

Monthly Economist Report

過去最長となった円安局面が 日本経済に与える影響

2024年5月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤



サマリー

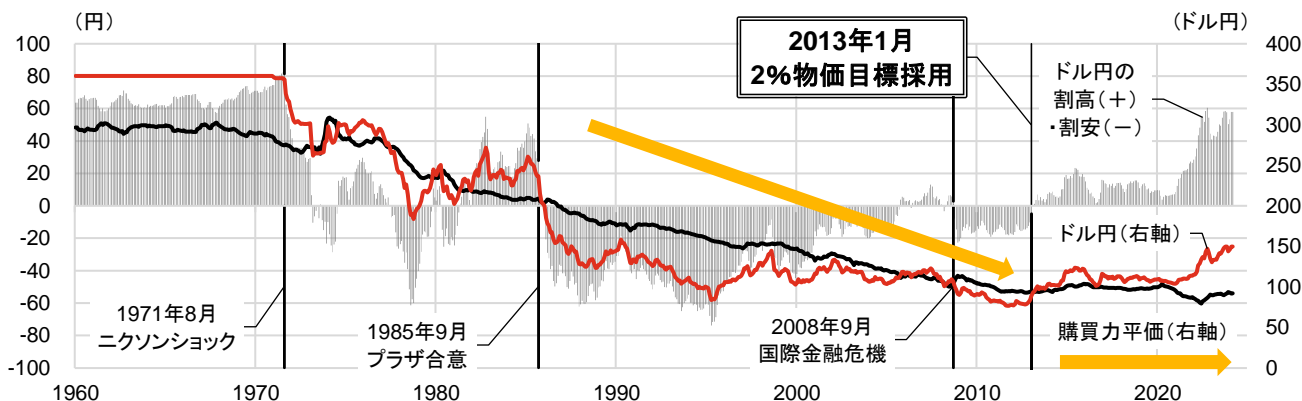
- ドル円レートが一時 160 円となり、円安が日本経済に与える影響に注目が集まっている。
- 2013 年以降では金融緩和実施のタイミングで大きく円安に振れていたが、足元の円安は趨勢的な動きとなっている。
- 半導体不足や自動車の認証問題による生産停止等の影響を受けつつも、財・サービスの輸出は増加している。
- 業種別の国際競争力をみると、低下がみられる。その回復に向けた設備投資が実行されるかが一つのカギとなろう。

過去最長となった円安局面

足元では為替レートが一時 160 円を突破し、34 年ぶりの円安となっている(図表 1)。5 月に入り、米雇用統計や物価統計において、米国の経済・物価がやや落ち着きをみせた。これにより米国の利下げ期待が高まり、米長期金利が低下して 155 円程度まで円高・ドル安となっている。日米の経済・物価動向、それに基づく日米の金融政策によってドル円相場が大きく変動している。

米国経済を巡っては、一時 9%まで上昇したインフレ率が 3%台までは低下したものの、3%を割り込むまでには至っていない。労働市場の逼迫度は緩和されたものの、歴史的にみると依然として良好な状態にあり、所得・消費を支えている。このため、金融市場で高まる利下げ期待に対して、FRB は利下げ実施に対して慎重な姿勢をみせている。

図表 1 ドル円の推移

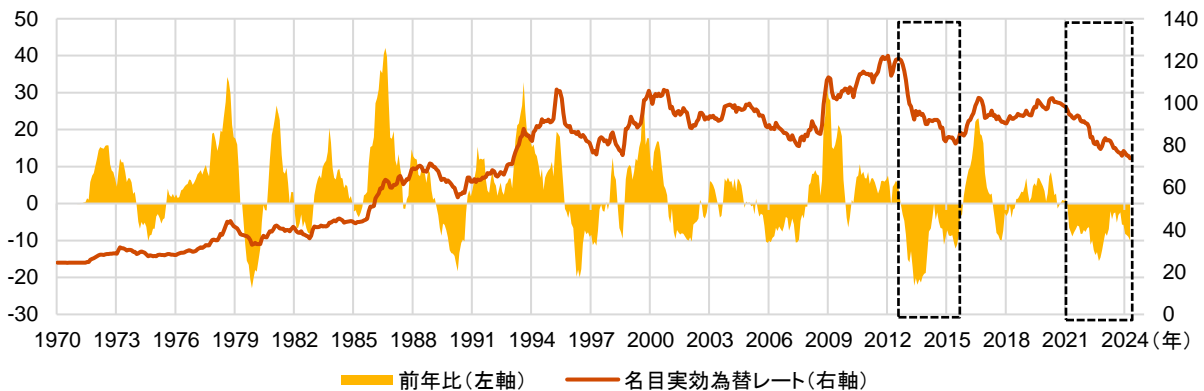


(注) PPPレート(購買力平価)は、日本と米国の企業物価指数に基づいたドル円の理論値。日本の企業物価指数は、2020年基準。
米国の同指数は1982年基準であり、筆者の計算により2020年基準としている。
(出所) FRED、日本銀行より筆者試算。

