

# 円相場と日本経済の行方 最近の急速な円安をどう考えるか？

RIETI BBL セミナー

2022年6月30日

学習院大学 清水順子

# 2022年前半 日本経済が直面する問題

- 貿易赤字の拡大
  - 2022年4月貿易統計 資源価格の高騰を反映して輸入額は過去最大
- 原油価格高騰によるインフレ圧力
  - ロシア・ウクライナ危機によりエネルギー価格は当面高止まりする可能性
  - 高齢化社会を反映して内需が大幅に強くなることは考えられず、デMANDブールのインフレは起こらない
- 円安の進行によりさらに貿易赤字が拡大する恐れ
  - 資源高と「悪い円安」が重石となって輸入金額は膨張
  - ロシア・ウクライナ危機下とコロナによるロックダウンで欧米や中国を中心に世界の需要は伸び悩み、円安による輸出増は当面望めない
- 日銀の金融緩和策継続で円安進行を食い止める手段は当面無し
  - 円安を理由とした日銀の金融政策変更はないとすると、FRBが金融引き締めを続ければ、当面円安が定着する可能性が高い
  - 米国経済にとってドル高はインフレを抑制する点で歓迎されやすい半面、日本経済にとっての円安は貿易赤字拡大から更なる円安を引き起こす恐れがある

# 本日のセミナー

急速に進行した円安に直面し、今後の日本経済の課題について以下2つの側面から考えた上で、円安のメリット生かすためにはどのような政策を進めるべきかを議論します

- 円相場が日本経済に与える影響を”日本企業の貿易建値通貨選択”という観点
- RIETIで公表している産業別実質実効為替相場を見た現在の円相場

# 目次

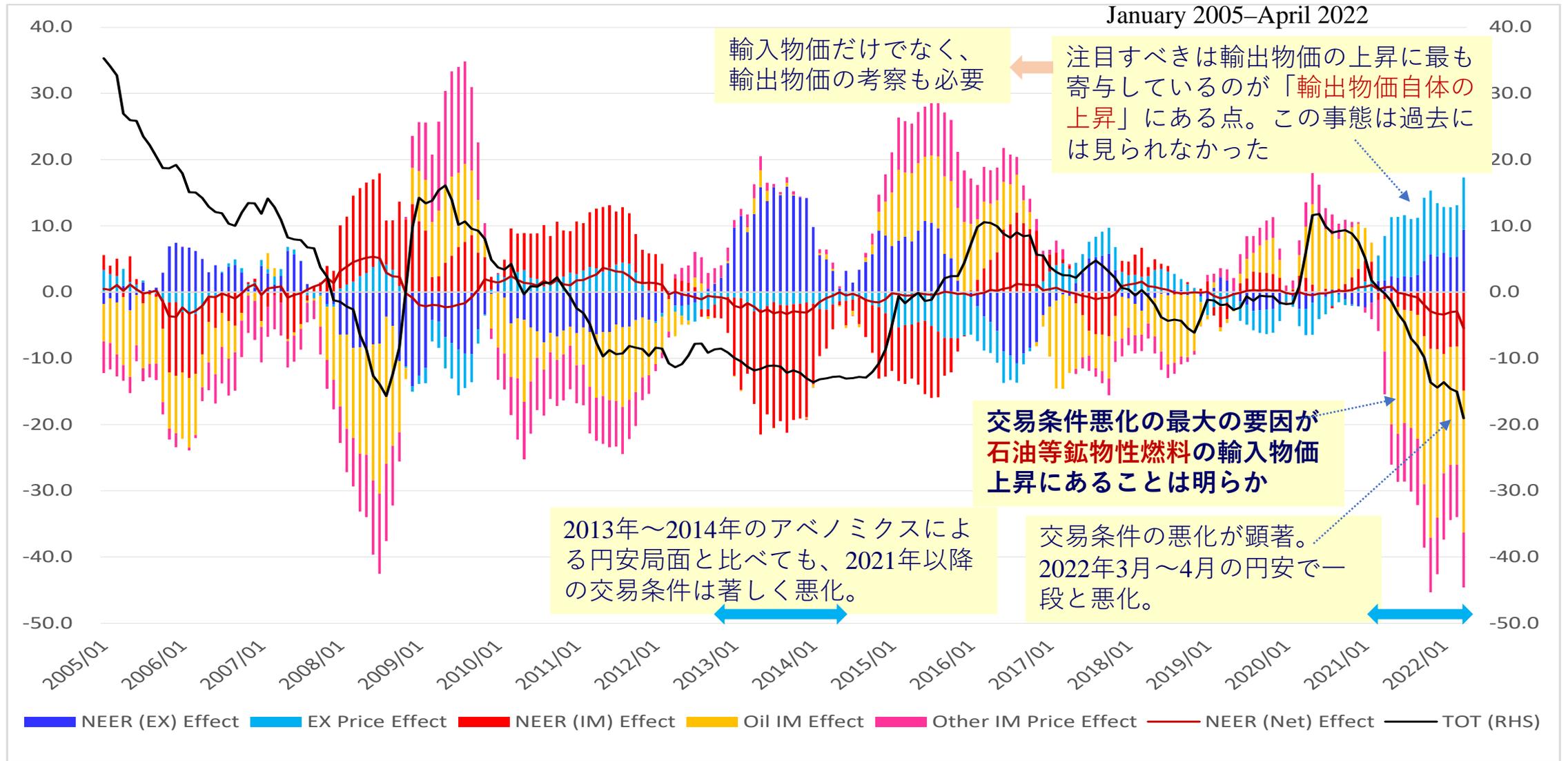
1. 現状認識
2. 円安とインボイス通貨選択
3. 産業別実質実効為替相場からみる現在の円安
4. 望ましい政策は何か？

# 1. 現状認識

# 円ドル相場と原油価格の2000年代の推移



# 日本の交易条件の分解 (2005年1月～2022年4月)



**Note:** 2005M01–2022M04. Terms of trade (TOT) is calculated by dividing the Japan’s export price index by the corresponding import price index, both of which are index number (2015 = 100). Then, TOT as of the benchmark year (2015) is standardized to zero. Only TOT is scaled by the right-hand side axis. Factor decomposition is made by calculating the percentage change of the export or import price to the corresponding month of the previous year. NEER (Net) effect is obtained by subtracting NEER (IM) effect from NEER (EX) effect.

**Source:** Sato and Shimizu (2022) Authors’ calculation from the corporate goods price index published by the Bank of Japan.

# (参考) 日本の交易条件の分解

## Decomposition of **terms of trade** (TOT):

$$\mathbf{TOT} = (\text{y/y \% changes in yen-base EXPI}) - (\text{y/y \% changes in yen-base IMPI})$$

$$= (\text{y/y \% changes in contract currency base EXPI}) \\ + (\text{y/y \% changes in exchange rate effect on EXPI})$$

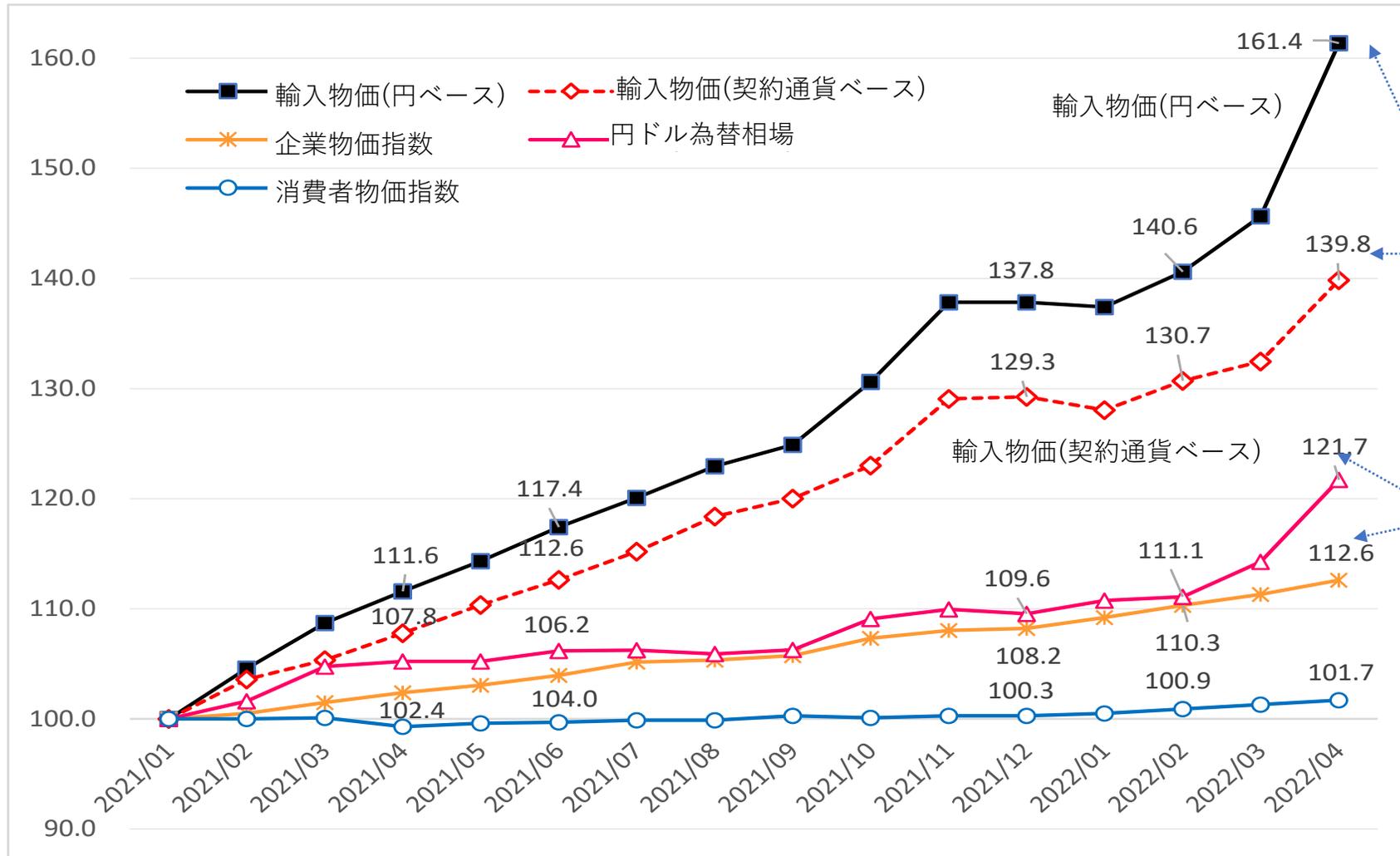
$$\begin{aligned} & - (\text{y/y \% changes in contract currency base IMPI other than petroleum, etc.}) \\ & - (\text{y/y \% changes in IMPI of petroleum and other mineral fuels}) \\ & - (\text{y/y \% changes in exchange rate effect on IMPI}) \end{aligned}$$

