

【補論1】 競争力強化と為替水準に関する考察

—『円安』は競争力強化に常に寄与するのか？（マクロ・セミマクロ・ミクロの観点での為替影響評価分析と、適正な為替水準に関する考察）—

【要約】

- ◆ 時系列分析の視点では、円安は引き続き日本の輸出増加に寄与。但し、為替変動が輸出に与える影響は 70-80 年代に比して大幅に低下している。
- ◆ 業種別分析の視点では、円安は重厚長大型の機械・自動車・素材等にポジティブな影響を与える一方で、食品・繊維・小売等ではネガティブな影響。
- ◆ 規模別の評価では、短期的には、円安は上場企業（大企業）にメリットが大きい一方、非上場企業（中堅・中小企業）ではネガティブに働く懸念。中長期的には大企業の業績改善に伴う中小企業への波及が一部期待されるものの、タイムラグが生じる点に留意要。
- ◆ 全体としては現在も円安は確かに輸出増や業績改善に寄与しうるものの、内需・輸入型の中小企業への影響をよくよく考慮する必要。
- ◆ 為替レートは中長期的に購買力平価に収斂する方向。幅をもって捉える必要はあるが、本稿執筆時点（4 月 30 日）では 1 ドル 90-100 円台の水準が一つの目安。その観点では 2013 年 1-3 月の円安局面は「行き過ぎた円高」の是正という点で評価できる事象。
- ◆ 競争力強化の観点で、今後は「行き過ぎた円高」だけではなく、「行き過ぎた円安」にも留意をする必要性。「行き過ぎた円安」は本来事業として成り立ち得ない企業を一時的に存続させ、本来成り立ちうる「内需・輸入型産業」にネガティブな影響を与える懸念。
- ◆ 企業の視点では、一時的な円安・円高に囚われない中長期的経営判断が求められる。

1. はじめに ～円安は常に競争力強化に寄与するか？～

為替影響に対する評価はマクロ、セミマクロ、ミクロの定量的・多面的な分析が必要

2008 年のリーマンショック以降の為替に対する経済界の評価をみると、「円高是正」を望む声が非常に多くみられた。実際に 2000 年以降の円ドル為替レートの推移をみると、2007 年までは 1 ドル 100 円台後半から 130 円台前半の間で概ね推移していたが、2008 年以降円高に転じ、2008 年 11 月には 100 円を切る水準となった。以降 2012 年まで円高基調が続き、2012 年 10 月には 1 ドル 70 円台の水準となった（【図表 1-1】）。また日本の対外輸出額も 2000 年から 2007 年までの輸出増加基調から一点し、2008 年以降は輸出が減少、又は伸び悩む状況が続いていた。

一転して 2012 年 12 月以降、対ドルレートは円安基調となり、2013 年 4 月には 1 ドル 90 円台後半となった（本稿執筆時点の 2013 年 4 月 30 日の為替レートは 1 ドル=97～98 円）。今後も更なる「円安」を期待する声が依然多い。

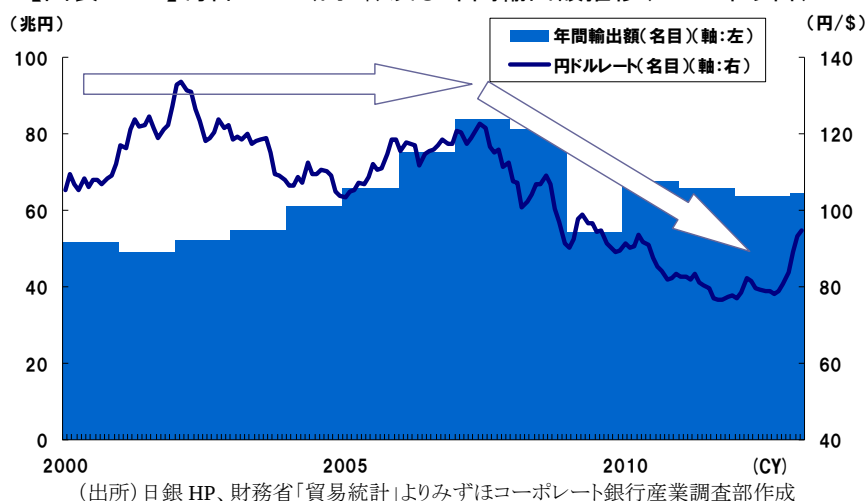
一方で貿易収支の観点では、これまで日本の貿易収支は黒字推移してきたが、2011 年、2012 年と連続で赤字に転落しており、足元では円高がネガティブに働く状況となっている（【図表 1-2】）。特にドル建の貿易収支の推移では、2000 年代を通じて赤字の状況が続いており、むしろ自国通貨を強い水準に保つことが望まれるという意見も一部にみられる。