一方、日本経済は2023年1月の自動車の認証問題を受けた生産停止を受けて、消費・設備投資・輸出が大幅に鈍化し、2024年1-3月期のGDPは、前期比年率-2.0%へと落ち込んだ。また、自動車の認証問題を除いても、昨年の春闘の賃上げ率の高さをもってしても毎月勤労統計の所定内給与の伸びは2%に満たず、物価上昇率がそれを上回ることから実質所得がマイナスとなっている。先行きは、春闘賃上げ率の高さ、それを受けた名目賃金の上昇、さらに6月から始まる定額減税の効果によって所得が押し上げられて回復に向かうことが期待されている。しかしながら、所得と支出の好循環が生じるかは、不透明な情勢となっている。

為替相場の動向は様々な面で日本経済に影響を与えるため、円安を巡る議論が活発となっている。本レポートでは、足元の円安が日本経済に与える影響を考えていきたい。まず、為替レート動向、足元の円安局面の特徴を確認しておこう。一般的には、米国やそれ以外の地域との貿易に用いられるドル円レートに最も注目が集まる。しかし、それ以外にも日本経済は欧州や中国、アジア、中東といった国・地域等との貿易も行っている。このため、為替レートが日本経済に与える影響を考えるには各国・地域との貿易量や為替レートを考慮した名目実効為替レートの動きが重要となる。そこで同レートとその前年比をみたのが図表2である。また、過去の円安局面の時期や継続期間、下落率をみたのが図表3である。円安局面は、月次の名目実効為替レートが前年比で5か月以上減少、つまり円安となった場合、と定義した。これによると、足元の円安局面は、2021年2月に始まり、2024年4月まで少なくとも39か月継続している。この時点で、2012年9月から2015年10月までの38か月間の円安局面を超えており、さらに2024年5月も円安となる公算が大きく、40か月以上となろう。今回の円安局面は、上記の定義でみて過去最長の円安局面となっている。

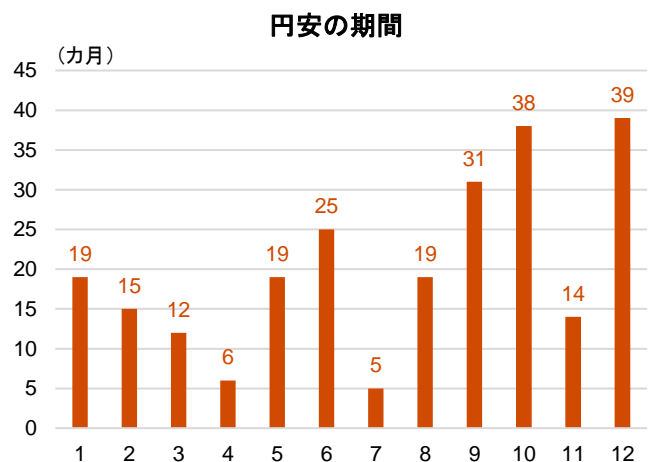
図表2 名目実効為替レートの推移



(出所) 日本銀行「名目実効為替レート」より筆者作成。

図表3 円安が継続した期間

	円安の期間			
	開始	終了	か月	下落率
1	1974年1月	~ 1975年7月	19	-0.7
2	1979年6月	~ 1980年8月	15	-2.8
3	1982年1月	~ 1982年12月	12	-1.3
4	1985年1月	~ 1985年6月	6	1.2
5	1989年3月	~ 1990年9月	19	-11.0
6	1995年9月	~ 1997年9月	25	-9.3
7	1998年5月	~ 1998年9月	5	1.5
8	2000年12月	~ 2002年6月	19	-9.5
9	2005年6月	~ 2007年12月	31	-12.5
10	2012年9月	~ 2015年10月	38	-28.9
11	2017年5月	~ 2018年6月	14	-0.9
12	2021年2月	~ (2024年4月)	39	-23.6