$$\mathbf{NEER Net Effect} = (\text{y/y \% changes in exchange rate effect on EXPI}) \\ - (\text{y/y \% changes in exchange rate effect on IMPI})$$

*Note:* 2005M01–2022M04. Terms of trade (TOT) is calculated by dividing the Japan's export price index by the corresponding import price index, both of which are index number (2015 = 100). Then, TOT as of the benchmark year (2015) is standardized to zero. Only TOT is scaled by the right-hand side axis. Factor decomposition is made by calculating the percentage change of the export or import price to the corresponding month of the previous year. NEER (Net) effect is obtained by subtracting NEER (IM) effect from NEER (EX) effect.

*Source:* Sato and Shimizu 2022(forthcoming) , Authors' calculation from the corporate goods price index published by the Bank of Japan.

# 日本の輸入物価・消費者物価・企業物価と 名目為替相場



【目的】 2021年からの円安局面で「輸入物価（円ベースと契約通貨ベース）」、「企業物価（CGPI）」、「消費者物価（CPI）」、そして「円の対ドル名目為替レート」がどのように変化（上昇）しているかを示す。

契約通貨ベースの輸入物価の上昇が大きい。円建て輸入物価上昇の3分の2が物価自体の上昇。為替減価の影響は全体の3分の1程度

CGPIは上昇しているが、2022年以降は名目為替レートの減価幅ほどには上昇していない

Note: 2021M01–2022M04. 2021M01=100.

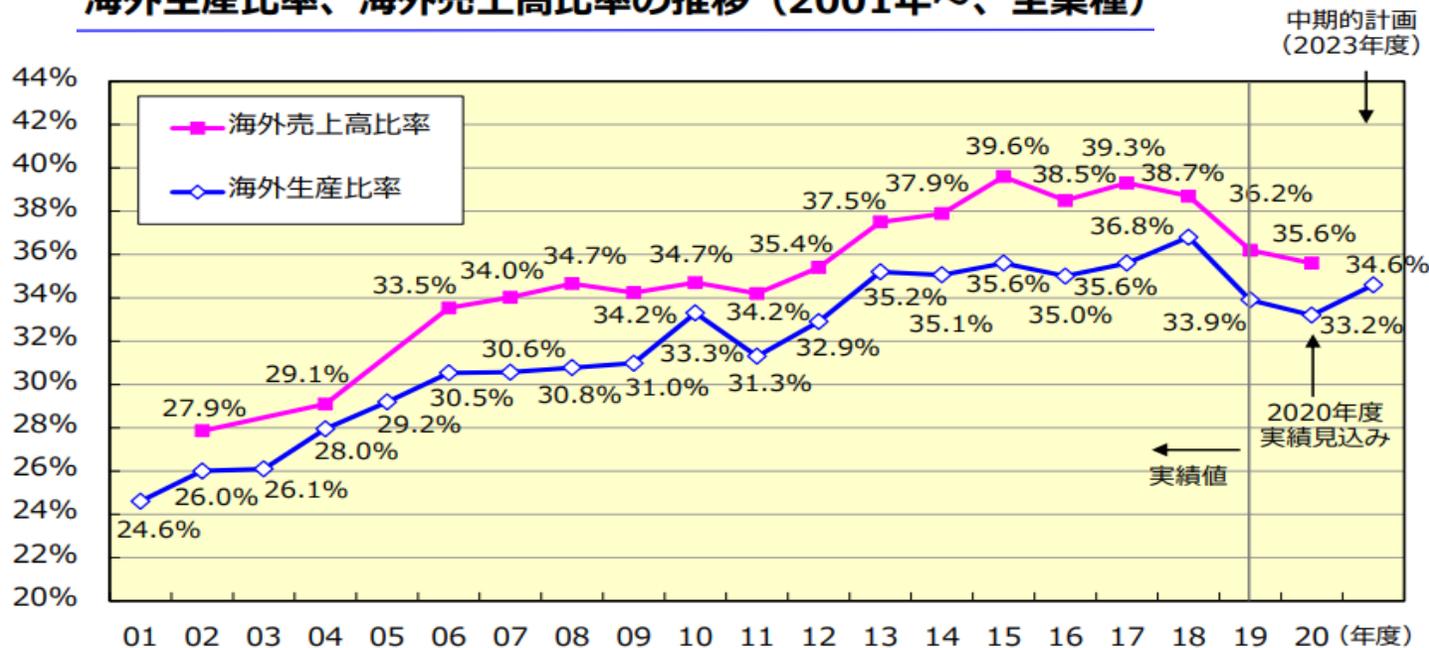
Source: Bank of Japan; IMF, *International Financial Statistics*.

## 2. 円安とインボイス通貨選択

# なぜ「良い円安」とならないのか？

- リーマンショック後の歴史的な円高水準を経験し、日本の輸出企業は円高に影響されない生産体制に腐心してきた
  - 円高に影響されない = 円安の恩恵を享受できない生産体制が構築された**

海外生産比率、海外売上高比率の推移（2001年～、全業種）



(注1) 各種指標の算出方法（いずれも連結ベース）

・海外生産比率 = 海外生産高 / (国内生産高 + 海外生産高)  
 ・海外売上高比率 = 海外売上高 / (国内売上高 + 海外売上高)

