

RIETI政策シンポジウム

「日本経済を新たな成長軌道へ：
エビデンスに基づくグランドデザイン」

プレゼンテーション資料

清水 順子

RIETIプログラムディレクター補佐
学習院大学経済学部教授

2016年2月18日

RIETI政策シンポジウム

日本経済を新たな成長軌道へ：エビデンスに基づくグランドデザイン

2016/2/18

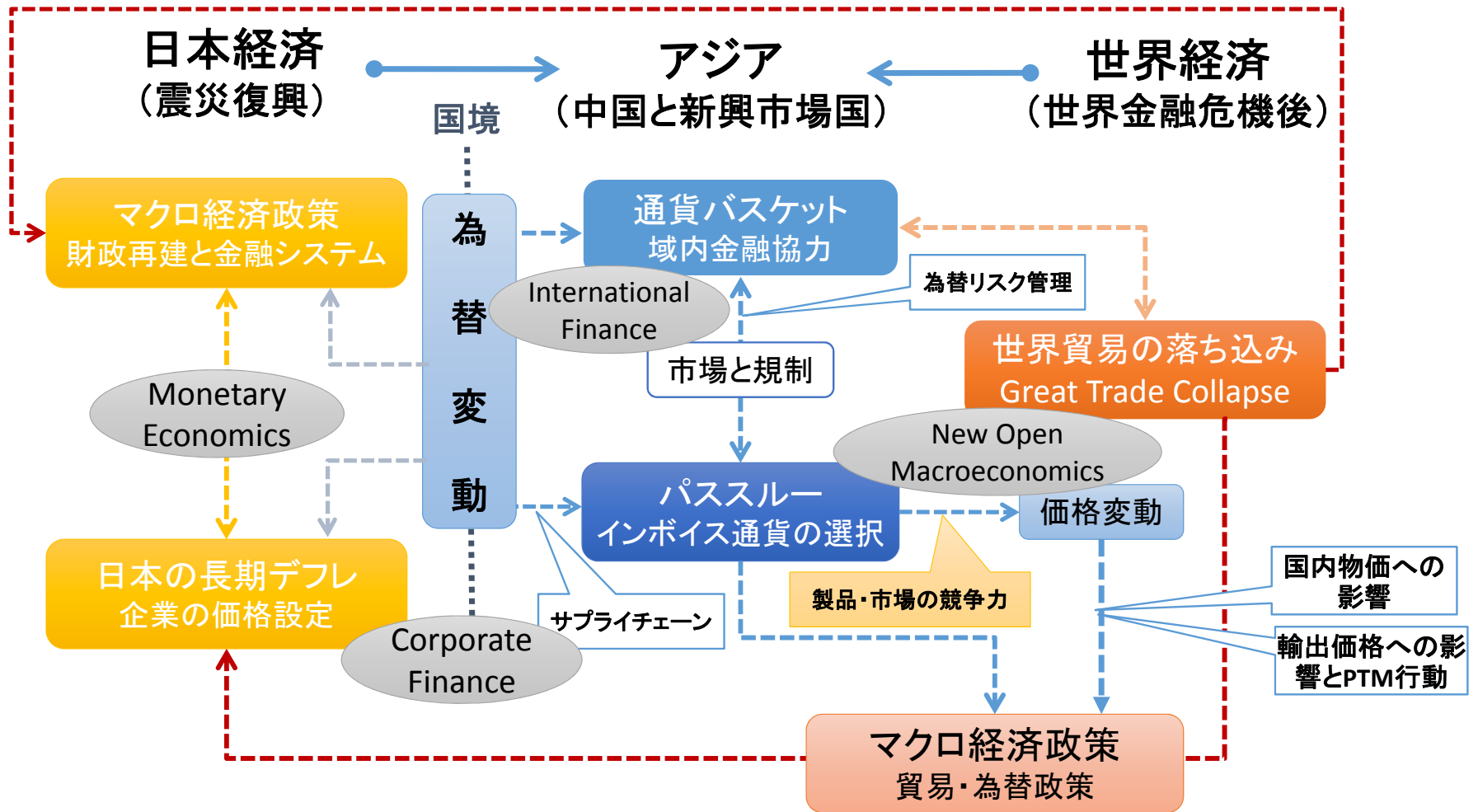
国際マクロから考える 日本経済の課題

学習院大学 / RIETI
清水 順子

グローバル化の進展と日本経済

- 急速なグローバル化の進展のなかで、日本経済の新たな成長エンジンは何なのか？
 - これまでの「ものづくり」の優位性と輸出だけでは限界がある。
 - 成長著しいアジアの隣国に囲まれた日本がバランスのとれた維持可能な成長を実現するためには何が必要となるのか。
 - 東日本大震災からの経済復興という、戦後最大の課題に直面し、日本のマクロ経済運営は困難を極めている。
- 国内のみならず、国際的な側面を意識しながら新たな成長産業作りに取り組むことが重要。
 - 世界的な金融危機後の金融緩和で肥大化した国際金融市場は、米国の金融政策転換局面でどのように変容していくのか。
 - 通貨変動が長期的に輸出輸入・生産構造にどのような影響を与えるか、という究極の研究課題に対して、新たな分析ツールとなりうるデータ構築が必要。

国際マクロプログラム：空間軸



本日のコンテンツ

- 国際的な金融危機後の東アジア通貨のミスアライメント
 - AMUとAMU乖離指標による分析(Ogawa and Wang (2014, 2015), 小川・王(2015))
- 産業別実質実効為替レート(REER)の動向