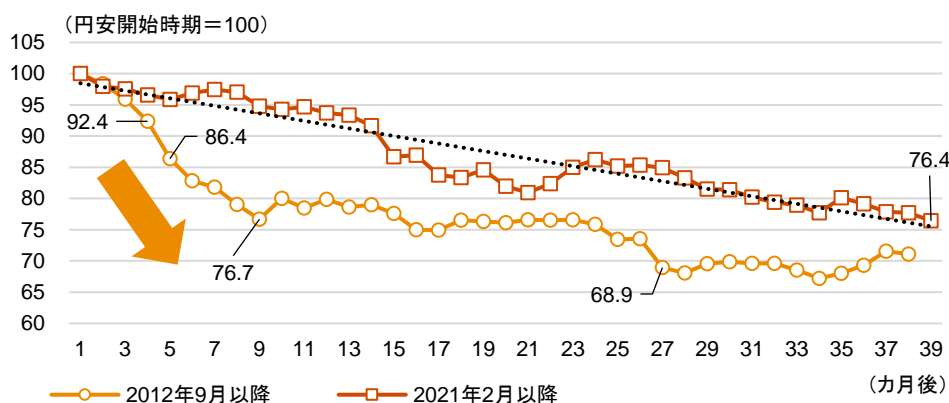


(注) 「円安の期間」は1970年1月以降、月次の実効為替レートの前年比で通貨安となった期間が5か月以上続いた時期として定義した。

(出所) 日本銀行「名目実効為替レート」より筆者作成。

2012年9月から2015年10月までの38か月間の円安局面と、今回の円安局面を比較したのが図表4である。ここでは円安の開始時期を100として、月次ごとの円安の進展度合いをみている。まず2012年9月以降の局面では、当初の変化は非常に緩やかであった。しかし、4か月目の2012年12月92.4から、5か月目に当たる2013年1月の86.4まで大きく下落した。そこから9か月目の2013年5月76.7までさらに大きく下落した。そこからは概ね横ばいで推移し、2014年11月68.9まで下落した。この下落局面は2013年1月の物価目標の導入から2013年4月の大規模な金融緩和の決定、2014年10月の追加の金融緩和を受けたタイミングに相当する。それ以外の局面では緩やかな動きとなっていることがわかる。一方、今回の円安局面では、ほぼ緩やかに一本調子での円安進展となっている。39か月かけて76.4まで25%程度下落している。これに対して2012年9月からの円安局面では、9か月目には早くも76.7まで下落しており、急激な円安進展であったことがわかる。このように、今回は緩やかな円安が継続していることに特徴がある。

図表4 2012年9月以降と今回(2021年2月以降)の円安局面の比較

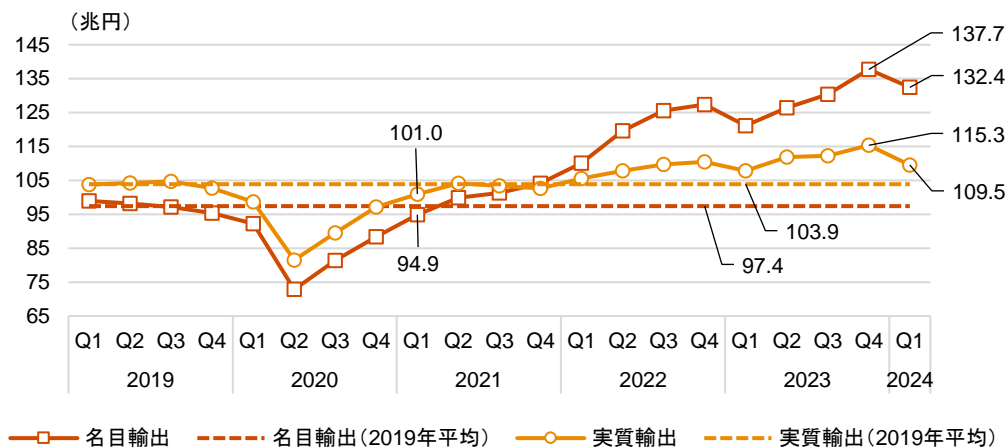


(出所) 日本銀行「名目実効為替レート」より筆者作成。

円安による輸出への影響

近年は円安によっても輸出が伸びにくくなったという主張が聞かれる。2021年2月以降の緩やかな円安を受けて、輸出と輸入はどう変化したのであろうか。まず輸出をみた図表5では、名目輸出は2021年Q1の94.9兆円から2023年Q4の137.7兆円まで45%増と、大幅な増加となっている。この中には輸出価格上昇による分が含まれるため、それを除いた実質輸出は2021年Q1の101.0兆円から2023年Q4の115.3兆円まで14%増となった。名目輸出の増加と比較するとかなりマイルドな伸びにとどまっている。一方、2022年後半以降はやや増加している。円安によってどの程度実質輸出が伸びたかを示す弾力性を簡易的に計算すると、この間の為替レート25%の減価によって実質輸出が14%伸びており、弾力性は0.56となっている。

