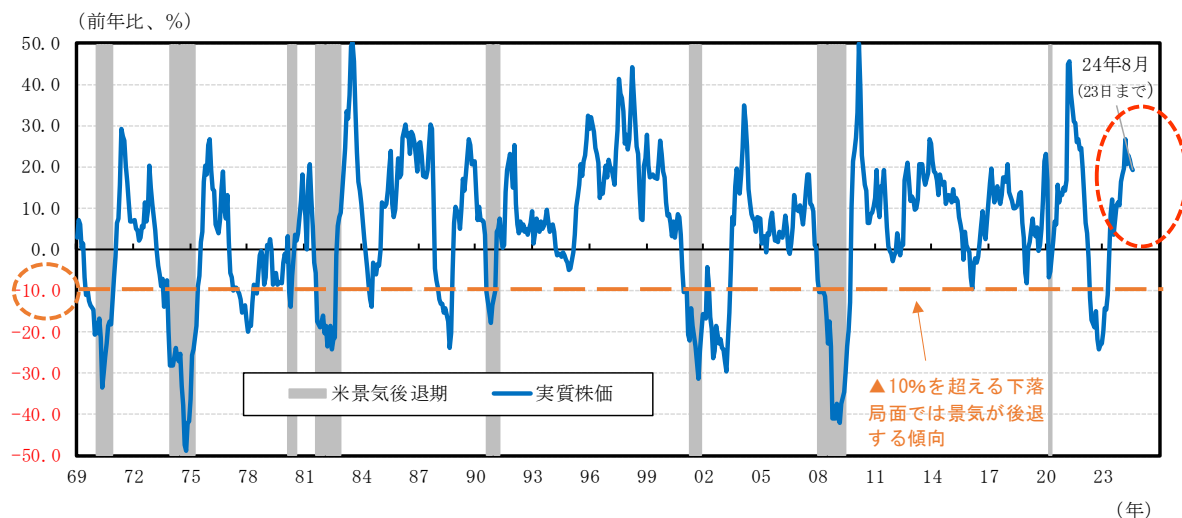
足元で米国の景気悪化懸念が広がる契機となったのは、7月の雇用統計で軟調な結果が示されたことにある。非農業部門雇用者数は前月差+11.4万人と急減速し、失業率は前月差+0.2%ptの4.3%に上昇した（いずれも季節調整値）。これを受け、「サム・ルール」と呼ばれる経験則（直近3カ月の失業率の平均と過去12カ月で最も低かった失業率の差分が0.5%pt以上になると景気後退の可能性が高まる）の基準が満たされたことも影響した⁴。

しかしながら、雇用統計の悪化はハリケーン「ベリル」の影響が表れた可能性がある。7月の悪天候による休業者は46.1万人と、統計を遡れる過去47年間の7月平均（4.1万人）を大幅に上回ったからだ。