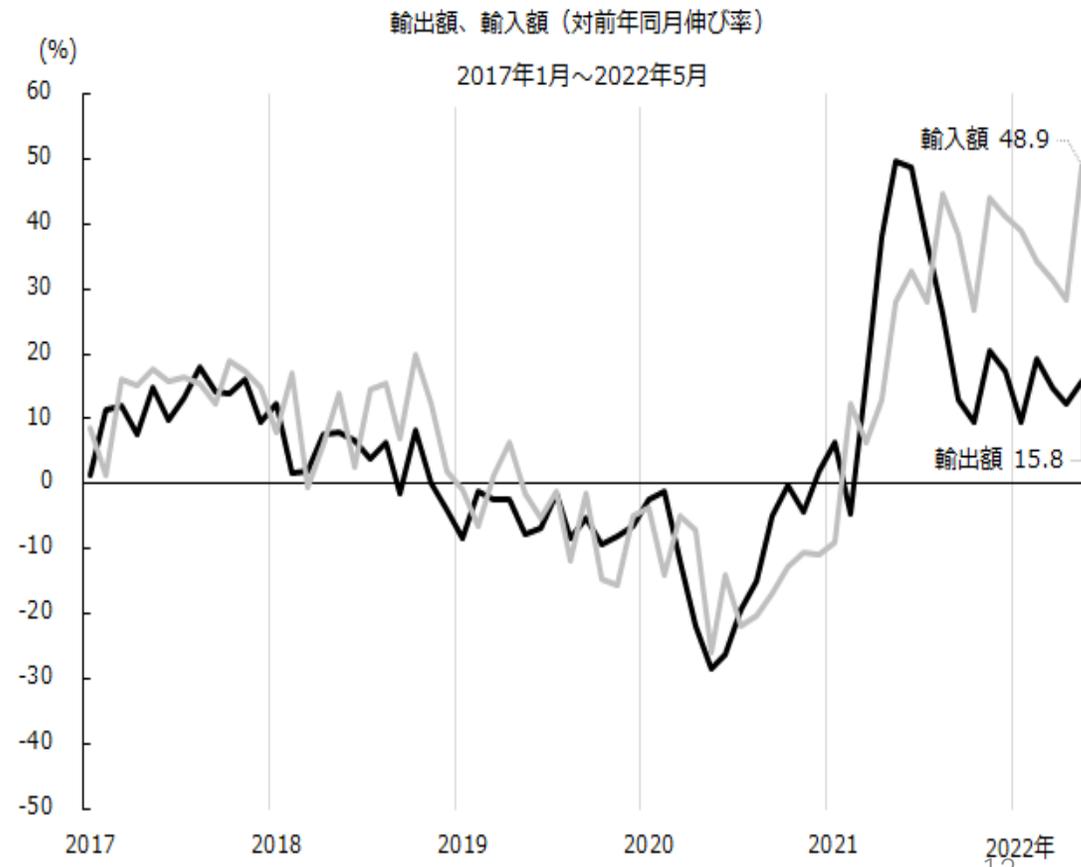
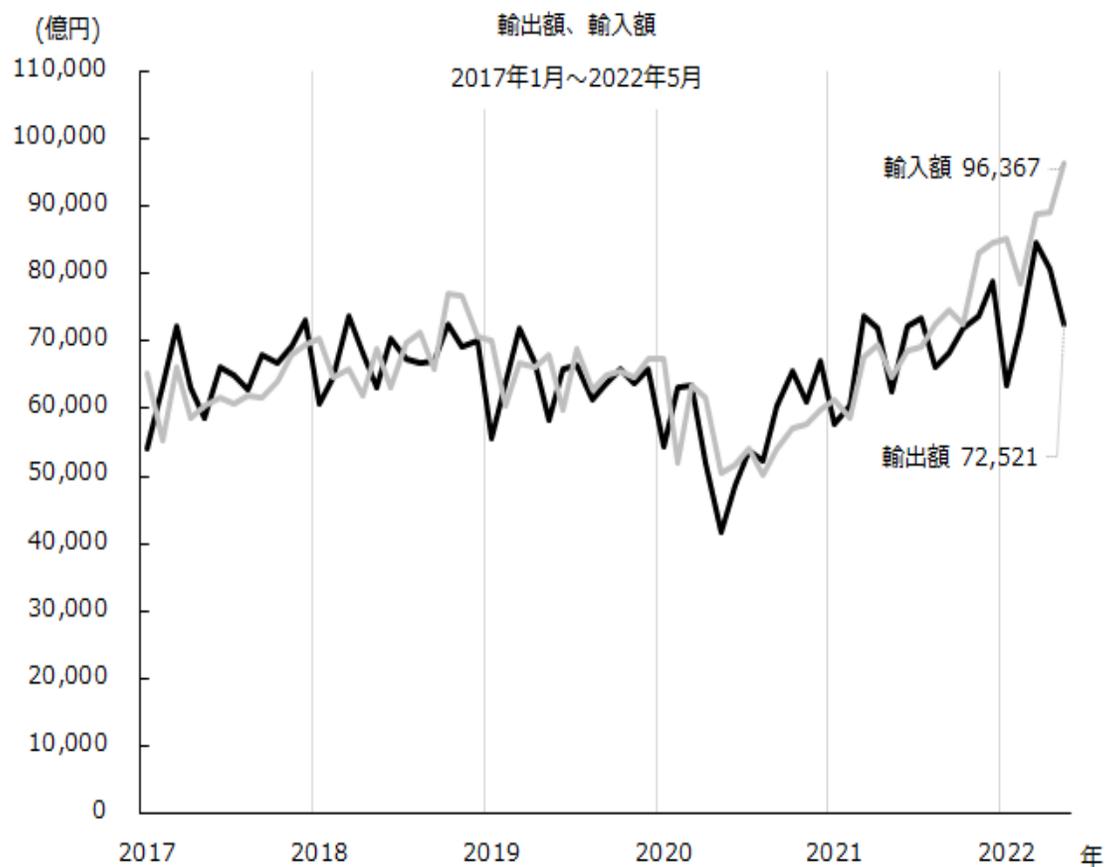
(注2) グラフ中の各比率は、回答企業の申告値を単純平均したもの。

(注3) 2003年及び2005年の海外売上高比率は調査を実施していない。

出典：JBIC わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告 — 2020年度 海外直接投資アンケート結果（第32回） — より抜粋

# 「悪い円安」となってしまいう要因は？

- 2021年後半からの資源価格高騰により、**輸入額が輸出額を凌いでいるため、円安のメリット（輸出）よりも円安のデメリット（輸入）が顕著となる**



# インボイス通貨選択と円安

## • ドル建てに偏った日本の貿易建値通貨選択

- 円建て輸出であれば、円安によって現地通貨建て輸出価格が低下し、輸出量が増えるという効果が期待できる
- しかし、**近年円建て輸出比率は低下傾向にあり、円安が貿易増をもたらさない遠因**となっている

## • 輸入面

- 短期的な効果：輸入価格（ドル建て）×為替レートに従い、**ドル建て輸入比率が高いので輸入額は円安に応じて増大する**

## • 輸出面

- 短期的な効果
  - 輸出価格（ドル建て）×為替レートで円換算額が増加⇒企業業績に好影響
  - **企業が円安による一時的な収益を内部留保に入れてしまえば、好業績が経済全体にもたらす波及効果は薄い**
- 中長期的な効果
  - 日本の輸出企業はさほど頻繁に価格改定を行わない（伊藤・その他のRIETIでのアンケート調査結果より）ため、**Jカーブ効果はあまり期待できない**

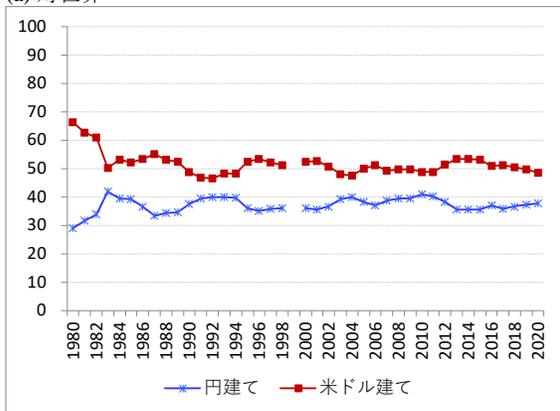
# 日本の輸出の円建て比率・米ドル建て比率 1980年～2020年 (%)

貿易建値通貨選択における特徴：

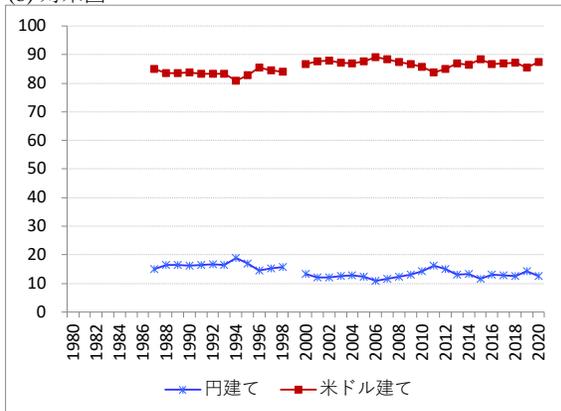
- 対米貿易のみならず、対アジアにおいても米ドル建てが高く、その状況にあまり変化がみられない
- 欧州向け貿易においては、輸出ではユーロ建て、輸入では円建てが多い

## <輸出>

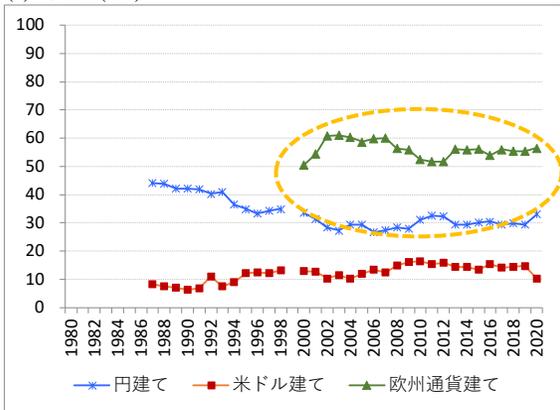
(a) 対世界



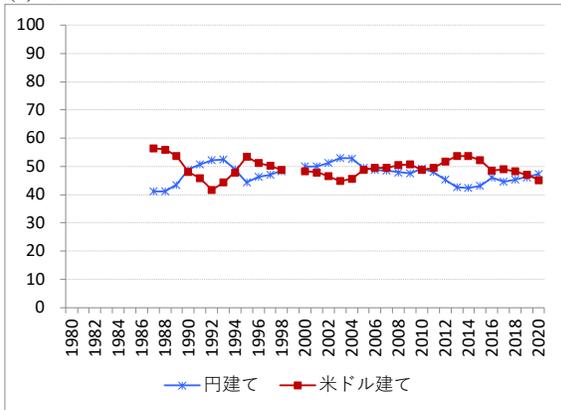
(b) 対米国



(c) 対EU (EC)