 - Sato *et al.* (2012, 2013, 2015)による産業別REERのデータ構築に基づく日中韓の産業の輸出競争力の比較
- 為替レートのパススルーの検証
 - 為替変動や輸入原材料価格の変動は、日本の国内価格や輸出価格にパススルーされているのか？(Shioji (2014)、塩路(2015)、Yoshida and Sasaki(2015))
 - アベノミクス後の円安で貿易収支が改善されなかった理由(清水・佐藤(2014))
- 世界的な需要ショックや原油価格を考慮に入れた構造VARモデルによる分析
 - 為替レート変動は日本の輸出や産出量にどのような影響を与えるのか？(祝迫・中田(2014a,b; 2015))

世界金融危機後のアジア通貨のミスアライメント

- 世界金融危機前の2005年後半以降、ミスアライメントが顕著となった。
 - 日本と他の東アジア諸国との間で円キャリートレード等域内の資本フローが発生したことが挙げられる。
- 米国利上げの影響はどうか？
 - 過去のデータを利用したVARモデル分析からは、FRBの利上げは東アジア諸国の金利を上昇させるとともに東アジア通貨を減価させると考えられる。
 - リスクオフ時には円買い圧力が強まり、アジア通貨と円は非対称な動きをする。
- 東アジア通貨のミスアライメントを防止するため、東アジア諸国の通貨当局は域内為替相場のサーベイランスを行うとともに、域内外の資本フローにも注視する必要がある。

名目AMU乖離指標と実質AMU乖離指標の推移

Figure 3. Nominal AMU Deviation Indicators
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2008-2010,monthly)