過去のサム・ルールの該当初月においては、**図表 2** で挙げた 6 指標が前年比で小幅なマイ

⁴ 詳細は矢作（2024）を参照。

図表4：米国の実質株価（S&P500指数をCPIで実質化）と景気動向



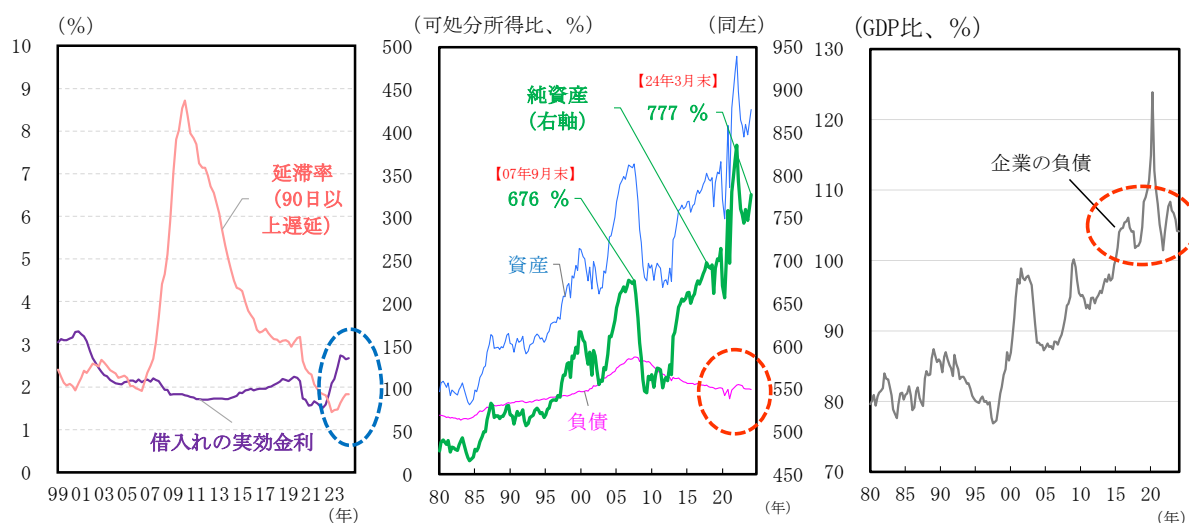
(注) 2024年8月のCPI上昇率（前年比）は7月から横ばいと想定。

(出所) NBER、BLS、Standard & Poor's、Haver Analytics より大和総研作成

家計の延滞率は低水準で純資産も多く、企業の負債はGDP比で横ばい圏

家計と企業のバランスシートも懸念されるような状況ではない。足元では家計が直面する実効金利（債務に対する支払利子の比率）が上昇しており、クレジットカードローンなどの延滞率も上昇している。しかし、住宅ローンを含む全体の延滞率は依然として相当に低い水準にある（図表5左）。

図表5：米国における家計の延滞率と借入れの実効金利（左）、家計のバランスシート（中央）、企業の負債（右）



(注) 家計のバランスシートのデータには非営利団体が含まれる。企業は「Nonfinancial business」の値。

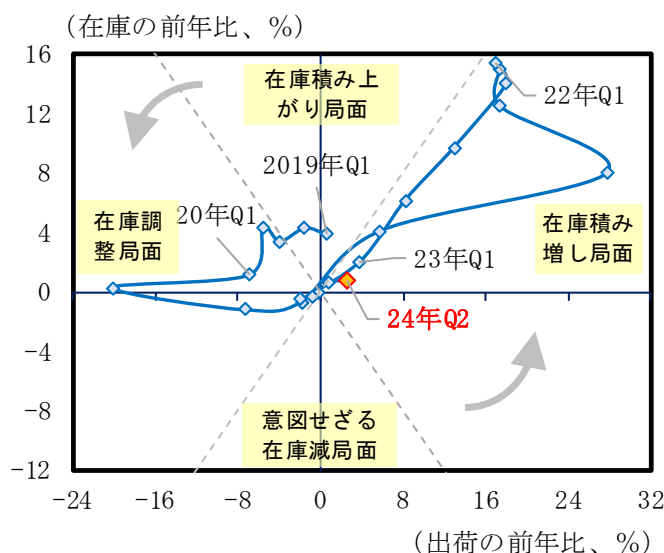
(出所) FRB、BEA、ニューヨーク連銀、Haver Analytics より大和総研作成

家計の負債（可処分所得比）も、サブプライム・ローン問題が発生した 2000 年代後半と比較すると安定している（**図表 5 中央**）。一方、企業の負債（名目 GDP 比）はやや高水準にあるが、コロナ禍で急上昇した時期を除くとおおむね横ばいで推移しており、懸念するような状況ではない（**図表 5 右**）。

循環面からは景気拡大局面にあることが示唆される

循環面からも景気後退は示唆されない。在庫循環図を見ると、直近では企業が更なる需要増に備えて増産を行う「在庫積み増し局面」にある。「在庫積み上がり局面」や「在庫調整局面」に入ると景気後退の可能性が高まるが、現在はまだそのような状況ではないと判断できる（**図表 6**）。