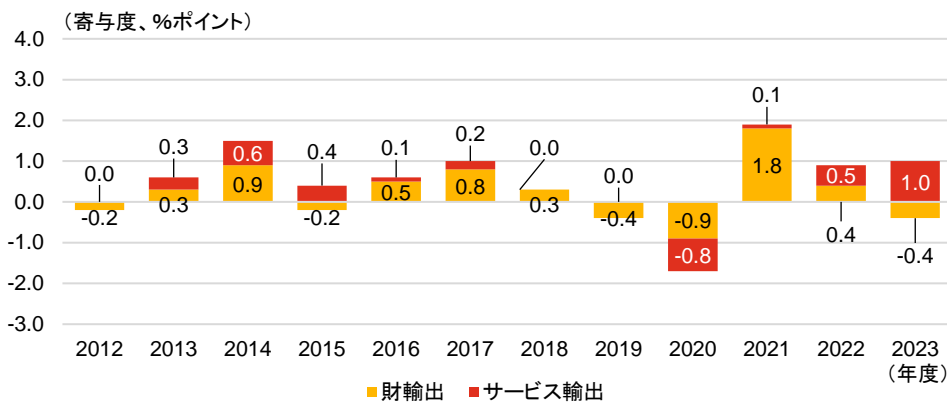
図表5 名目・実質輸出の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算(GDP統計)」より筆者作成。

なお、実質輸出は財輸出とサービス輸出とに分けられ、それらの実質輸出への寄与度をみたのが図表6である。財輸出は、海外への自動車や資本財などの輸出を指している。この他、非居住者へのサービス提供であるインバウンド需要はサービス輸出となる。これを見ると、2021年度は、COVID-19後の需要回復を受けて財輸出主導の回復であった。2023年度は海外経済が減速する中で財輸出の寄与度が-0.4%ポイントと輸出を押し下げた。一方、インバウンド需要の回復が本格化したことを受けサービス輸出が輸出全体を1.0%ポイント押し上げた。インバウンド需要が本格化した2013年以降でも、最も大きく寄与した。インバウンド消費は、2024年1-3月期に6兆4,972億円となり、過去最高を記録した。もっとも、2022年は10月に水際対策が緩和され、海外からの観光客がほぼいなかったことから、2023年度のインバウンド需要による押し上げ幅は特殊要因による一時的なものともみらるべきであろう。