以上のように、為替影響に関しては定性的、又は一面的な見方による評価が多く散見される。日本の競争力強化を図る上でも、定量的かつ多面的に、為替水準や円安が経済・産業・企業に与える影響について評価する必要性があるのではないかとこの点が本稿の問題意識である。

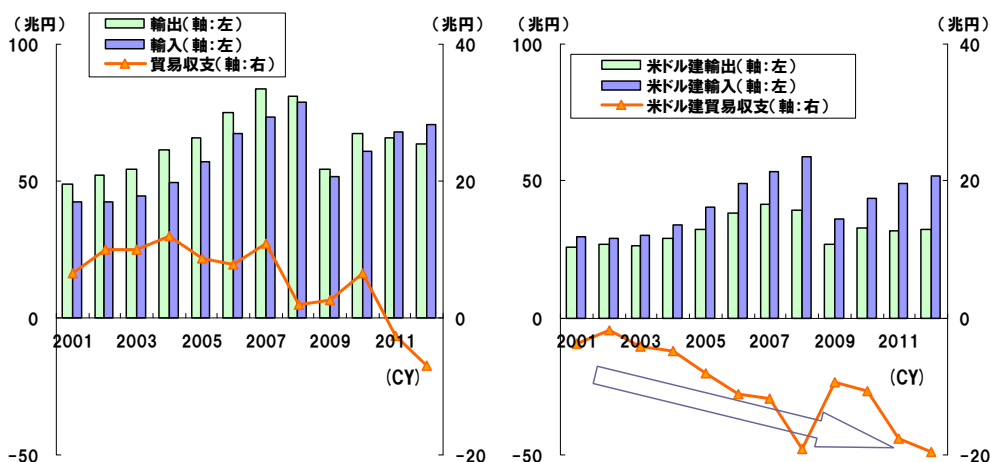
勿論これまでも為替影響に対する評価については、主にマクロ経済の視点から過去の為替動向分析が多数実施されている。こうした分析では概ね円安は輸出増、ならびに経済成長に寄与するとの評価がなされている。但し同分析では、①為替が経済に与える影響について、時系列的変化の視点や、②セミマクロの産業別の影響、③ミクロの企業規模別の為替影響について、多面的な視点からは触れられていないケースが多い。

そこで本稿では、①時系列分析の視点で為替がマクロ経済に与える影響評価、及び②セミマクロの産業別、及び③ミクロの企業規模別の為替影響について分析・評価する。また後段では、④日本の競争力強化の観点での適正な為替水準のあり方について考察する。

【図表1-1】為替レート(円/\$)及び年間輸出額推移(2000年以降)



【図表1-2】輸出入・貿易収支推移(左:総額、右:米ドル建)



(出所) 財務省「貿易統計」よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

2. 時系列分析による為替変動の影響評価

円安は輸出増に寄与するものの、その影響度は時代を通じて低下傾向に

本章では「為替が経済に与える影響は時代を経て変化しているのではないか」との問題意識から、時系列による影響分析について推計を行った。推計式としては、実質輸出額と、世界需要、実質実効為替レートとの関係について、10年を1期間としたローリング推計を実施した。推計結果は【図表1-3】の通りであり、同分析から輸出動向と為替動向の関係について、おおきく3点のことが推察される。