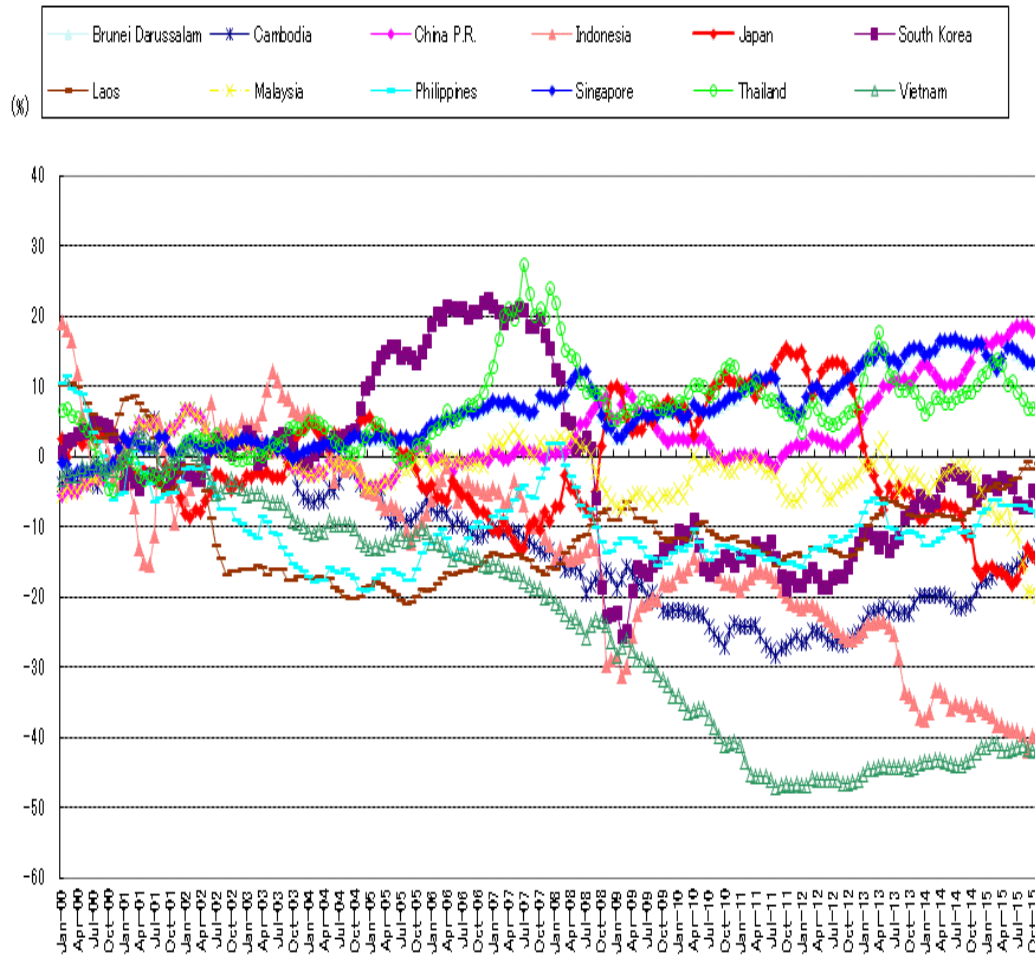
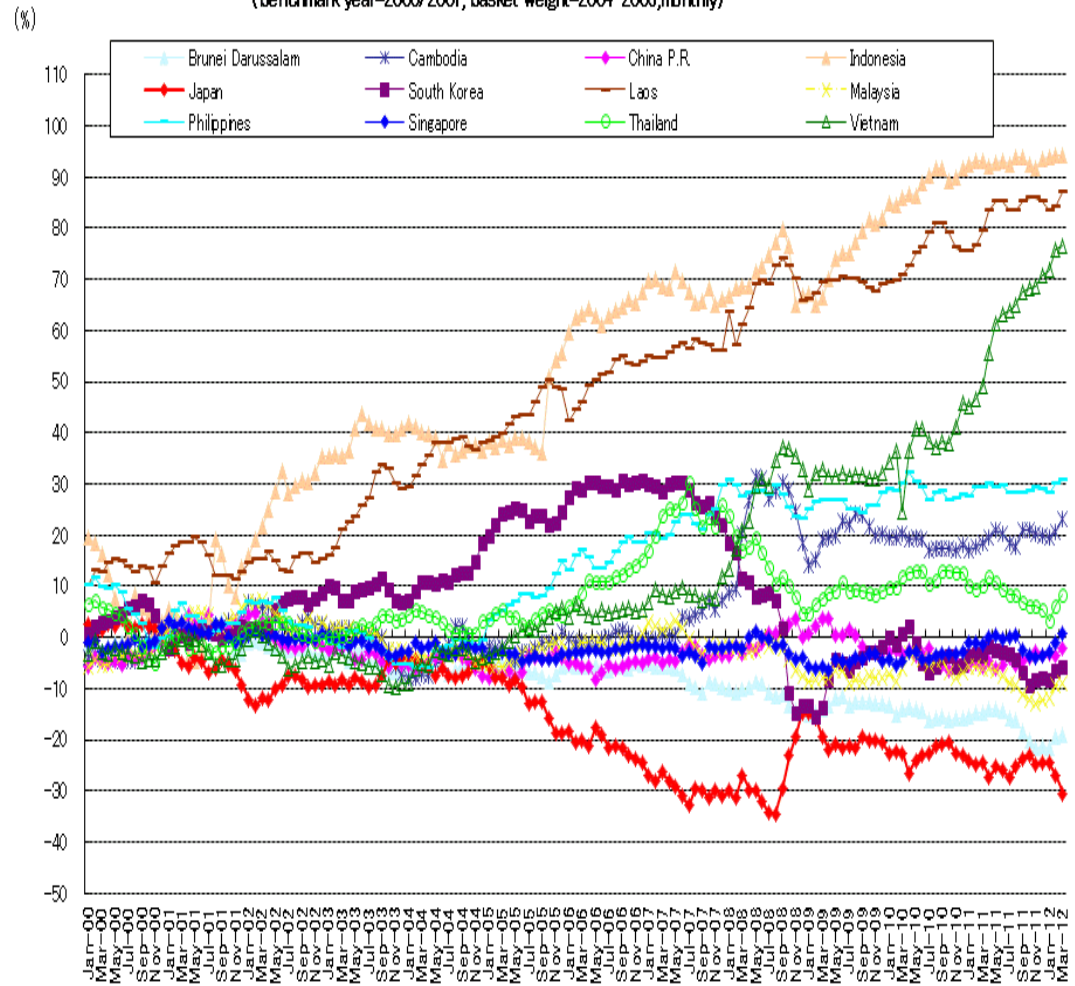