図表 6：米国の在庫循環



（注）実質ベース。2024 年は大和総研による見通し。

（出所）BEA、米国商務省センサス局、Haver Analytics より大和総研作成

労働市場から考えられるリスクシナリオでは米国 GDP が 2% 近く悪化

以上を踏まえると米国景気は依然として底堅いとみられるが、仮に景気後退リスクが顕在化する場合はどのような状況が考えられるのだろうか。

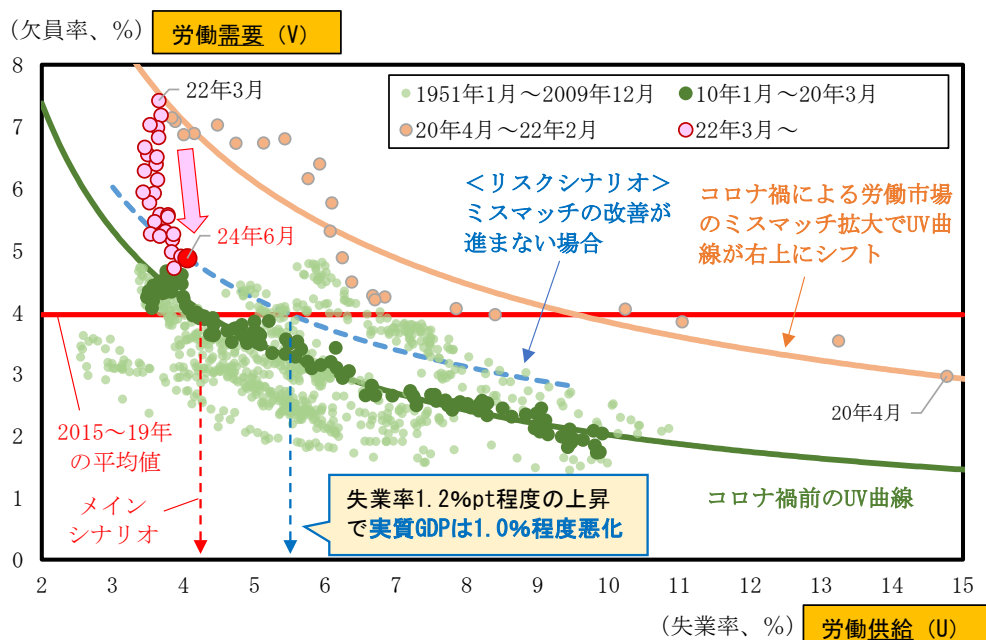
図表 7 は、労働供給を表す失業率（U: unemployment rate）と、労働需要を表す欠員率（充足されない求人数の割合、V: vacancy rate）との関係を表すベバレッジ曲線（UV 曲線）だ。UV 曲線はコロナ禍が始まった 2020 年春に右上にシフトしたが、移民の増加や労働力参加率の回復などにより労働市場のミスマッチ⁵が緩和した。結果として UV 曲線は 2022 年春から左下へとシフ

⁵ 求人側と求職側のニーズが合わないために、求人数（欠員）が増加している一方で、失業者数も増加するなど、労働市場に過不足が生じている状態。

トし、失業率の大幅な上昇を伴わずに欠員率が低下したとみられる。これは景気拡大の継続と賃金・物価上昇の抑制に寄与した。今後はUV曲線がコロナ禍前の形状におおむね回帰することで、景気は緩やかに減速しつつ賃金・物価上昇が安定するというのが当社のメインシナリオである。

ただし、メインシナリオの実現には、移民などの労働供給の拡大を中心とした労働需給の緩和が必要である。この点、先行きの移民流入ペースについては大統領選の結果に左右される側面があることから不確実性が大きい⁶。また、移民の就業先として選ばれやすい低賃金業種では求人件数の減少が進む一方、高賃金業種では高止まり傾向が見られ、移民の増加が労働需給の緩和につながりにくくなっている可能性がある。