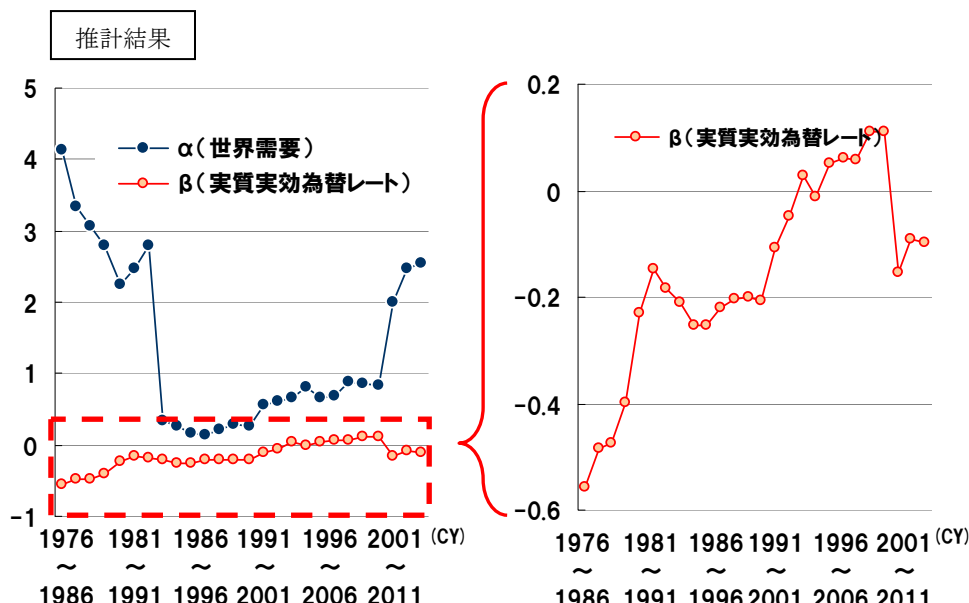
- 1 点目は『 α の絶対値が概ね β の絶対値よりも概ね大きい』ことから、為替変動は世界需要ほど輸出の増減に大きな影響を与えていない点である。
- 2 点目は『 β の数値がほぼ全期間マイナスで推移している』ことから、基本的に為替がドル高円安になると、輸出は増加する傾向にあると考えられる。
- 3 点目は『 β の絶対値が徐々に縮小している』ことから、為替変動が輸出増減に与える影響は、時代を通じて次第に低下していることが上げられる。

以上に鑑みると、円安は確かに輸出増加に結びついているものの、その影響度は徐々に減少しているものとみられる。その背景にある理由としては下記のような観点が想定される。第一に、①産業構造が変化し、第三次産業を中心とする内需・輸入型産業の比率が拡大したこと、また、②輸出型産業とみられる第二次産業においても、事業形態が大きく変容したことで、為替変動を必ずしも受けにくい構造になっていることが想定される。③さらに個別企業の視点では、円安により為替影響がネガティブに働く企業が増えている可能性が示唆される。そのため以下では、セミマクロの産業視点、並びにミクロの企業視点から為替影響に対する評価を実施する。

【図表1-3】輸出と世界需要、為替レートに関する推計式、推計結果

推計式
$\text{実質輸出 (前年比)} = \left[\alpha \times \text{世界需要 (GDP指数 (前年比))} \right] + \left[\beta \times \text{実質実効為替レート (6ヶ月ラグ (前年比))} \right] + \gamma$

(注) 1976年7月-1986年6月(120ヶ月)を1期間とし、推計期間を1年ずつシフトしたローリング推計



3. 産業視点での為替影響に対する評価

輸出の中心は昔も今も製造業だが、製造業のビジネスモデルは大きく変容

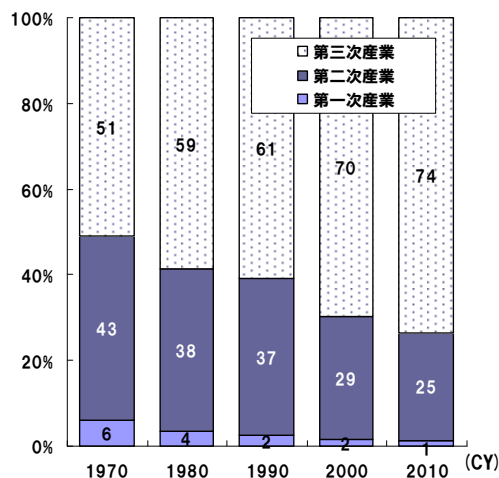
前述のように、為替動向が輸出に与える影響は徐々に減少しているが、その背景について、産業構造の視点から分析を実施する。

まず日本の産業構造の変遷についてであるが、1970年以降の産業別の付加価値算出ウェイトの推移は【図表1-4】の通りであり、徐々に第三次産業にシフトしていることがみてとれる。そのため輸出型を中心とする製造業が経済全体に与える影響度は相対的に低下していると想定される。

