

（BOX 1）為替変動がわが国実体経済に与える影響

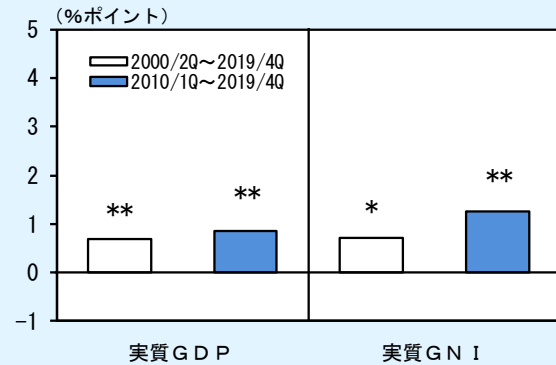
本BOXでは、為替変動がわが国経済に与える影響について、近年の構造変化も考慮しつつ、客観的なデータに基づいた実証分析を提示する。

為替変動（以下、円安時を想定するが、円高時は方向が逆となる）が経済に影響を及ぼす経路は多岐にわたる。具体的には、①輸出企業の価格競争力改善を通じた財輸出数量の増加、②円ベースでみた財輸出額の増加を通じた国内企業収益の増加、③サービス輸出（訪日外国人によるインバウンド消費）の増加、④海外からの所得のネット受取額の円換算値でみた増加（所得収支の改善要因）、⑤輸入コスト上昇による国内企業収益の下押しあるいは消費者の購買力低下、がある。このうち、①と②は、企業が円ベースでみた価格と数量のどちらを変化させるかに依存し、短期的にはトレードオフの関係にある。また、長い目で企業が海外生産シフトを進めれば、①や②の経路を介した効果が縮小する一方、④の経路を介した効果は高まる。このように、為替変動が実体経済に影響を及ぼす経路は、企業戦略や経済構造の変化とともに変化する。

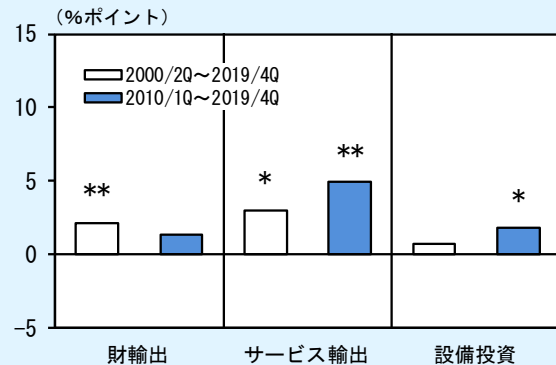
上記を踏まえ、VARモデルで、実質実効為替レートに10%の円安ショックが加わったときのマクロ変数の変化を測定した²¹。その際、近年の経済構造変化の可能性を考慮し、①感染症拡大前までの20年間（2000～19年）と、②その後半10年間（2010～19年）の推計結果を比較した。

まず、基本的な結果として、円安の実質GDP

図表B1-1：10%円安ショックに対する反応
①実質GDP、実質GNI



②実質GDPの内訳項目



（出所）BIS、内閣府、オランダ経済政策分析局、IMF等

- （注）1. 実質実効為替レート（対数前期差）、各経済変数（同左）を内生変数として、世界実質GDP（前期比）を外生変数としたVARモデルを推計（ショックの識別は上記の順のコレスキー分解、ラグは3期）。10%円安ショックに対する4期後までの累積反応。
2. 実質財輸出、実質設備投資は、世界実質GDPの代わりに世界貿易量（対数前期差）を外生変数として利用。
3. 実質財輸出は、東日本大震災ダミー<2011/2~30>、実質サービス輸出は、東日本大震災ダミー<2011/20>、国際収支統計基準変更ダミー<2014/10>を推計に含めている。
4. 図中の**、*は、それぞれ5%、10%有意（ブートストラップ法に基づく）を示す。