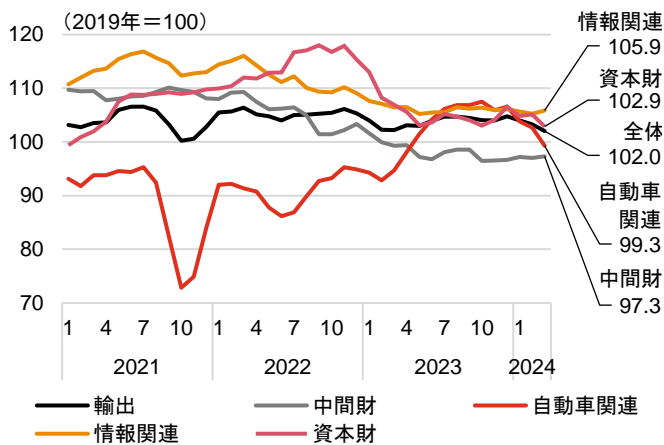
図表6 実質輸出に占める財・サービスの寄与度



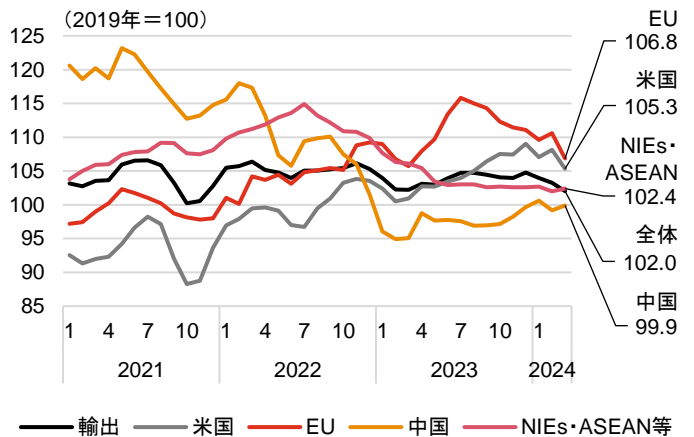
(出所) 内閣府「国民経済計算(GDP統計)」より筆者作成。

次に図表7において実質輸出を財別(2019年基準、3か月移動平均)にみると、2020年のCOVID-19の落ち込みから情報関連・中間財の回復が先行し、その後資本財の回復が続いた。資本財は2021年Q1の円安進展を受けて増加している。2022年後半以降、情報関連・中間財から弱含みに転じた。資本財は2022年後半に一段と回復した後、2023年からは下落した。一方、自動車関連は半導体不足もあり回復が非常に遅れ、2023年半ばからようやく本格的な回復に転じていた。しかし、2024年1月には自動車の認証問題による生産停止により、出荷が停止された。その影響もあって自動車輸出が減少している。生産については2月・3月と回復しているものの、輸出については3月まで減少が継続している。足元の減少が上記の出荷停止の影響によるものか、あるいは海外経済が弱いために輸出が減少しているのかについては慎重にみる必要がある。このように、円安の恩恵を受けやすいとされる自動車については、円安というよりも半導体や生産停止などそれ以外の下押し要因も大きい。輸出全体としては、2021年以降105~110程度で一定の増加となっている。

図表7 財別実質輸出の推移



図表8 地域別実質輸出の推移



(注)後方3か月移動平均。(出所)日本銀行「実質輸出入」より筆者作成。

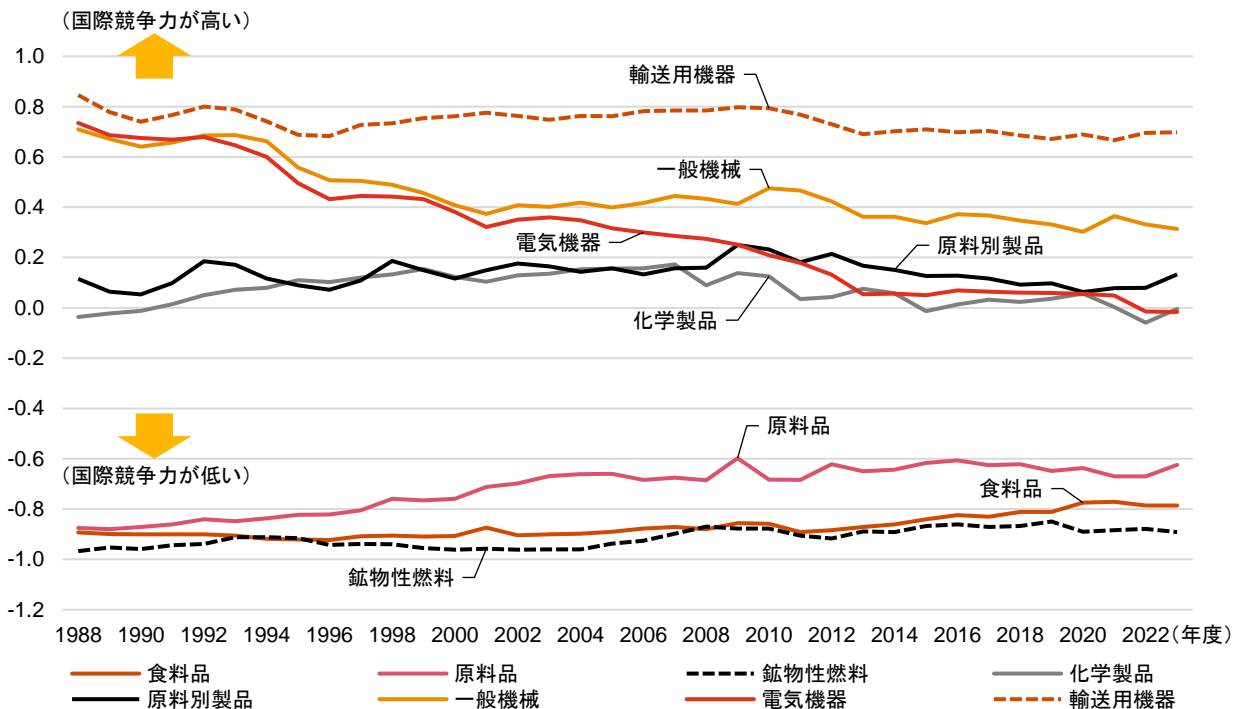
また、**図表 8** で財輸出（2019年基準、3か月移動平均）を地域別にみておこう。COVID-19後の2020年には、中国向けが堅調に伸び続けたが、それ以外の地域向けは大幅に落ち込んだ。米国向けが最も落ち込み、EU向けがそれに続いた。2021年Q1移行の円安がサポートしたといえよう。その後、比較的落ち込みの小さかったNIEs・ASEAN向けが回復に転じ、EU向け・米国向けの回復が続いた。米国向けは回復を続け、2023年12月では109.0となった。その後やや鈍化し、2024年3月では105.3となった。EU向けは2023年半ばには2019年対比で15%増まで達して米国を上回った。その後、鈍化し2024年3月に106.8となっている。中国向け実質輸出は2021年から2022年にかけてやや軟調に推移し、足元の2024年3月時点では99.9と2019年平均並みとなっている。NIEs・ASEANは2022年後半から軟調に転じ、直近では102.4まで落ち込んでいる。