では実際の業種別の貿易収支はどのように変遷しているのか。データ上の制約から2005年のデータになるが、1985年の産業別の貿易収支を比較すると、下記【図表1-5】のようになる。同図表から推察されるポイントは2点あり、1つは輸出入共に貿易量は増大したものの、貿易収支は減少している点、2点目は昔も今も製造業が輸出入取引の中心であるが、製造業の貿易収支は1985年対比で半減している点にある。以上から想定されるのは、日本の産業全体の構成変化が起きただけでなく、国内製造業のあり方が変化した可能性である。

製造業のあり方については、製品別の貿易収支からの推察を試みる。1988年及び2011年の製品別の輸出入金額比較は【図表1-6】の通り。同比較からよみとれる観点としては、製造業の輸出額は輸送用機器、電気機器、一般機械各々で増加しているものの、特に電気機器において携帯電話や、音響機器、電子部品等の製品・部品輸入額が増加していることにある。つまり、少なくとも電気機器業界においては、必ずしも円安が一概にはプラスとは言えない状況になっていると想定される。また製造業各社は海外への生産拠点を現地化しており、貿易統計上には表れないものの、売上の増加対比でみた場合に、海外生産シフトにより、輸出額が相対的に減少している可能性もある。では実際に為替動向は産業別、会社規模別に収益面でどのような影響を及ぼすのか。同観点については次章で考察する。

【図表1-4】日本の産業別付加価値算出ウェイトの推移



(出所) 内閣府「国民経済計算確報」より
みずほコーポレート銀行産業調査部作成

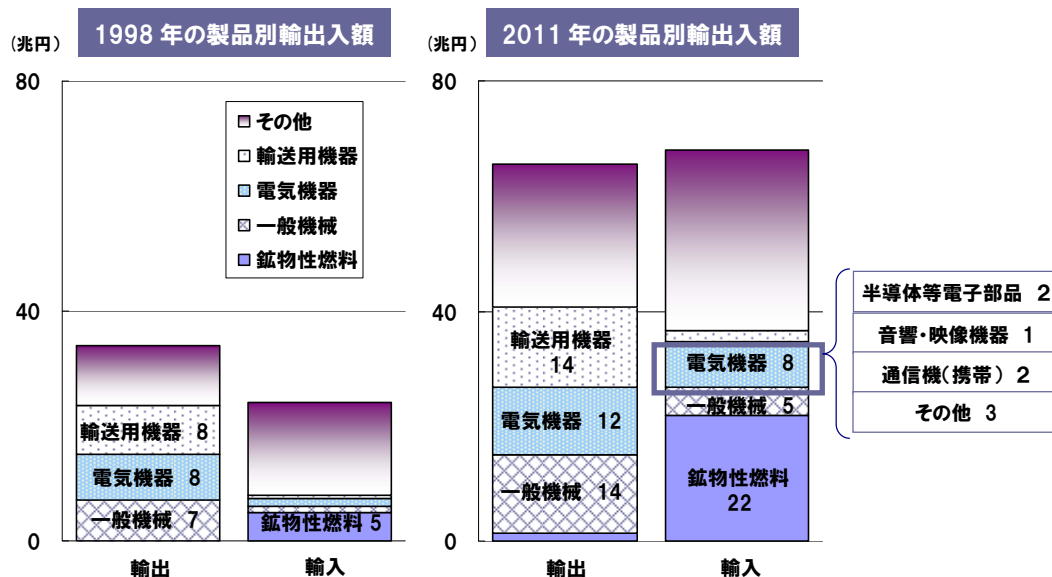
(注) 第一次産業: 農業、林業、水産業、
第二次産業: 鉱業、製造業、建設業
第三次産業: その他(含む、公務)

【図表1-5】業種別の輸出入・貿易収支比較
(1985年、及び2005年) (兆円)

	1985年			2005年		
	輸出	輸入	収支	輸出	輸入	収支
農林水産業	0	-4	-4	0	-2	-2
鉱業	0	-13	-13	0	-15	-15
製造業	38	-15	23	56	-44	12
卸売・小売	3	-1	2	9	-1	8
運輸	4	-2	2	6	-4	2
情報通信	0	0	0	0	-1	-1
サービス	1	-2	-1	2	-5	-3
その他	1	-1	0	1	-1	0
総計	47	-38	9	74	-73	1