Figure 4. Real AMU Deviation Indicators
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2004-2006,monthly)



中国の新たな人民元指標：CFETS RMB Index

- CFETS(中国外国為替取引システム)は2015年12月からという13通貨で構成された通貨バスケットを新たな人民元指数として公表を開始。
 - 中国は、今後は為替市場での需給を基本とし、通貨バスケットを参考に調節する管理変動相場制を採りながら、人民元の柔軟性を増していくことになる。



注: 人民元バスケット指数はCFETS発表の構成比に基づき野村で作成。

出所) CFETS、ブルームバーグ、野村

国内産業の輸出価格競争力はどうなるのか？

- 実質実効為替相場 (REER) は輸出価格競争力を測る指標として広く用いられている。
 - BISやIMFなどの国際機関が公表するREERは全産業の平均値であり、産業別に異なる輸出価格競争力を分析することが難しい。
 - これに対して、RIETIで公表しているアジア9か国の産業別REERは、特定の産業の輸出価格競争力を国際比較することを可能にしている。
- 急激な為替相場の変動がアジア各国の産業競争力にどのような影響を与えるのかを測る上で、産業別のREERは重要なデータとなる。
 - 例えば、2000年代半ば以降、日本の大手電機企業の業績が悪化し、韓国の電気機器企業が世界シェアを拡大した。
 - また、2012年末からの急激な円安によって、韓国の輸送用機器企業が日本企業に対する相対的な価格競争力を失った状況も説明することができる。

産業別REERの 日中韓比較

日本

- Chemical
- Metal
- General Machinery
- Electrical Equipment
- Transport Equipment
- Manufacturing All