輸出を左右する国際競争力の低下

円安によっても輸出が伸びない要因としては、日本の産業の競争力が低下した、との見方もある。以前は、海外旅行先のホテルで日本製のテレビをはじめとした電化製品などの最終消費財を見かける機会が多かったものの、現在では中国や韓国のメーカーに置き換わっている。そこで、業種別の輸出額と輸入額から国際競争力を図る貿易特化係数をみたのが**図表 9**である。貿易特化係数が1に近いほど国際競争力が高く、-1.0に近いほど競争力が失われた状態にある。これをみると、上記の家電製品などの電気機器は、1988年度の+0.73から2023年度には-0.02とゼロを割り込んだ。次に一般機械は、1988年度の0.71から2000年度に0.41まで低下した。その後は、緩やかに低下して2023年度には0.31となっている。なお、一般機械には半導体等製造装置、電算機類、原動機などが含まれる。地政学リスク、生成AIの登場やデジタル化の進展により半導体等製造装置への注目度が高まっており、直近では中国向け輸出は増加しているものの、一般機械全体では競争力が低下していることには留意が必要であろう。次に輸送用機器は、ピーク時の1988年度の0.85からは低下したものの、2023年度でも依然として0.70と競争力を保っている。また、規模は大きくないものの、輸出に力を入れている食料品については-0.90前後から2023年度には-0.79まで若干ではあるが改善している。

このように食料品以外では概ね横ばいや悪化となっており、貿易特化係数でみた国際競争力は概ね悪化している業種が多い。もっとも、バブル崩壊以降は企業の設備投資が停滞した期間が長く、国際競争力を得るための設備投資が十分になされてきたとは言い難い。円安による環境の変化をとらえて、国内の設備投資を増やしていくことが重要となろう。

図表 9 貿易特化係数の推移



(注) 産業ごとの貿易特化係数=(輸出額-輸入額)/(輸出額+輸入額)。
 (出所) 財務省「貿易統計」より筆者作成。

本レポートでは、足元で進んでいる円安について、過去の円安局面と比較した。足元の円安は39か月を超え、過去最長となっていることをみた。また、2012年以降の円安が金融緩和後に大きく変動していたのに対して、今回は2021年1月以降、趨勢的な円安が進んでいることも確認した。2021年Q1から足元までの25%増までの円安によって、実質輸出は14%増加した。ただし、そのうちサービス輸出の増加も相応に寄与している。円安の影響を受けやすいとされる輸送用機器については、半導体不足や認証問題を受けた生産停止など円安以外の要素による下押し圧力も大きく作用している。また、2021年以降の円安は欧米向けの輸出増加に寄与したとみられる一方、中国・アジア向けは弱めの動きとなっている。これは中国・アジアの経済の弱さを反映しているとみられる。また、国際競争力について、貿易特化係数をみると、電気機器、一般機械、輸送用機器などで係数が低下して競争力が低下していることが示唆される。

食料・エネルギー価格の上昇をきっかけとした賃上げにより、日本で物価・賃金が上がり、経済が動き出しつつある。デフレからインフレに変化しつつある中で、今後、安定的な賃金・物価上昇を定着させ、企業がこれまで行ってこなかった設備投資を実施することで、国際競争力を回復させることが期待される。このように、円安によって輸出が伸びないという見方はこうした点も考慮すべきであろう。

伊藤 篤
シニアエコノミスト

PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2024 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.