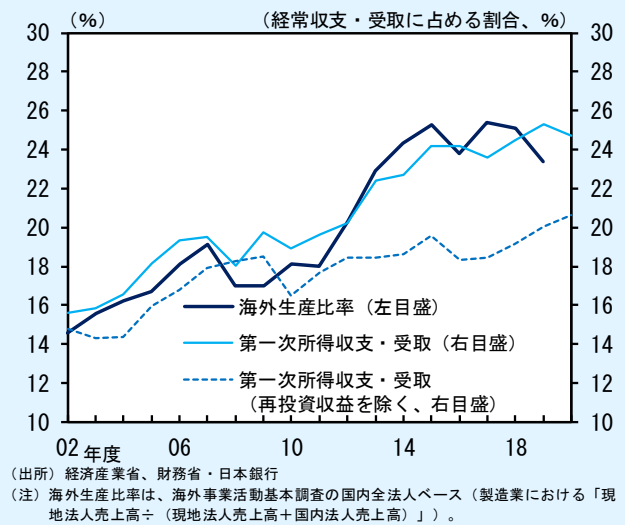
²¹ VARモデルを用いて、為替レートの前期比に10%の円安ショックが加わった場合の4期後までの累積反応を観察した。なお、8期後、12期後までの累積反応を観察しても、結果に大きな変化はない。

への効果は、近年も含め、統計的に有意にプラスであることを確認できる（図表 B1-1①）。

次に、円安がわが国経済・物価に影響を及ぼす主要な経路は、近年変化している。第1に、円安による財輸出数量の押し上げ効果は、近年低下している（図表 B1-1②）²²。その背景として、主要な輸出企業が2010年代の半ばまで、生産拠点の海外移管を進めたこと（図表 B1-2）、その過程で国内生産財の高付加価値化が進んだことなどから、ドルなど外貨建ての輸出価格が為替レートに連動しなくなった点が挙げられる（図表 B1-3）²³。この点について、詳細な品目別データを用いて分析すると、近年も引き続き多数の品目（分析対象とした2,710品目中、1,947品目）で輸出数量の為替弾性値が有意にプラスとなっているが、10年前と比べると分布が左方向（為替弾性値が低下する方向）にシフトしている（図表 B1-4）。業種別に見ると、海外生産比率が高く、製品の高付加価値化が進んだ業種で、為替弾性値が低下した品目が多くなっている。

第2に、その一方で、円安が所得収支の改善を通じて国内経済にプラスの影響を与える効果は、近年強まっている。企業のグローバル化により、わが国の企業が海外事業から獲得する収益、及び配当等を通じたその国内への還流額は、着実に増加している（前掲図表 B1-2）。その結果、先ほどのVAR分析を実質GDPではなく実質GNI（実質GDPに交易利得と海外からの所得の純受

図表B1-2：海外生産比率と第一次所得



図表B1-3：輸送用機器の輸出価格



²² この点は、日銀レビュー「わが国の輸出を取り巻く環境変化：世界貿易量と輸出シェアからのアプローチ」（2015-J-6）や2018年4月展望レポートのBOX2でも指摘している。

²³ 外貨建ての輸出価格が為替レートに連動しない場合は、輸出数量が増加しないものの、円建ての輸出価格は上昇するため、円安が輸出採算の改善を通じて輸出額や企業収益にプラスに働く点は変わらない。

取を加えた概念)で行うと、円安のプラス効果は、近年、より大きくなっていることが確認できる(前掲図表 B1-1①)。こうした海外との間の所得移転も含めた収益の増加が、国内設備投資の押し上げにもつながっているとみられる(前掲図表 B1-1②)。