図表7：米国におけるペバレッジ（UV）曲線



(注) 破線のUV曲線は、コロナ禍前と同じ傾きで2024年6月の点を通るように平行移動させたもの。
(出所) BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

そこで図表7の青い破線で示したように、UV曲線がコロナ禍前よりも上方で高止まりするケースを想定すると、欠員率がコロナ禍前（2015～19年の平均）の4%程度まで低下するには、失業率が5.5%程度まで上昇（直近値から1.2%pt程度上昇）することになる。雇用情勢が悪化しても賃金・物価上昇の抑制のために利下げが十分に進まず⁷、引き締め的な金融環境が長期化することで、景気後退や株安を招くのがリスクシナリオだ。

オークンの法則⁸から機械的に試算すると、失業率1.2%ptの上昇は実質GDPを1.0%程度悪

⁶ 詳細は、藤原（2024）などを参照。

⁷ 金融市場ではFRBが年末までに複数回の利下げを行うとの見方が多いが、インフレ率は依然としてFRBの目標である2%を上回る（FRBが参照するPCEデフレーターは6月で前年比+2.5%）。

⁸ 経済成長率と失業率に負の相関関係があるという経験則。ここでは失業率ギャップ（失業率と自然失業率の差）とGDPギャップ（実質GDPと潜在GDPの乖離率）から推計している。

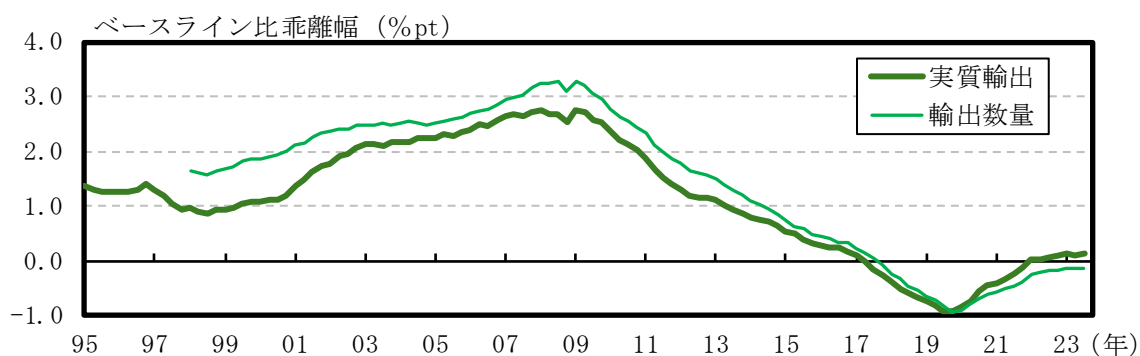
化させる。加えて、過去の景気後退局面と同様の株安が発生すれば、実質 GDP は更に 0.8%程度悪化すると試算される。合計すると、実質 GDP は2%近く押し下げられる計算だ⁹。

「適温」な為替相場と円高シミュレーション

近年の財輸出の為替感応度はゼロ近傍となり非輸出企業への経済波及効果が低下

続いて、円高ドル安による日本経済への影響について分析する。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）など）。そこで、日本の実質輸出と輸出数量の為替感応度を推計すると¹⁰、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8）。

図表8：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）。ショックの識別は海外経済成長率、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

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。コロナ禍による供給制約に加え、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なり、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。

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

⁹ リスクシナリオ時の実質 GDP 成長率は年間で+0%台であるが、景気後退期に実質 GDP 成長率は必ずしもマイナスになる必要はない（景気後退期である IT バブル崩壊時（2001 年）も通年で+1.0%成長）。