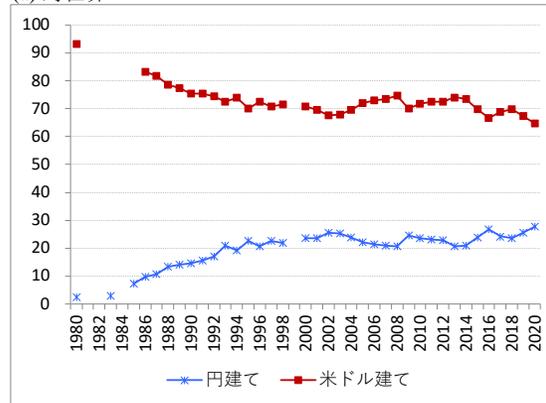


(d) 対アジア

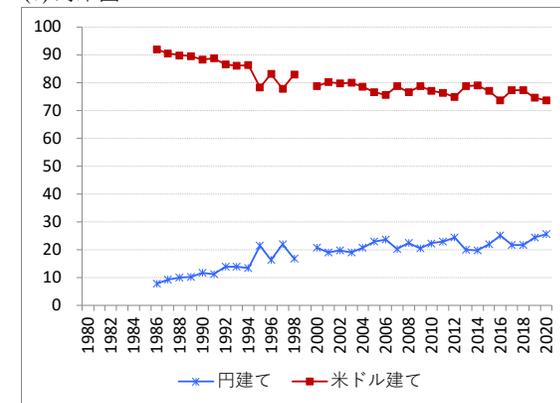


## <輸入>

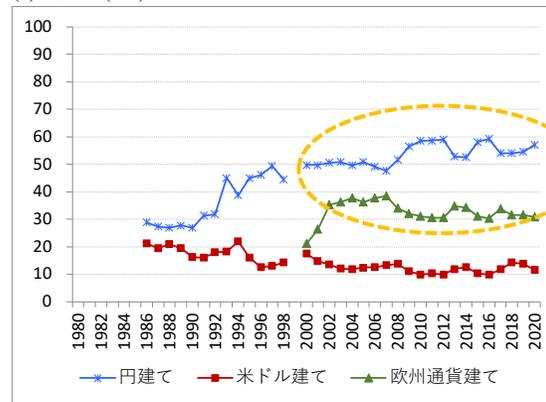
(a) 対世界



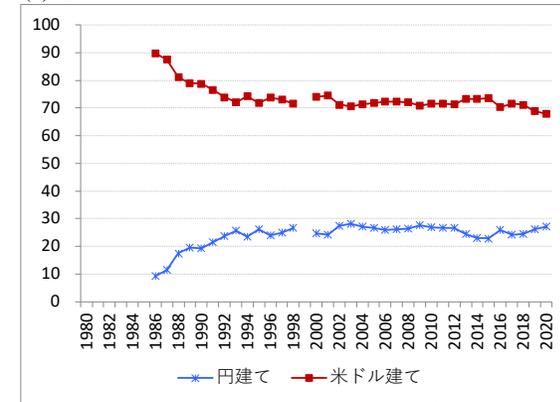
(b) 対米国



(c) 対EU (EC)



(d) 対アジア



# 米国・ドイツ・日本のインボイス通貨選択比較 (%)

	輸出					
	自国通貨建て比率			米ドル建て比率		
	1980	2000	2019	1980	2000	2019
米国	97.0	96.1†	95.7‡	97.0	96.1†	95.7‡
日本	28.9	36.1	37.2	66.3	52.4	49.7
ドイツ	82.3	72.0‡	75.9	7.2	17.1‡	17.7
英国	76.0	50.0*	37.7*	17.0	29.0	32.7
フランス	62.5	75.6	72.3	13.2	21.0	22.0
イタリア	36.0	75.2‡	82.3‡	30.0	18.1‡	14.1‡

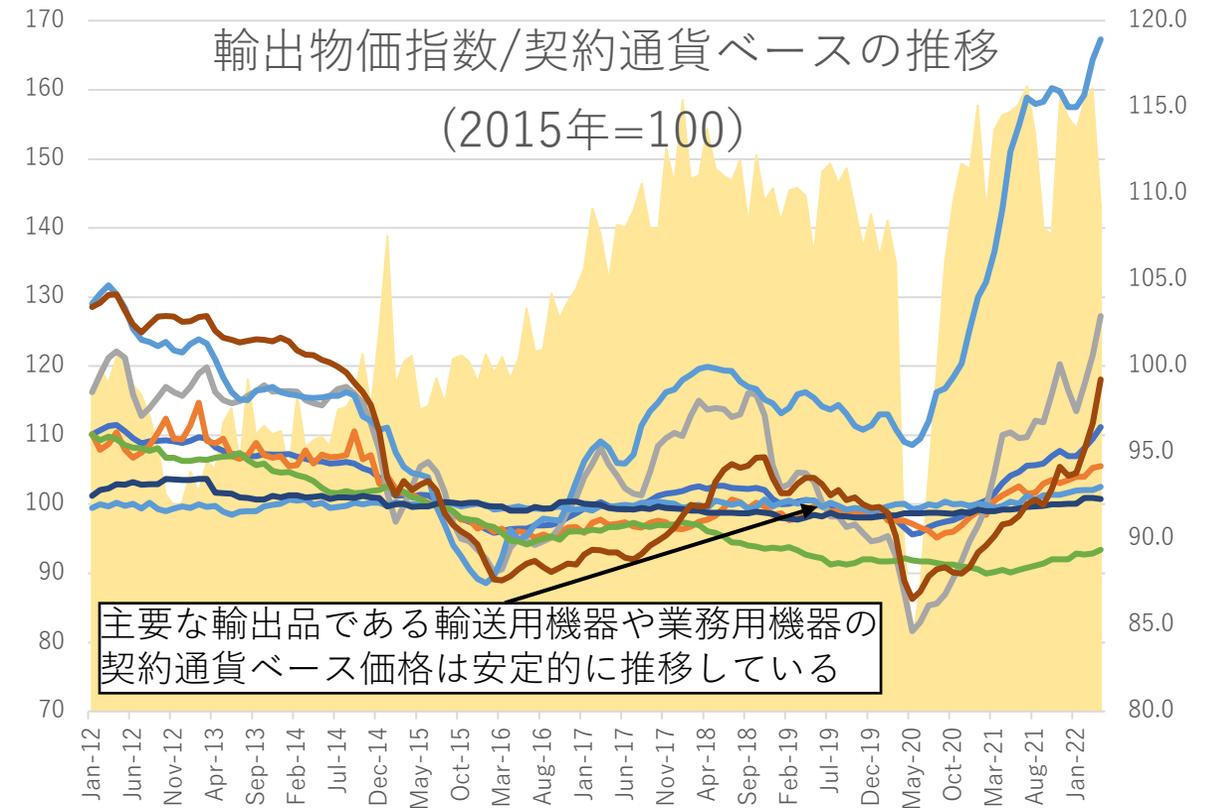
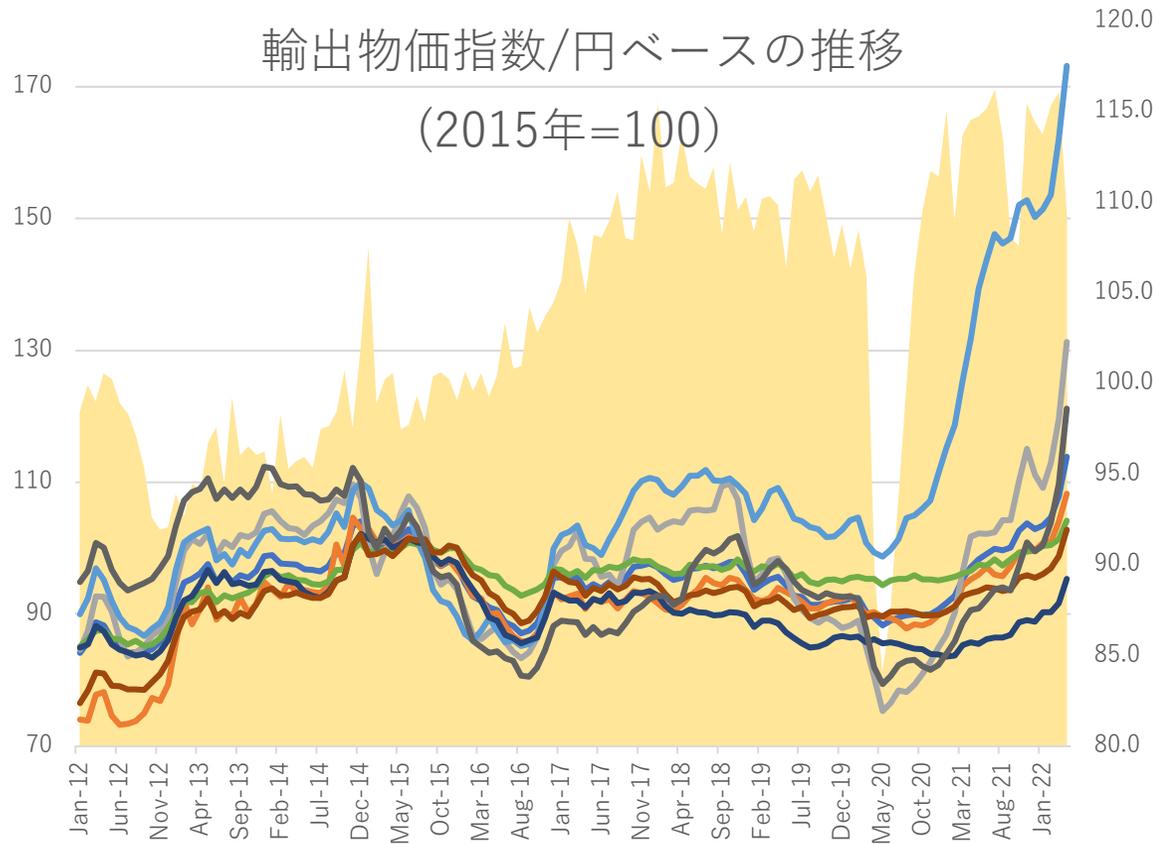
  