韓国

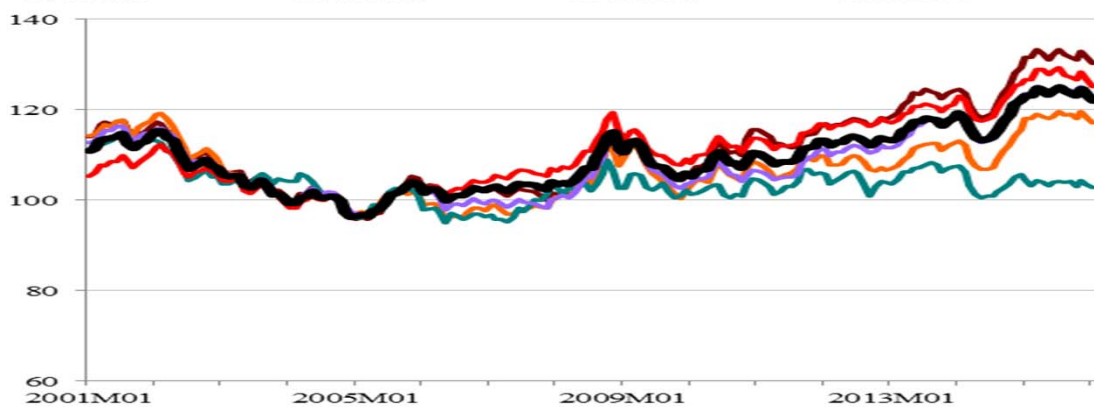
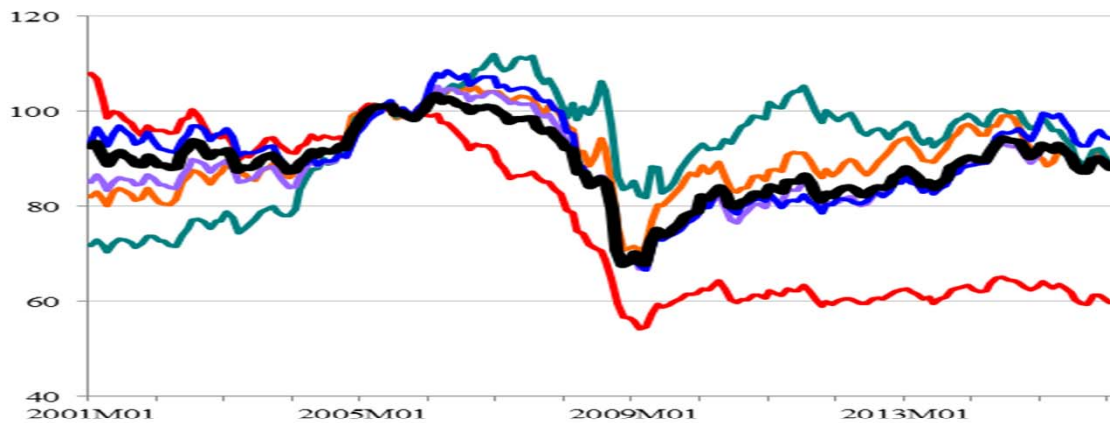
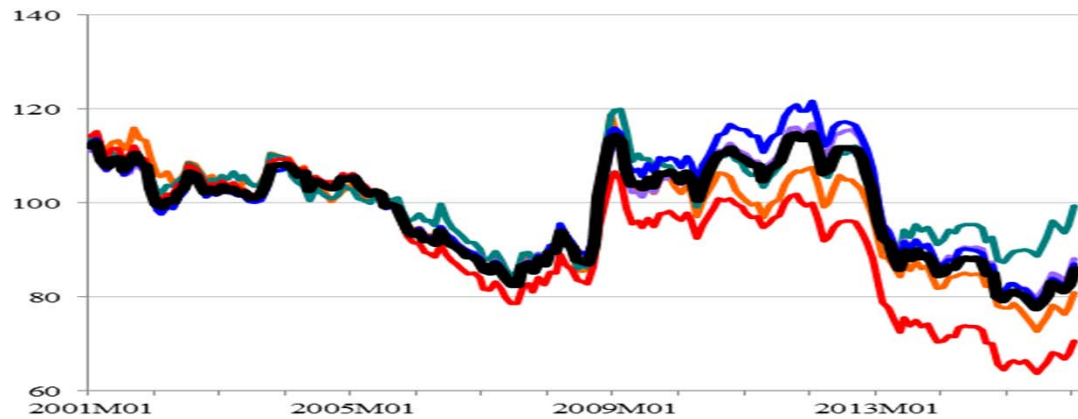
- Chemical
- Metal
- General Machinery
- Electrical Equipment
- Transport Equipment
- Manufacturing All

中国

- Textile
- Chemical
- Metal
- General Machinery
- Electrical Equipment
- Manufacturing All

このデータベースの最大の特徴は、アジア諸国と世界の主要国(合計29カ国)を対象として「産業別の生産者物価指数」を収集し、実質実効為替レートを産業別に構築している点にある。

<http://www.rieti.go.jp/users/eeri/index.html>



為替レートのパススルー(輸入サイド)