(出所) 統計局「産業連関表」よりみずほコーポレート銀行
産業調査部作成

【図表1-6】 1988 年、及び 2011 年の製品別貿易収支比較



3. 企業視点での為替影響に対する評価

円安は企業業績全体ではプラス。但し内需・輸入型の中小企業にはむしろネガティブに働く懸念

個別企業の為替影響は、当然の事ながら各社のビジネスモデルによって大きく変わるが、業種、並びに会社規模によってある程度分類されると想定される。そこで本稿では東洋経済「会社四季報」のアンケート調査¹をベースに、業種別、上場・非上場別の為替影響について分析を実施した。

【図表 1-7】は 10 円円安による営業利益額の増減についての推定結果であるが、同分析から大きく 3 点の示唆がある。第一に 10 円円安による上場会社の営業利益額は全体で約 2 兆円の利益増が期待されることである。同推定結果は 2013 年 1-3 月に円安が進んだ時期に、株価が上昇した事象とも整合している。二点目は、非上場を含めた法人企業合計でも円安は業績にプラスに働くものの、上場会社全体と比べると効果が小さいことである。言い換えれば非上場の中堅中小企業にとって、円安はむしろ業績にネガティブに働く懸念が大きいということである。三点目に輸送用機器、素材産業等の製造業においては、円安は確かに営業利益増に結びついているが、食品、繊維や卸売・小売業、サービス業等の内需、輸入型の業種においては、むしろ円安がネガティブに働くと思われる。

以上に鑑みると、円安は確かに企業業績の改善に寄与するものの、内需・輸入型の中堅・中小企業にマイナスな影響を与えるため、政策的な見地からは同企業への影響を考慮する必要がある。またこの分析はあくまで個別企業の観点での影響分析であったが、本来は大企業から中堅・中小企業への波及という要素も考慮すべきである。

波及効果を考える上では、円安効果をどのように各企業が享受するかによって異なる。円安の恩恵を受ける輸出型大企業は円安効果を①数量効果(円

¹ 本文献は上場会社を対象に、為替が通期の営業利益に与える影響をアンケート調査したもの(有効回答 19.3%)。本稿では各社の収支影響を業種別に分類・集計し、同結果を踏まえ非回答会社・非上場会社にも適用・予測した。

安影響を販売価格に反映し、単位あたり利益ではなく数量増を図る)として享受するケースと、②利益効果(円安影響を販売価格に反映せず、数量増よりも単位あたり利益を優先する)として享受するケースがある(【図表 1-8】)。①数量効果を享受する業界では、関連する川上・川下産業に対し直接的かつ短期間での波及が期待できる一方、②利益効果を享受する業界では、直接波及はないものの、業績回復に伴う投資マインド改善、賃金増や株価上昇等に伴う消費マインド改善等が、間接的かつ中長期的に期待される。輸出型産業の主要 3 業種において、為替と製品物価の関係について分析を行った結果(【図表 1-9】)、自動車産業は数量効果を享受しており、直接的・短期的な波及が期待できる一方、電気機械、一般機械産業は間接的・中長期的な波及になると想定される。こうした波及効果の違いを踏まえ、各産業に与える影響を考慮することが、競争力強化を考える上で重要になろう。

以上、波及効果という観点を鑑みると、①数量効果や②利益効果により、中小企業への円安のマイナス影響は一部緩和されることは期待できる。但しその波及にはタイムラグが生じる点について考慮が必要であろう。

【図表 1-7】業種別、上場・非上場企業別の 10 円円安による営業利益額(企業合計)増減推定

	上場企業	非上場企業 (注2)	法人企業合計
	(億円)	(億円)	(億円)
1 水産・農林業	0	0	0
2 鉱業	154	134	288
3 食料品	▲ 337	▲ 385	▲ 722
4 繊維・パルプ・印刷	▲ 183	▲ 1,844	▲ 2,027
5 化学・医薬	5,306	▲ 1,676	3,630
6 石油・石炭製品	1,667	▲ 567	1,100
7 鉄鋼・非鉄金属・硝子	1,314	634	1,948
8 輸送用機器	6,370	▲ 584	5,786
9 機械・電気機器	12,276	6,302	18,577