	輸入					
	自国通貨建て比率			米ドル建て比率		
	1980	2000	2019	1980	2000	2019
米国	85.0	93.2†	95.1‡	85.0	93.2†	95.1‡
日本	2.4	23.5	25.5	93.1	70.7	67.4
ドイツ	43.0	72.7‡	77.4	32.3	18.7‡	20.2
英国	38.0	47.0*	24.8*	29.0	34.0	43.6
フランス	34.1	74.9	74.2	33.1	21.0	23.4
イタリア	18.0	71.0‡	71.2‡	45.0	24.9‡	25.9‡

# 日本企業は円安で輸出価格を改定するのか？

- RIETIで過去3回実施してきた本社対象の「日本企業の貿易建値通貨と為替リスク管理に関するアンケート調査結果」によると
  - 日本企業は海外市場における熾烈な価格競争により、**現地の販売価格を安定化する行動（PTM行動）をとる**
  - 輸出価格の改定は為替変動よりもむしろ製品のモデルチェンジなどに合わせて実施している場合が多い
- 2017年11月に行った3回目調査結果からも、円安の進行が予想されるときへの対応は、「価格変更やインボイス通貨の変更は行わない」（71.9%）、次いで「大幅な円安の時のみ輸出価格の引き下げを行う」（17.8%）という結果を得た（最新調査は2022年3月に実施）
- 2022年前半に進行している円安が輸出価格の低下を通じて輸出量を増加させる効果は当面望めない

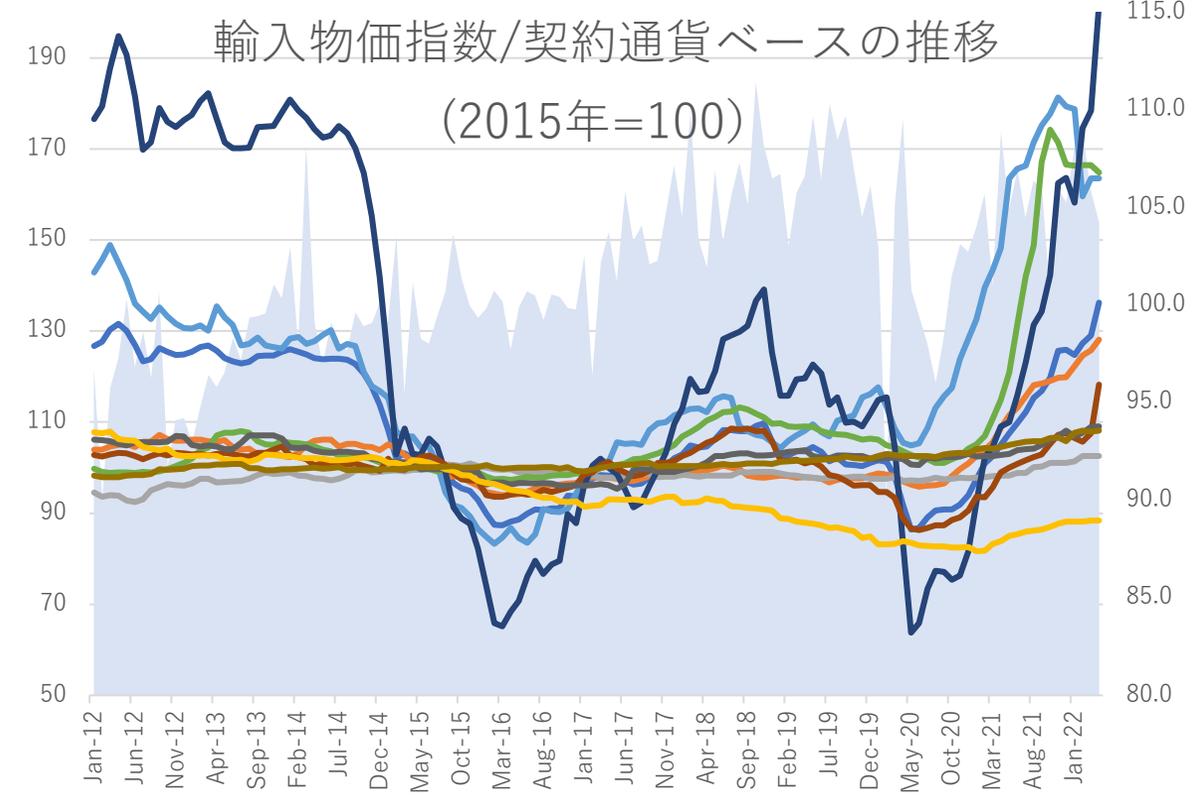
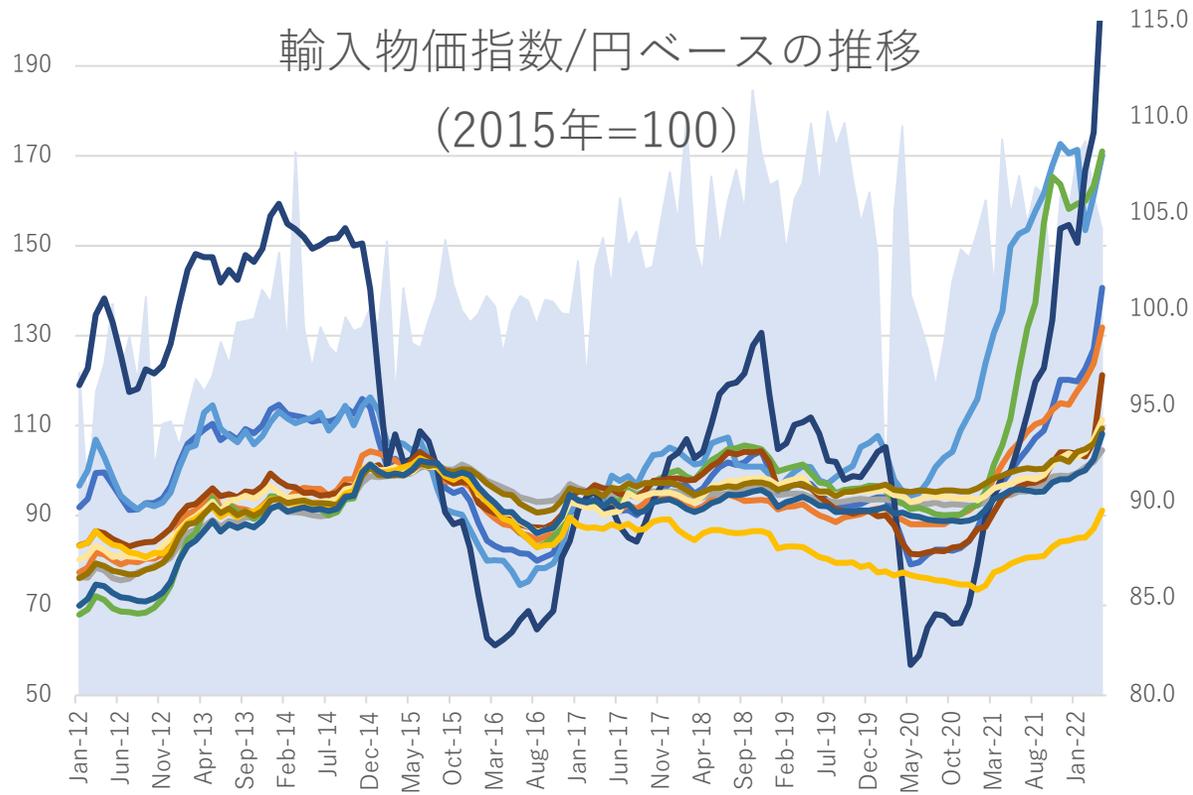
# 日本の業種別輸出物価指数の推移： 円建て・契約通貨建て（2012年1月～2022年4月）