- 為替レートのパススルーとは、為替の変動が物価にどれだけ転嫁されているか(パススルー率)ということ。
 - 輸入サイド(国内物価への影響)と輸出サイド(輸出価格への転嫁)
- Shioji(2014)は、国内物価へのパススルー率は1980年代中盤に大幅に低下したが、2000年代から再び上昇していることを確認した。
 - 理由としては、日本の生産・消費における輸入品の重要性が高まったこと(1995年は10%⇒2007年は20%近くまで上昇)。
 - ゼロ金利下において、政策当局は為替レートが国内物価に与える影響を重視している。
 - アベノミクス下でのパススルー「復権」は同政策の初期の成功をもたらす重要な前提条件だった。
 - ただしこれは政策担当者にとってもろ刃の剣である。原油価格などの外的要因の影響力が強まるため、国内物価の操作可能性はむしろ低下する可能性がある。

為替レートのパススルー（輸出サイド）

- アベノミクス後の円安でも貿易収支が改善されなかったのはなぜか？
 - その理由として、日本企業がアジアにおける国際分業を一層強化した結果、貿易収支改善効果が起こりにくい構造になった。
 - 日本企業は輸出相手国での販売価格を安定化するPTM行動をとっており、為替変動による輸出価格の改定が行われていない⇔国内で生産されている財は既に差別化された財に特化している可能性がある。
 - 清水・佐藤（2014）が行った為替相場が貿易収支に与える影響の実証分析は、2000年代は日本の貿易収支に有意にプラスの影響を及ぼしているのは世界景気の動向であり、為替相場が与える影響は有意ではない。
- 一方で、海外現地生産が多くなった日本の輸出企業にとって、名目為替相場の変動は、国内と海外生産拠点での製造コストの変化と海外での利益送金の円換算額に直結する。
 - 行き過ぎた為替相場の乱高下を防ぐ政策対応によって、企業努力を後押しすることが重要となる。

世界的な需要ショックや原油価格を考慮に入れた構造VARモデルによる分析






- 世界的な需要ショックや原油価格を考慮に入れ、為替レートが日本の輸出や産出量に与える影響はどうなっているか？
 - 祝迫・中田(2015)によれば、2000年代以降はマクロ構造ショックに占める為替レート変動の相対的な重要性は90年代までと比べて大きく低下しており、かわりに海外需要ショックや原油価格ショックの影響力が増している。
 - 輸出数量の伸びは限定的であるにせよ、円安による企業収益の改善という形で、為替レートを通じた景気回復というチャンネルは十分に機能した。
- 2000年代中盤の輸出拡大は、円安ではなく世界的な景気拡大に伴う強い輸出需要に支えられたものである。
 - 世界的な金融危機以前と比較して世界景気が十分に回復していない現状で、円安の影響だけで我が国の輸出が大きく増加するとは考えにくい。

期間別の輸出変動に占める構造ショックの割合

(i) 1979-99年

| | $\varepsilon(\text{OIL_S})$ | $\varepsilon(\text{DE})$ | $\varepsilon(\text{OIL_P})$ | $\varepsilon(\text{FEX})$ | $\varepsilon(\text{TRADE})$ |
|-----|------------------------------|--------------------------|------------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| 2変数 | — | — | — | 42.4 | 57.6 |
| 3変数 | — | 15.5 | — | 23.3 | 61.2 |
| 5変数 | 4.4 | 14.9 | 3.2 | 18.1 | 59.4 |

(ii) 2000-11年

| | $\varepsilon(\text{OIL_S})$ | $\varepsilon(\text{DE})$ | $\varepsilon(\text{OIL_P})$ | $\varepsilon(\text{FEX})$ | $\varepsilon(\text{TRADE})$ |
|-----|------------------------------|---|--|---|-----------------------------|
| 2変数 | — | — | — | 32.8 | 67.2 |
| 3変数 | — | 69.5  | —  | 9.4  | 21 |
| 5変数 | 2.1 | 29.7  | 46.8  | 3.4  | 18.1 |

- $\varepsilon(\text{OIL_S})$: 原油供給ショック
- $\varepsilon(\text{DE})$: 世界的需要ショック
- $\varepsilon(\text{OIL_P})$: 原油市場に固有な価格ショック
- $\varepsilon(\text{FEX})$: 為替レートに固有なショック
- $\varepsilon(\text{TRADE})$: 他の構造ショックの影響を受けない輸出の自立的な変動ショック