¹⁰ 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。

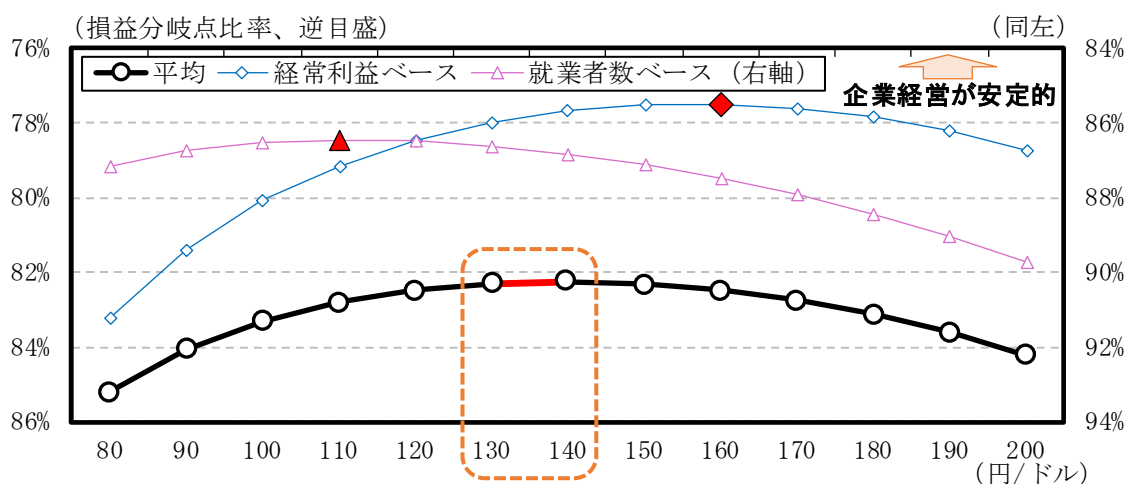
益は1ドル150円程度の円安環境を追い風に、全規模全産業（金融業、保険業除く）で前年比+15.1%、輸出企業が多い製造業で同+23.0%となった。一方、非輸出企業の多い非製造業では同+11.5%にとどまった。輸出企業から非輸出企業への経済波及効果が低下し、多くの企業にとっては相対的に円安の恩恵が表れにくい環境になったといえよう¹¹。

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

為替変動による企業業績への影響はどうか。ここでは、企業経営の安定性を示す指標である「損益分岐点比率」に注目する。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9**だ。

図表9：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

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売上高や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¹²。

¹¹ 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」）。

¹² 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。

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9**）¹³。

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、円高ドル安が実質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（マクロモデルには近年の構造変化の可能性を踏まえた消費関数を組み込んでいる¹⁴）。為替変動が波及する経路はさまざまに考えられるが、ここでは特に影響が大きいと思われる輸出と、実質雇用者報酬および株安（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。

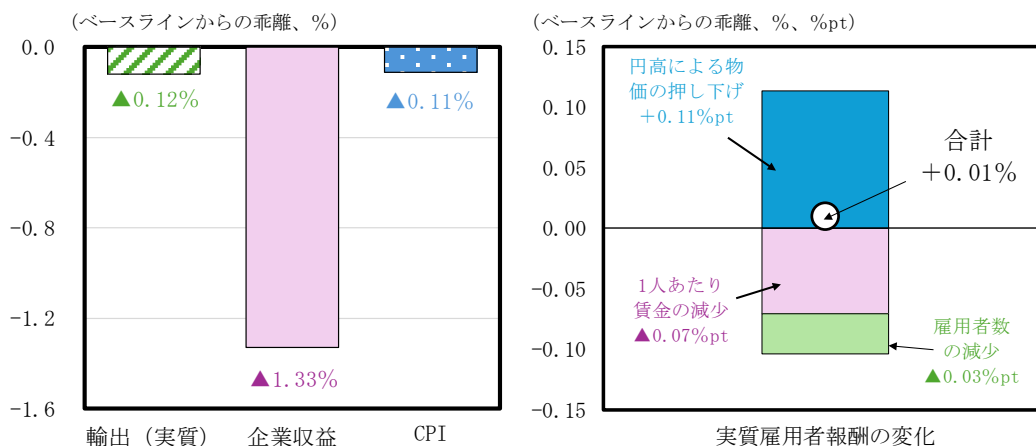
一方、円高は輸入物価の引き下げを通じてCPIの上昇を抑制する。その効果は、円高が発生しないケース（ベースライン）と比べて、10円の円高で▲0.1%程度と試算される¹⁵（**図表10左**）。企業収益の減少を受けて名目賃金や雇用者数は減少するが、物価高が抑制されるため実質雇用者報酬はほとんど変わらない結果となった（**図表10右**）。