- 実質輸出(季節調整済 2015年基準、右軸)
- 類別/\_繊維品
- 類別/\_金属・同製品
- 類別/\_電気・電子機器
- 類別/\_その他産品・製品
- [輸出物価指数/円ベース] 総平均
- 類別/\_化学製品
- 類別/\_はん用・生産用・業務用機器
- 類別/\_輸送用機器

- 実質輸出(季節調整済 2015年基準、右軸)
- 類別/\_繊維品
- 類別/\_金属・同製品
- 類別/\_電気・電子機器
- 類別/\_その他産品・製品
- [輸出物価指数/契約通貨ベース] 総平均
- 類別/\_化学製品
- 類別/\_はん用・生産用・業務用機器
- 類別/\_輸送用機器

# 日本の業種別輸入物価指数の推移： 円建て・契約通貨建て（2012年1月～2022年4月）



- 実質輸入(季節調整済 2015年基準、右軸)
- 類別/\_飲食料品・食料用農水産物
- 類別/\_金属・同製品
- 類別/\_石油・石炭・天然ガス
- 類別/\_はん用・生産用・業務用機器
- 類別/\_輸送用機器
- [輸入物価指数/円ベース] 総平均
- 類別/\_繊維品
- 類別/\_木材・木製品・林産物
- 類別/\_化学製品
- 類別/\_電気・電子機器
- 類別/\_その他産品・製品

- 実質輸入(季節調整済 2015年基準、右軸)
- 類別/\_飲食料品・食料用農水産物
- 類別/\_金属・同製品
- 類別/\_石油・石炭・天然ガス
- 類別/\_はん用・生産用・業務用機器
- 類別/\_輸送用機器
- [輸入物価指数/契約通貨ベース] 総平均
- 類別/\_繊維品
- 類別/\_木材・木製品・林産物
- 類別/\_化学製品
- 類別/\_電気・電子機器

# 最新のRIETIアンケート調査結果によると

Sketch: Japanese Head Office's Trade with China

最新のRIETI日本企業の為替リスク管理と貿易建値通貨選択に関するアンケート調査結果からも、中国向け輸出入で人民元建て取引が増えていることが確認されている。



アジア向け貿易においても円安が輸出を増やすという効果はさほど望めない。



Production subsidiary's exports to other countries



Exports to:	Responses	JPY	USD	EUR	RMB	Others
Production subsidiaries	40	40.0	30.0	0.0	30.0	0.0
Sales subsidiaries	38	36.8	26.3	0.0	36.8	0.0
Local distributors	14	50.0	42.9	0.0	7.1	0.0
Sogo Shosha	18	55.6	33.3	0.0	11.1	0.0
Others	12	33.3	66.7	0.0	0.0	0.0

Invoice Currency Choice:					
Responses	JPY	USD	EUR	RMB	Others
42	4.8	66.7	0.0	28.6	0.0

Which goods are exported?		
Responses	Final goods	Intermediate goods
44	81.8	18.2

Do you conduct re-invoicing?		
Responses	Yes	No
41	43.9	56.1



Main invoice currency:	Responses	JPY	USD	EUR	RMB	Others
	54	37.0	38.9	0.0	24.1	0.0

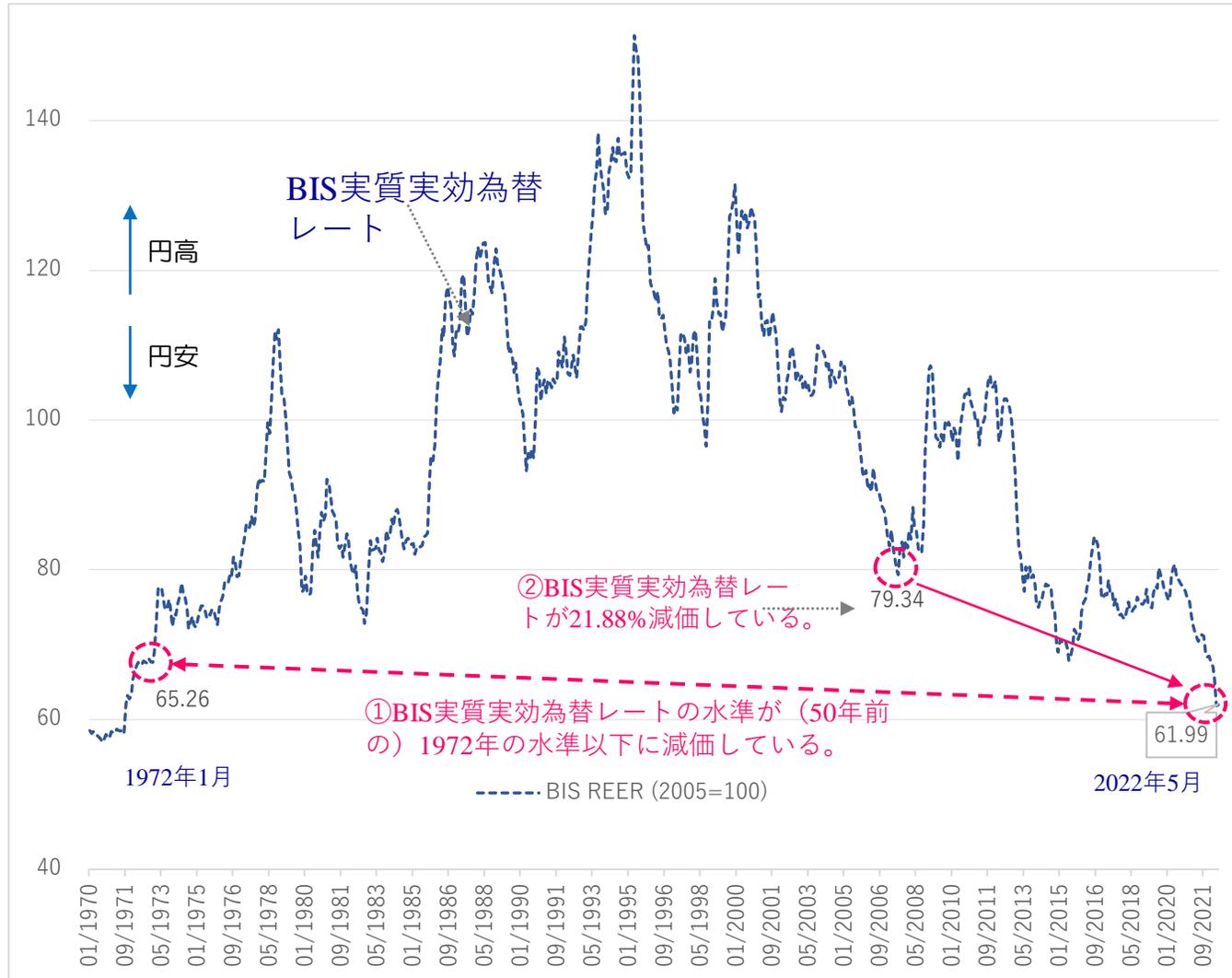
Import channel:	Responses	Prod. Sub.	Sales Sub.	Local Distribut.	Sogo Shosha	Others
Main partners	54	61.1	14.8	7.4	7.4	9.3

Type of goods:	Responses	Final goods	Intermediate goods	Raw materials
Largest imports	53	43.4	34.0	22.6

# 3. 産業別実質実効為替相場 からみる現在の円安

# 実質実効ベースで本当に円安なのか？

円の実質実効為替レート： BIS実効レート (2001年=100)