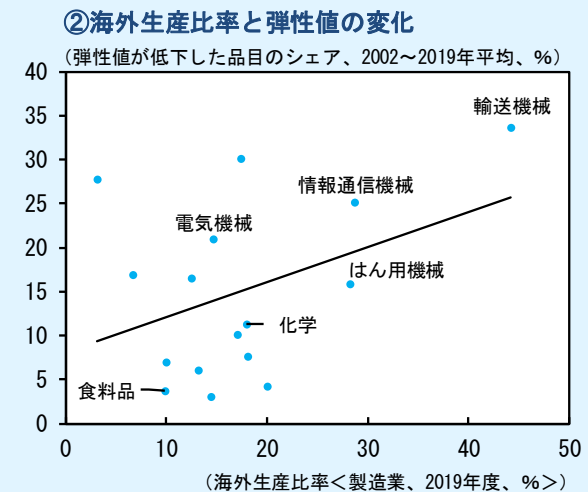
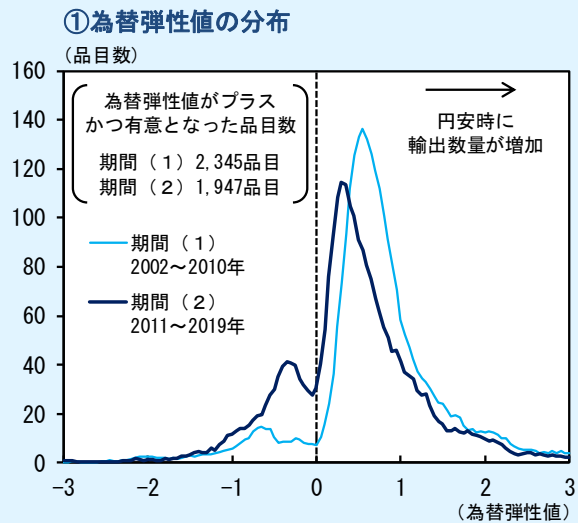
第3に、物価面への影響の変化として、円安の消費者物価への転嫁は、近年、家電等の2010年代初までの輸入ペネトレーション比率の高まりを背景に、強まっているとみられる(図表 B1-5)。

このように、近年の経済構造の変化を考慮しても、円安は引き続き、全体としてみれば、わが国の景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる²⁴。ただし、以下の3点に留意が必要である。

第1に、輸出企業を含め大多数の企業は、事業計画の策定や遂行に当たっての不確実性を回避する観点から、為替相場について、「安定」を求める傾向が強い。この点は、幅広い企業へのヒアリング情報でも、常に確認される。円安であっても円高であっても、経済主体の対応が追い付かないペースで急激に為替相場が変化すれば、経済に悪影響をもたらす可能性はある。したがって、為替レートの水準だけでなく、変動のペースや期間を考慮する必要がある。

第2に、為替変動の影響の方向性や大きさは、業種や事業規模によって区々と考えられる。例えば、円安は輸出型産業の収益にはプラスに働く一方、内需型産業の収益には輸入コストの増加を通じてマイナスに働く。また、家計についても、輸

図表B1-4：円安が輸出数量に与える影響



(出所) 経済産業省、財務省、総務省、B I S、オランダ経済政策分析局

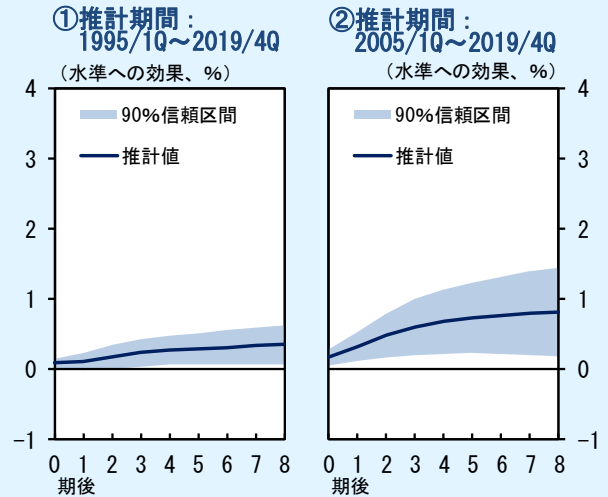
- (注) 1. 品目別の輸出数量(後方6か月移動平均の季節調整済み前月比)を、定数項、実質実効為替レート(前月比、逆符号)および世界貿易量(季節調整済み前月比)に回帰することで、為替弾性値を推計。実質実効為替レートのラグ次数は、0~24期のうち、弾性値が10%有意かつ最大となる次数を採用し、有意になるラグ次数がない場合は、0期とした。
2. 対象となる品目(統計品目番号9桁ベース)は、2002~2019年の間で欠損値が存在せず、単位に変更がない2,710品目(再輸出品は除く)。
3. 弾性値が低下した品目のシェアは、期間(1)で弾性値が有意にプラスである品目のうち、期間(2)において、弾性値のプラス幅が1以上低下した、または弾性値が有意でない品目の業種別輸出額シェア。
4. 海外生産比率の定義は、図表B1-2と同じ。