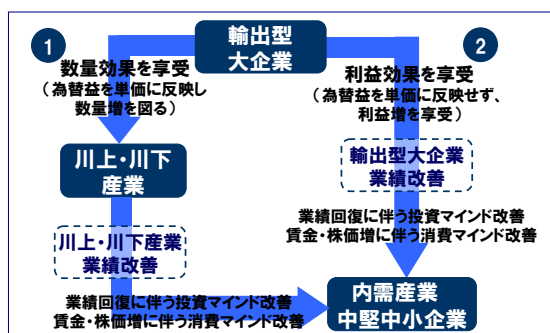
	上場会社	非上場企業 (注2)	法人企業合計
	(億円)	(億円)	(億円)
10 金属製品・その他製造	206	314	520
11 卸売・小売業	▲ 9,255	▲ 17,221	▲ 26,476
12 物流業	944	727	1,670
13 金融業	330	56	386
14 情報通信業	1,938	1,309	3,247
15 サービス業	▲ 2,162	▲ 2,384	▲ 4,546
16 建設・不動産	727	2,471	3,199
合計	19,295	▲ 12,714	6,581

(出所) 東洋経済「会社四季報 2013 年新春ワイド版」、財務省「法人企業統計」よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

(注 1) 東洋経済によるアンケート調査(有効回答 19.3%)のため、各社 IR 公表値と異なる可能性があることに留意が必要

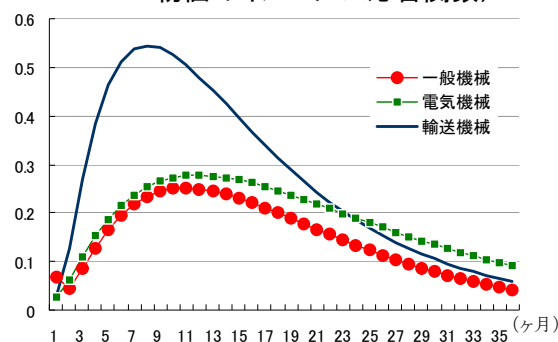
(注 2) 非上場会社の営業利益額影響は上場会社から法人企業合計の数値を按分して算出。但し、上場会社は連結ベース、法人企業合計は単体ベースの為、必ずしも正確な数値にならないことに留意が必要(非上場企業のみ「円安の営業利益額影響がマイナス」の場合、大企業、中小企業の違いというよりも、連結、単体の違いによる影響が大きいと想定される)。

【図表 1-8】大企業から中小企業への波及効果(概念図)



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

【図表 1-9】為替レートが製品物価に与える影響(名目実効為替レートと輸出物価のインパルス応答関数)



(出所) 日本銀行「輸出物価指数」等よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

以上、これまでマクロ、セミマクロ、ミクロの視点から各々為替変動が及ぼす影響を分析してきた。これまでの論点を整理すると、【図表 1-10】の通りである。

まずマクロの時系列の視点では、円安は輸出増に寄与しているものの、その影響度は時代を通じて低下している点である。その背景には、①内需産業を中心とするサービス業の比率拡大により輸出型産業の比率が縮小したこと、②代表的な輸出産業である製造業でも電気機器業等において製品・部品の輸入が拡大し、円安メリットが縮小していること、また海外生産シフト等により製造業の輸出額自体が市場規模ほどには拡大していない点にある。

企業収益という観点でも、円安は日本企業全体でみた場合にプラスの影響を及ぼすと想定される。但し、上場企業には 2 兆円弱の営業利益増をもたらすことが期待される一方で、非上場企業にはネガティブに働く懸念があること、また重厚長大型の企業が円安メリットを享受する一方で、規模の小さい内需・輸入型産業にはマイナスの影響を与える可能性が高い。円安メリットを享受した大企業からの数量面での直接的な波及効果や、収益改善に伴う投資・消費マインド改善等の間接的な波及効果は一部期待されるものの、タイムラグがあることに留意が必要である。

以上のように、内需・輸入型の中小企業への影響等の懸念はあるものの、円安は少なくとも短期的には日本産業・企業にプラスの影響を与えられらる。但し、当然のことながら為替水準は、日本国内の視点のみではなく、海外との取引の中で決定されるものである。そこで最後に、購買力平価の観点から日本の競争力強化にむけた適正な為替水準のあり方について、次章で触れていく。