今後の課題は何か？

- 急激な為替変動が国際的な金融市場をかく乱している。
 - アジア域内での円相場の位置、産業別REERを注視することで、実体経済への影響を慎重に判断することが重要。
 - 為替変動に関わらず、収益を確保できる差別化された財に特化することが重要。これらの生産拠点が国内に残り、さらに海外企業も誘致するための政策が必須。
- 輸入価格への為替レートのパススルー効果により、円安がインフレ率をマイナスからプラスにすること(デフレ脱却)に貢献してきた。
 - 2015年以降の資源価格の暴落と米国利上げによるリスクオフで、急激な円高が進行し、世界景気の見通しが不透明になっている。
 - 原油安と円高によるデフレの再来も危惧される。外部環境の変化にとらわれずに、長期的に日本経済の潜在成長率を上げるための大胆な規制緩和・自由化が急務。

アジアと日本経済の将来

- アジア各国の日本製品に対する信頼性は高く、それらの国の所得が上がるほど日本製品に対する潜在的な需要も増大する。
 - アジア通貨に対する円相場は、以前より円安に推移していることがAMU乖離指標などからも示される。
 - アジアの消費者にとって、日本製品は以前よりも安いはず。ますます日本の商品・サービスの品質に対する評価を高め、需要を拡大することが重要。
- 新興国の安定的な成長をもたらすことは、世界経済の安定かつ持続的な成長を支えていくうえで重要な要素となる。
 - アジア全体で流通する商品やサービスの品質の向上に日本が貢献し、積極的なインフラ投資を行うことで、アジア新興国の成長に働きかけていくことは、日本自身の安定的な成長を確保するうえで重要。

ご清聴ありがとうございました。

参考文献

- Ogawa, Eiji and Zhiqizn Wang (2014), "How would East Asian Currencies Respond to the FRB's Raising Interest Rates?" Report that was compiled with the financial support of the Bank of Korea.
- Ogawa, Eiji and Zhiqian Wang (2015), "Effects of a Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies" *RIETI Discussion Paper Series*, 14-E-037.
- Sato, Kiyotaka, Junko Shimizu, Nagendra Shrestha and Shajuan Zhang (2012), "Industry-specific Real Effective Exchange Rates for Japan," *RIETI Discussion Paper*, 12-E-044.
- Sato, Kiyotaka, Junko Shimizu, Nagendra Shrestha and Shajuan Zhang (2013), "Industry-specific Real Effective Exchange Rates and Export Price Competitiveness: The Cases of Japan, China and Korea," *Asian Economic Policy Review*, 8(2):298–321.
- Sato, Kiyotaka, Junko Shimizu, Nagendra Shrestha and Shajuan Zhang (2015), "Industry-specific Real Effective Exchange Rates in Asia," *RIETI Discussion Paper*, 15-E-036.
- Shioji, Etsuro (2014), "A Pass-through Revival". *Asian Economic Policy Review* 9(1), 120-138
- Shioji, Etsuro (2015), "Time varying pass-through: will the yen depreciation help Japan hit the inflation target?" *Journal of the Japanese and International Economies* 37: 43-57.
- Yoshida, Yushi and Sasaki, Yuri (2015), *Automobile Exports: Export Price and Retail Price*, *RIETI Discussion Paper Series*, 15-E-024.
- 小川英治・王志乾 (2015)「金融政策とアジアのマネー・フロー」小川英治・日本経済研究センター編著『激流アジアマネー：新興金融市場の発展と課題』日本経済新聞出版社，29-60ページ。
- 祝迫得夫・中田勇人 (2014a)「原油価格，為替レートショックと日本経済」，*RIETI Discussion Paper*14-J-050，2014年11月。
- 祝迫得夫・中田勇人 (2014b)「為替レートが日本の輸出に与える影響の数量的評価：構造VARによる検証」，*RIETI Discussion Paper* 14-J-051，2014年11月。
- 祝迫得夫・中田勇人 (2015)「原油価格，為替レートショックと日本経済」，『経済研究』近刊。
- 塩路悦朗 (2015)「パス・スルーの復権：アベノミクス前夜」未公刊論文。
- 清水順子・佐藤清隆 (2014)「アベノミクスと円安，貿易赤字，日本の輸出競争力」*RIETI Discussion Paper* 14-J-022。