¹³ 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は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円未満を挙げる企業が全体の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11参照））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。

¹⁴ 詳細は「[第221回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年6月10日）参照。

¹⁵ 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。

図表 10 : 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。

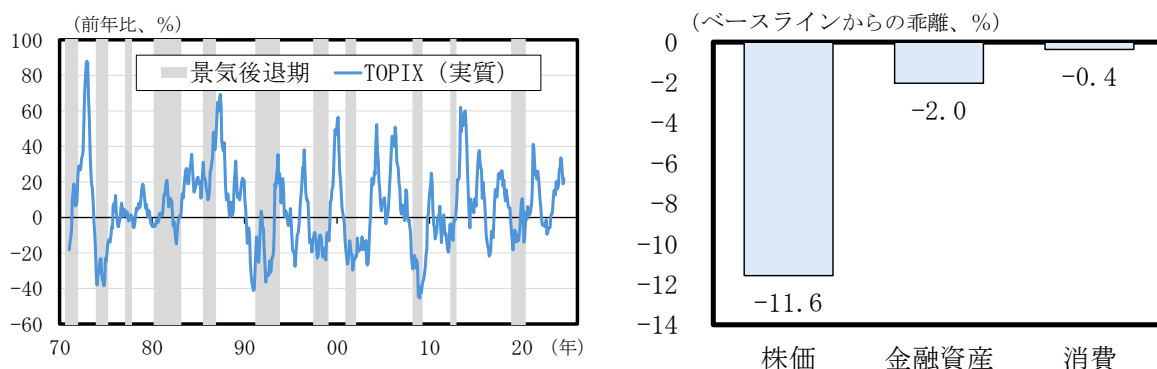
(出所) 各種統計より大和総研作成

株価下落による逆資産効果で個人消費は 0.4%減少

国内の株式市場は 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 23 日終値) では幾分戻したものの、7 月末からの下落を取り戻すには至っていない。過去 1 年間の上昇が大きかったため前年比ベースで見ると依然としてプラス圏にとどまっているが (図表 11 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 割程度下落し、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 11 右)。

図表 11 : 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 2024 年 8 月は 23 日まで。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「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）¹⁶。一方、住宅投資や設備投資、公需への影響は小さい。総じてみれば、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。

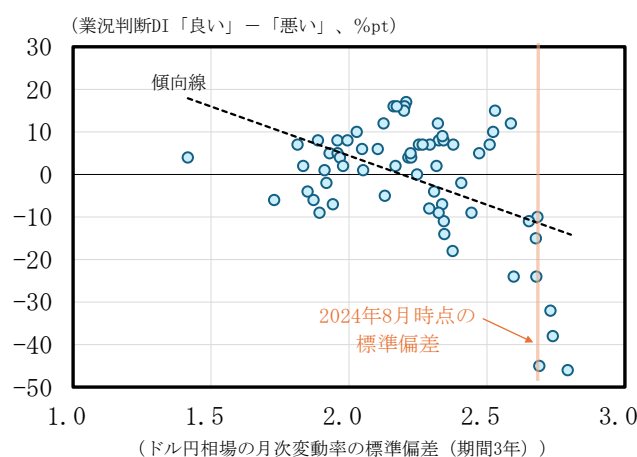
為替相場のボラティリティが高まると企業の景況感は悪化

為替相場のボラティリティ（変動の大きさ）による影響についても触れておきたい。為替相場の過度な変動は不確実性を高め、企業の設備投資や従業員雇用に影響を及ぼす。

図表 12 は、ドル円相場のボラティリティと企業の景況感の関係を示したものだが、ボラティリティが高い時期が続くと景況感が悪化していることが分かる。為替相場が不安定な時期が継続すれば、企業が為替変動リスクを意識して事業活動を抑制する可能性がある。