- 2021年秋頃から「悪い円安」論が、日経新聞等で盛んに論じられるようになった
- 同じころに、円の「実力」が低下した、と繰り返し指摘されるようになった



(Q) 本当に円の「実力」は低下してしまったのか？輸出競争力を反映する実質実効ベースではどうなっているのか？

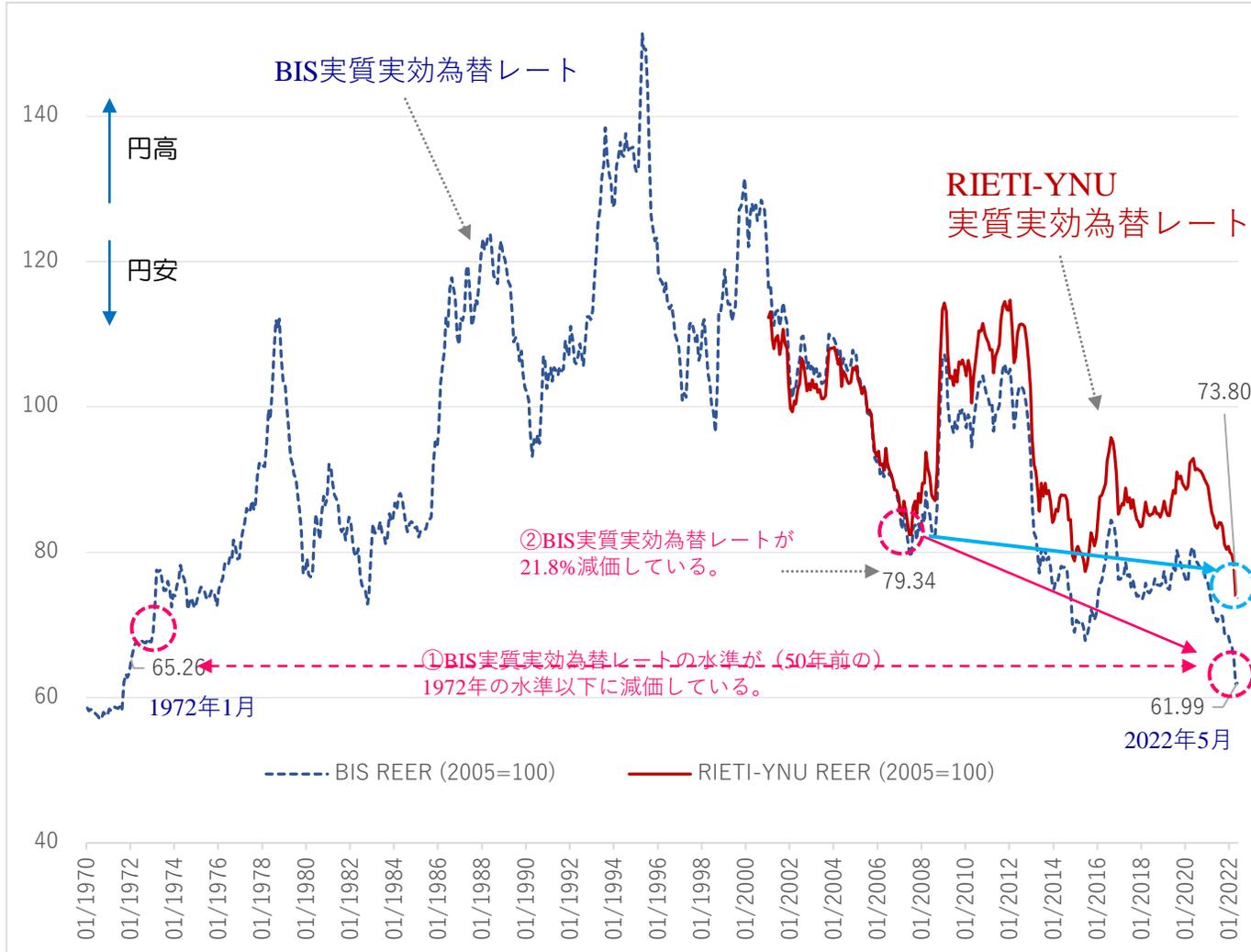


<円の実力低下の根拠>

- ①BISの実質実効為替レートが50年前と同じ水準にまで減価してしまった
- ②2007年7月（79.34）と比較すると、BISの実質実効為替レートは2割減価してしまった

# 実質実効ベースで本当に円安なのか？

円の実質実効為替レート： BIS実効レートとRIETI-YNU実効レート (2001年=100)



BISのREERが正しければ、2007年と比較して日本の輸出価格競争力は大幅に改善しているはず

✓ RIETI-YNUが示すように、2007年から2022年にかけて、円はさほど減価していない = 輸出価格競争力はさほど改善していない！

(Q) どちらの実質実効為替レートをを用いるのが適切なのか？

✓ 名目の円安やCPIで実質化したREERを見て輸出価格競争力を判断してはいけない

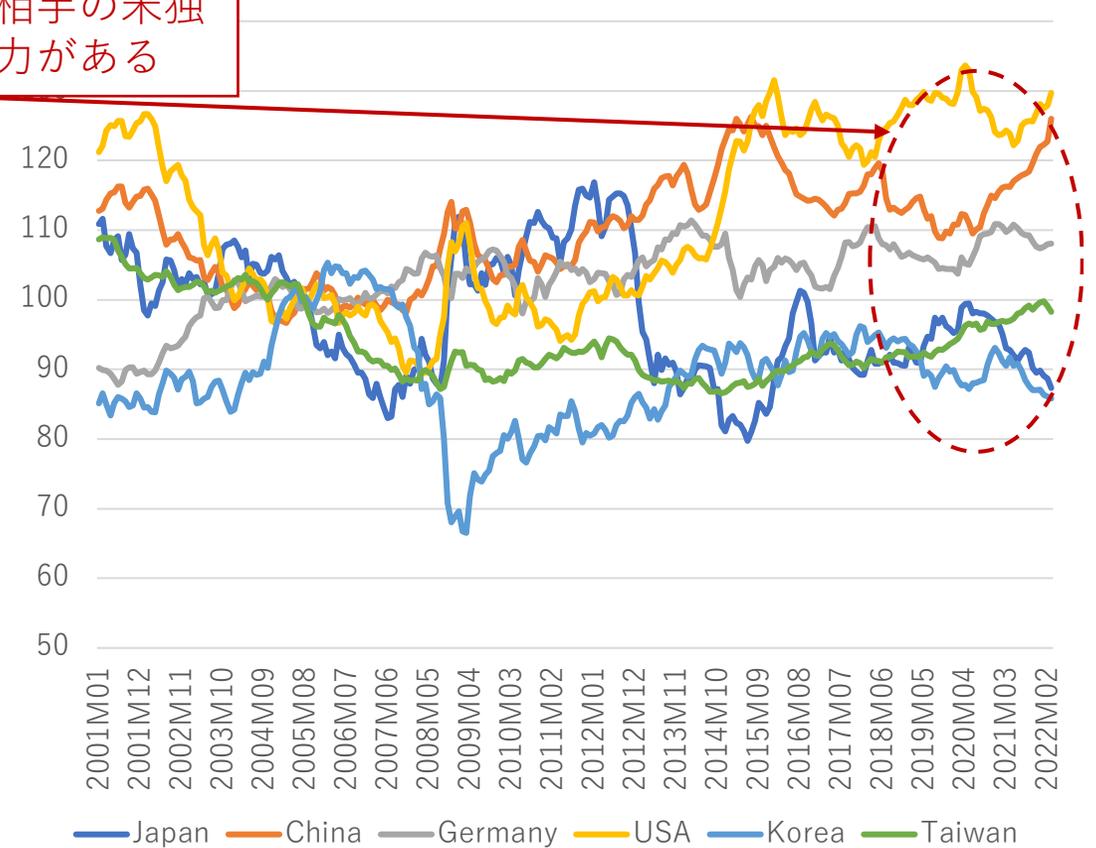
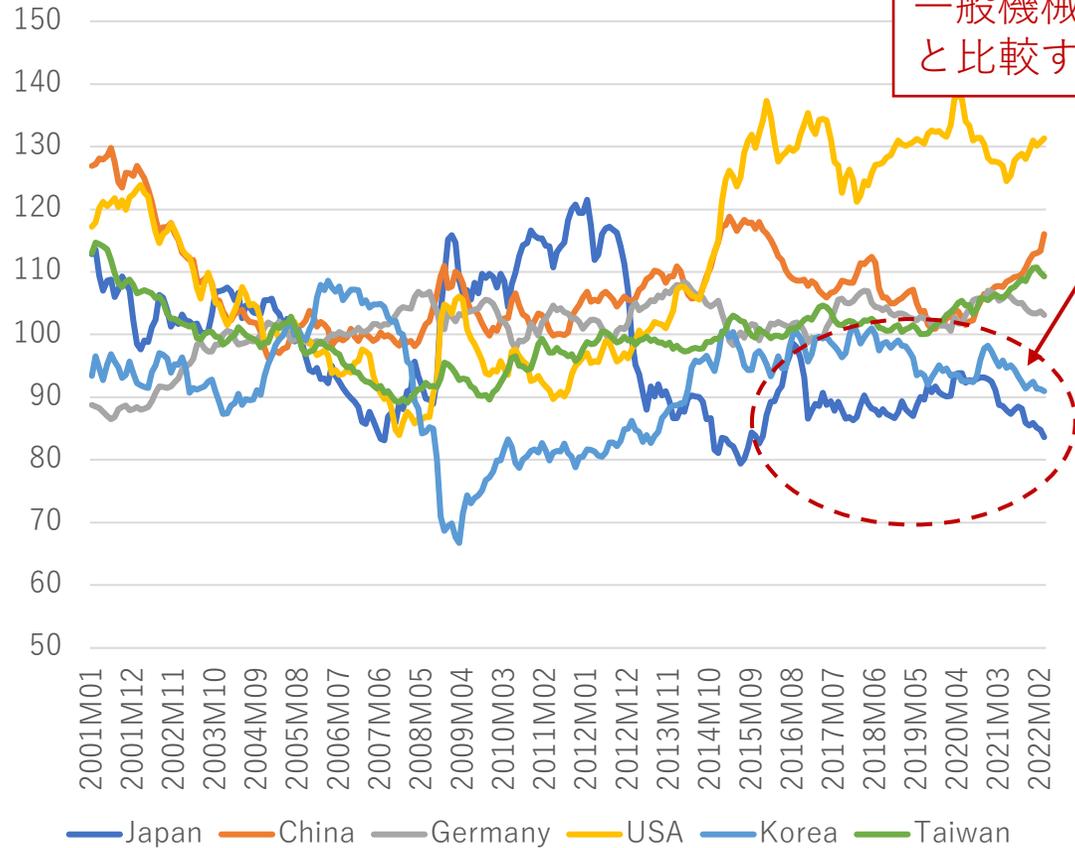
注： RIETI-YNUのREERはCPIではなくCGPIを用いて実質化している  
 出所) Bank for International Settlements (BIS); 経済産業研究所 (RIETI)、 Sato and Shimizu (2022, forthcoming).