²⁴ 円安はサービス輸出(インバウンド消費)を押し上げる効果も持つ。この経路は、現在は感染症に伴う入国・渡航制限のもとで失われているが、先行き、感染症の影響が和らぐもとで同制限が緩和されていけば、再び働き始めると予想される。

入品価格などの上昇を通じて、実質所得が下押しされる。前述の輸入ペネトレーションの高まりによって消費者物価への影響が強まっている点を含めて留意が必要である。

第3に、第2の点とも関連するが、為替変動は、株価や物価に与える影響など、その時々的情勢次第で、マインドに与える影響も異なる。内閣府「景気ウォッチャー調査」のコメント情報（家計動向関連）をみると、足もとは「円安」に言及するコメントがほとんどなく、マインド面への大きな影響は確認されない（図表 B1-6）。ただし、過去を振り返ると、①2012 年末～13 年の局面では、「円安」は「株価（上昇）」とともに景気の改善を示唆するコメントの中で言及される傾向があった一方、その後の②2014 年秋～15 年の局面では、「円安」は「物価（上昇）」とともに景気の悪化を示唆するコメントの中で言及されていた。

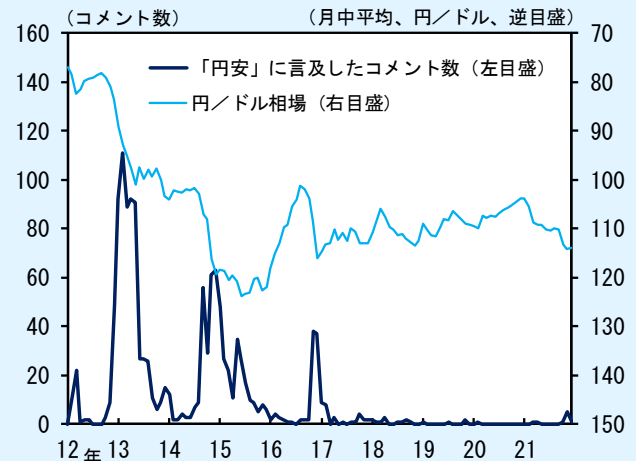
図表B1-5：10%円安のCPIへの影響



（出所）総務省、日本銀行、BLS、Bloomberg
 （注）10%の為替円安がCPI（除く生鮮）に与える影響を、円/ドル為替レート、需給ギャップ、CPIを内生変数、実質コモディティ価格（CRB指数を米国CPIで実質化）を外生変数としたVAR（ショックの識別は上記の順のコレスキー分解、ラグは2期）により、期間別に推計。

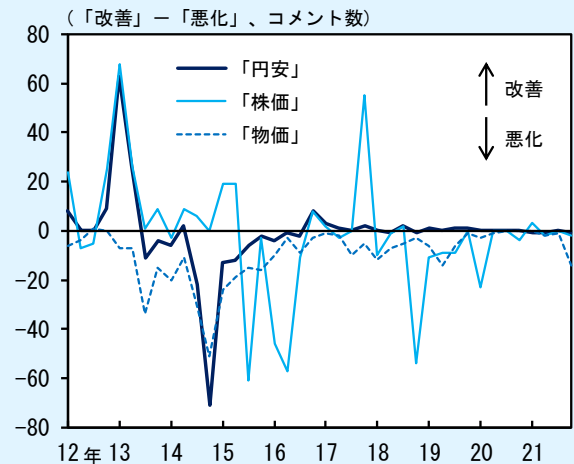
図表B1-6：円安と消費関連マインド

①景気ウォッチャー調査の円安関連コメント



（出所）内閣府、Bloomberg
 （注）景気ウォッチャー調査のコメントは、景気の先行きに対する判断理由（家計動向関連）。

②円安に対する見方



（出所）内閣府
 （注）景気ウォッチャー調査における景気の先行きに対する判断理由（家計動向関連）。「円安」・「株価」・「物価」に言及したコメントそれぞれについて、2～3か月先の景気が今月より「良くなる」・「やや良くなる」としたコメント数から、「悪くなる」・「やや悪くなる」としたコメント数を引いて算出。