もっとも、為替相場が大きく動く際には、リーマン・ショックなどの大きな環境変化が発生していることが多いため、必ずしもボラティリティの上昇のみを原因として企業の景況感が悪化しているわけではない。それでも、為替相場のボラティリティは、企業の事業環境を取り巻く不確実性の 1 つであることには間違いない。

図表 12：ドル円相場のボラティリティと企業の業況判断 DI



(注) 対象期間は 2003 年 12 月～2019 年 12 月。業況判断 DI は日銀短観における全規模・全産業ベースの「最近」の値。

(出所) 日本銀行、Haver Analytics より大和総研作成

¹⁶ 財の実質輸出の為替感応度は小さくなっているもののゼロではないことや、サービス輸出が為替の影響を受けていることなどが背景にある。

米国景気リスクと円高・株安の影響

注意すべきは円高・株安よりも米国の景気後退リスク

前述した米国の景気後退リスクが顕在化する場合と、8月上旬のような円高進行が再び発生する状況を想定し、日本経済への影響と2025年の春闘賃上げ率への影響を考えたい。

米国が景気後退に陥り株安も発生するリスクシナリオでは、前節で示したように、米国の実質GDPが2%近く減少すると想定した。

円高進行については、前述したマクロモデルの分析を用いて、足元の1ドル140円台の水準から、更に10円の円高と1割程度の株価下落が起こることを想定した（円高+株安）。

図表13は、それぞれの影響を見たものだ。米国の景気後退により、2024年度の日本の実質GDP成長率は0.7%pt低下する。更なる円高が進行すると、実質GDP成長率は0.2%pt、2025年の春闘賃上げ率（定期昇給含むベース）は0.1%pt低下する（合計でそれぞれ0.9%pt、0.1%pt）。経済成長には米国景気後退の方が円高・株安よりも顕著に影響が大きい。注意すべきは、一段の円高進行よりも米国の景気後退リスクといえよう。

春闘賃上げ率への影響は両者とも軽微である。これはリスクの発現が2024年の後半以降であり通年では影響が半減することや、賃金交渉の材料が主に前年の経済実績であることを反映したためである。しかし、とりわけ米国が景気後退に陥れば、企業の景況感が悪化し、賃上げ率が想定より下振れする可能性には注意が必要だ。

図表13：2024年度の実質GDP成長率と2025年の春闘賃上げ率（推計値）

		米国	
		メインシナリオ	リスクシナリオ
日本	実質GDP成長率 (2024年度)	+0.9%	+0.2%
	円高+株安	+0.7%	+0.0%
	春闘賃上げ率 (2025年)	+4.2%	+4.2%
	円高+株安	+4.1%	+4.1%

米国リスク発現
実質GDP成長率
▲0.7%pt

円高+株安
実質GDP成長率
▲0.2%pt

(注)「円高+株安」は2024年7-9月期に、「米国リスクシナリオ」については同年10-12月期に発現するとした。メインシナリオには、8月上旬に起きた円高・株安の影響は反映されている。「円高+株安」は、8月上旬の円高から、さらに10円の円高が進行することに伴う影響。米国リスクシナリオでは、メインシナリオより米国の実質GDPが1.8%減少すると想定。日本の実質GDP成長率は当社のメインシナリオを用い、大和総研のマクロモデルで影響を推計して算出。春闘賃上げ率の推計方法については当社の「[第222回日本経済予測](#)」（2024年8月21日）第2章の図表2-6を参照。