【図表1-10】 マクロ・セミマクロ・ミクロの視点での為替影響に対する評価

	検証すべき仮説	評価
マクロ	為替が経済に与える影響は時代を経て変化しているのでは？ ⇒ ① 時系列分析の視点	▶ 円安は確かに輸出増に繋がるが、その影響度は時代を通じて低下しつつある
セミマクロ	産業構造の変化により為替影響度は変わっているのでは？ ⇒ ② 産業構造分析の視点	▶ 内需産業を中心とするサービス業の比率拡大により相対な輸出型産業の比率が縮小 ▶ 製造業においても、電気機器業等において輸入が拡大しており、円安メリットが縮小 ▶ 生産の海外シフト等により、製造業の輸出額自体も市場規模ほどには拡大していない可能性 ⇒円安が輸出に与える影響度が縮小した背景に
ミクロ	円安によりマイナスを受ける企業が相対的に増加しているのでは？ ⇒ ③ 個別企業分析の視点	▶ 重厚長大型の上場企業は円安に伴う収益改善が見込める一方規模の小さい内需・輸入型産業にマイナスの影響 ▶ 但し①数量効果による川上・川下産業への直接的波及や、②利益効果による投資・消費マインド改善による間接波及が期待(タイムラグに留意要) ⇒内需・輸入型産業への影響を考慮する必要性

(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

4. 適正な為替水準に対する考察 ―購買力平価の視点―

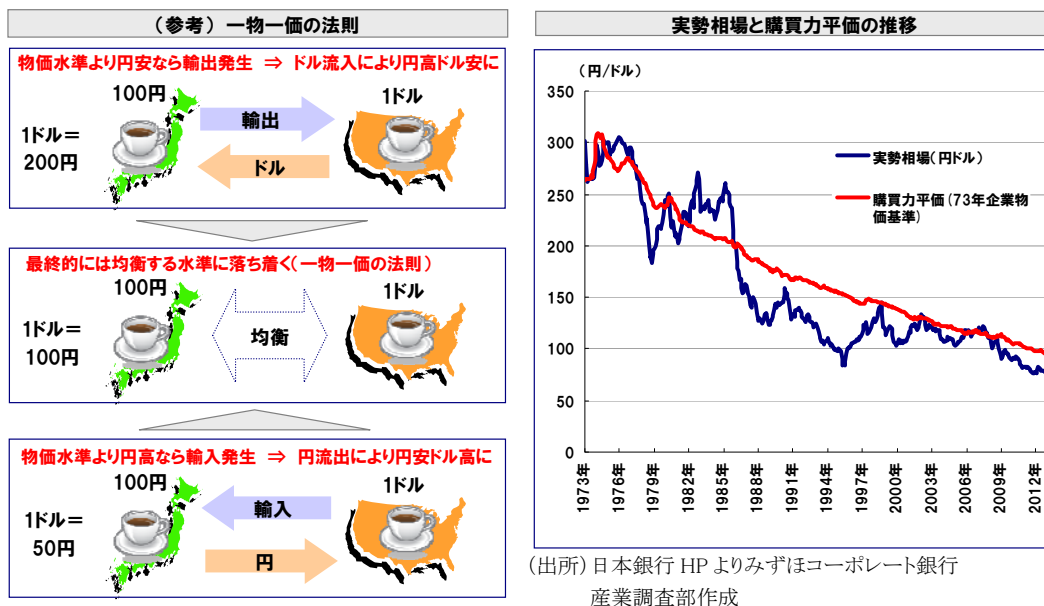
為替は中長期的に購買力平価に収斂。今後は「行き過ぎた円高」だけでなく、「行き過ぎた円安」にも留意

適正な為替水準に対する考察に入る前に、簡単に購買力平価の概念について触れる(既にご存知の読者は読み飛ばして頂きたい)。購買力平価の前提となる基礎概念は、「財・サービスの取引が自由に行える市場では、同じ商品の価格は一つに決まる」という考え方である(一物一価の法則、【図表1-11】)。購買力平価は「各国通貨の購買力が等しくなるように計算した通貨の交換比率」として算出されるが、当然多数の財・サービスが存在するため、一定の製品群(マーケットバスケット)を設定して計算される。購買力平価の考え方に基けば、2国間の為替レートは均衡する水準、つまり購買力平価に収斂するとされている(尚、実際には輸送コスト・関税等により一物一価は厳密には成り立たないこと、また短期的には資本取引により乖離が生じやすいことに考慮する必要がある)。