(出所) 総務省、内閣府、財務省、独立行政法人労働政策研究・研修機構、日本労働組合総連合会等より大和総研作成

2024 年前半までの「悪い円安」の評価

以上では主に円高による日本経済への影響について述べてきたが、最後に、2024 年 7 月上旬までの大幅な円安はどう評価すべきだろうか。

マクロモデルによるシミュレーション結果を見ると、円安は個人消費を押し上げる。だが、実際には 2023 年 4-6 月期から 4 四半期連続で前期比マイナスになるなど、日本経済にとっては円安のプラス面よりもマイナス面の方が目立った。

背景には、①実質輸出が為替に反応せず、輸出企業から他の産業へ円安の恩恵があまり波及しなかったこと、②輸入物価高の価格転嫁が進んで CPI が大幅に上昇し、実質賃金が継続的に減少して消費者マインドも悪化したこと、などがある。①についてはすでに述べた通りだが、②については、近年の輸入浸透度¹⁷の高まりと、企業の価格設定行動の変化の 2 つが指摘できる。

まず、輸入浸透度であるが、コロナ禍やデジタル化・脱炭素化への対応を背景に、2020 年代に入って投資財や消費財を中心に顕著に上昇した（生産財：2000～19 年平均 20.7% → 2020 年代平均 23.1%、投資財 16.3% → 24.4%、消費財 18.3% → 26.0%）¹⁸。このことは、日本経済が円安による輸入財価格の上昇をより受けやすくなったことを意味する。

加えて、円安などによるコスト増を販売価格に転嫁する動きが非線形的に加速した¹⁹。従来、企業はコストカットや利潤圧縮などで為替変動に対応し、販売価格を据え置くことが一般的であった。だが、2020 年末の 1 ドル 103 円台から 4 年半で 50 円以上も円安が進み、2022 年には資源価格も高騰した。コストの増加分を企業努力だけでは吸収しきれなくなり、多くの企業が価格転嫁に踏み切った結果、CPI は大幅に上昇した。

2024 年 7 月上旬までの大幅な円安は、賃金と物価の循環的な上昇を後押しし、日銀が金融政策の正常化を進める契機になった。だが一方、実質賃金が 26 カ月連続で前年割れとなるなどデフレ経済からインフレ経済への移行コストも大きく、結果として「悪い円安」ともいえる状況をもたらしたと評価される。

¹⁷ 輸入浸透度は総供給（国産＋輸入）に占める輸入の割合。

¹⁸ 詳細は小林・中村（2022）を参照。数値は経済産業省「鉱工業出荷内訳表・総供給表」に基づく。

¹⁹ 当社の「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 6 月 10 日）や内閣府（2024）では、企業の価格設定行動が変化し、円安によるコスト増が積極的に転嫁されている可能性を指摘している。

【参考文献】

- 小林若葉・中村華奈子（2022）「[輸入への依存が増す日本経済 感染症対策、グリーン化、デジタル化への対応で輸入比率が上昇](#)」、大和総研レポート、2022年1月7日
- 大和総研（2024）「[第221回日本経済予測（改訂版）](#)」、2024年6月10日
- 大和総研（2024）「[第222回日本経済予測](#)」、2024年8月21日
- 内閣府（2024）『[令和6年度 年次経済財政報告](#)』
- 日本銀行（2018）「[経済・物価情勢の展望（2018年4月）](#)」、2018年4月28日
- 日本銀行（2022）「[経済・物価情勢の展望（2022年1月）](#)」、2022年1月19日
- 藤原翼（2024）「[FRBの利下げペースを左右する要因は何か？ 失業率が上昇すれば利下げペースは速まるが、求人率が高止まりするケースに注意](#)」、大和総研レポート、2024年8月7日
- 矢作大祐（2024）「[米金融政策を占うジャクソンホール会議の注目点は？ 市場が期待するほどの大幅な利下げの示唆は期待しにくい](#)」、大和総研レポート、2024年8月16日