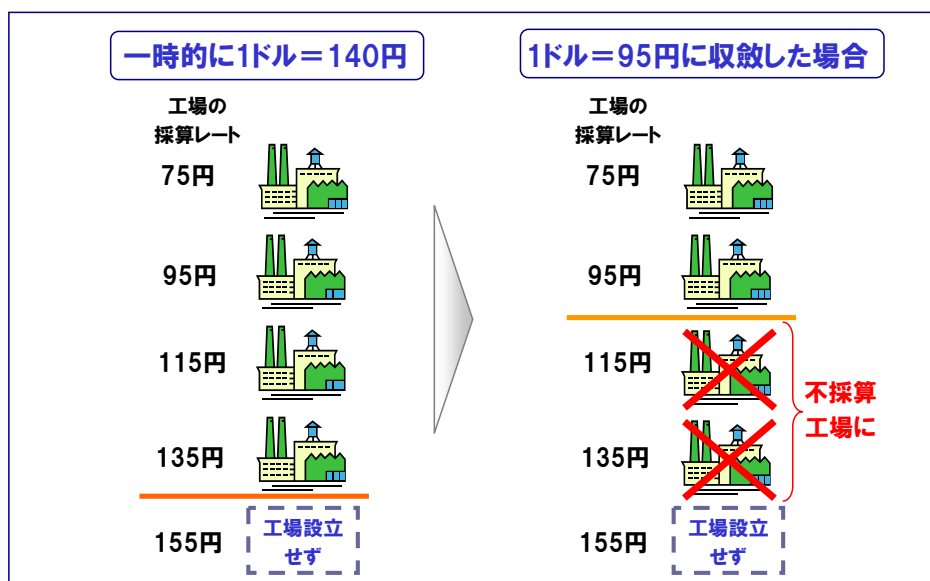
購買力平価(本稿では1973年企業物価基準を採用)と為替レートの推移は【図表1-11】の通り。乖離はあるものの、中長期的には購買力平価に収斂する方向にある。また2012年10月から2013年3月の購買力平価は95円前後で推移している。基準年や物価基準次第で購買力平価の水準も変動する為、推定値は幅を持って捉える必要はあるが、適正な為替水準という視点では、(本稿執筆の2013年4月末時点では)90-100円台が一つの目安になると考えられる。その意味では2012年の1ドル70-80円台は『行き過ぎた円高』であったことは否めず、『行き過ぎた円高』是正の観点で、2012年10月以降、足元までの為替トレンドは評価できよう。

但し、為替レートが購買力平価に収斂していくとすれば、購買力平価から乖離した過度な円安も日本経済にネガティブな影響を与える可能性があると思定される。前述の分析の通り、円安は短期的には日本経済にプラスの影響を与えるとみられるが、企業が一時的な円安を(恒久的な事象として)経営判断を行うと、過度な円安が是正された際に不採算事業となる懸念が大きい(【図表1-12】)。また過度な円安は本来成り立ちうる内需・輸入型産業にもネガティブな影響を与えることが想定される。以上を踏まえると、今後は『行き過ぎた円高』だけではなく、『行き過ぎた円安』にも考慮する必要がある。

【図表1-11】一物一価の法則(購買力平価の基礎概念)、及び実勢相場・購買力平価の推移



【図表1-12】一時的な円安がもたらすネガティブな側面(イメージ)



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

5. おわりに ―日本の競争力強化に向けて―

一時的な円高・円安に囚われない政策・事業経営判断を

これまで、為替水準が日本経済・産業並びに企業に与える影響、また購買力平価の視点での適正な為替水準に関して考察してきた。日本の競争力強化を図るためには、適正な為替水準の維持が重要であり、「行き過ぎた円高」も「行き過ぎた円安」も中長期的には望ましい結果を生み出さない可能性が高いと想定される。

「行き過ぎた円高」の是正の観点では2012年10月から2013年4月までの円安トレンドは前向きに評価できる。一方で今後は「行き過ぎた円安」にも目を配る必要がある。「行き過ぎた円安」は本来成り立ちうる内需・輸入型産業にネガティブな影響を与えること、また本来事業として成り立ちえない企業を一時的に存続させてしまうリスクが大きいと考えられる。

また産業・企業の視点では、中長期的な競争力強化を図る上で、購買力平価を適正な為替水準を考える上での一つの指標にしながら、一時的な円高や円安に囚われない中長期な事業経営判断を行っていくことが求められよう。

隣国の韓国においても、相対的なウォン安を背景とした産業構造や輸出中心のビジネスモデルからの脱却を迫られつつあり、韓国企業間でもその対応次第で競争力に優劣がでてきている状況にある。日本政府、並びに企業には一時的な為替変動に依拠しない、真の競争力強化に向けた取組を期待したい。

(総括・海外チーム 有田 賢太郎)
kentarou.arita@mizuho-cb.co.jp