# 産業別実質実効為替相場の各国比較

産業別REERの推移 < 輸送用機器 >  
2005年=100

輸送用機器では日本が最も競争力がある所に位置している  
一般機械でも競争相手の米独と比較すると競争力がある

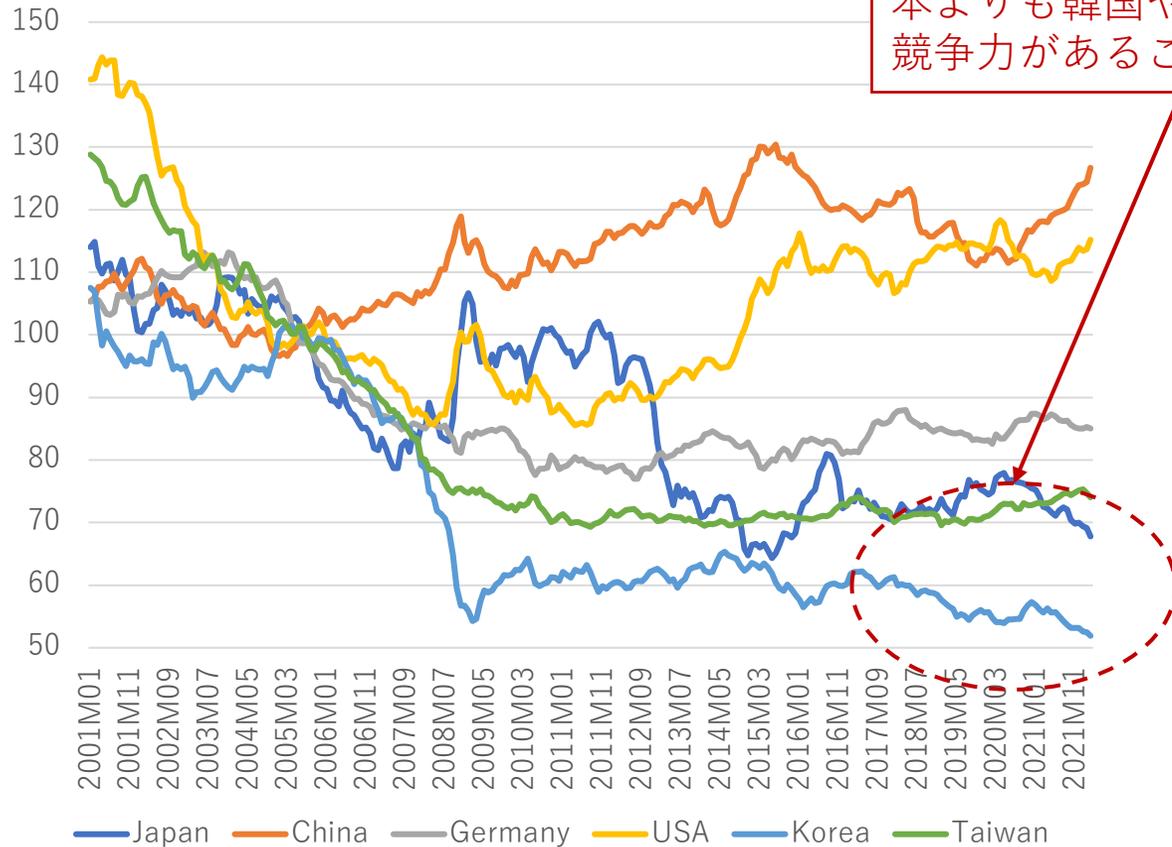
産業別REERの推移 < 一般機械 >  
2005年=100



# 産業別実質実効為替相場の各国比較

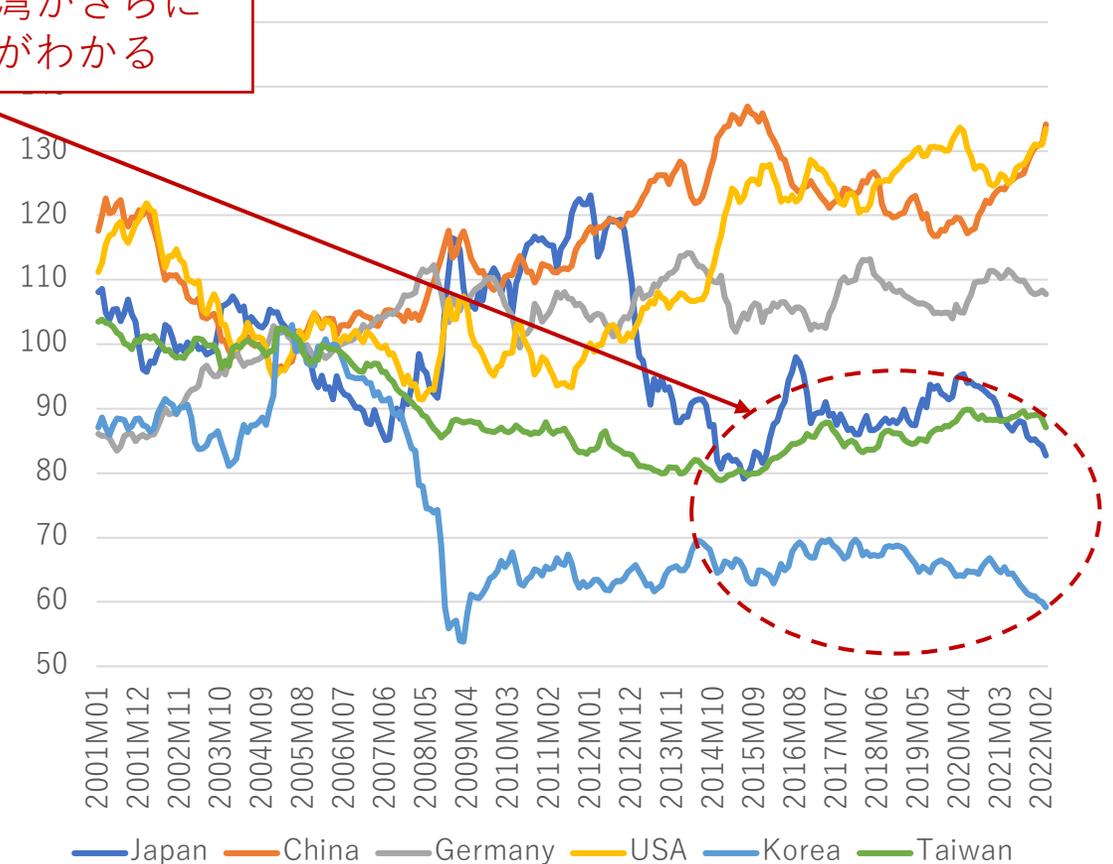
産業別REERの推移 <電気機器>

2005年=100



産業別REERの推移 <光学機器>

2005年=100



# 日本企業の価格戦略と国際競争力

- 日本企業の価格戦略：
  - 現地での販売価格を安定させる傾向（PTM戦略）があり、為替レートの変動に応じて価格を変化させるわけではない
  - 日銀の輸出物価指数が示す通り、契約通貨ベースの輸出価格は安定しており、**円安から輸出数量増には結び付きにくい**
- 産業別実質実効為替レート：
  - 日本企業の輸出価格競争力はさほど落ちているわけではない
  - 業種別で比較してみると、むしろ競争相手は韓国や台湾などのアジア新興国
- 政策対応：
  - 日本企業は各々の生産体制に合わせたコスト削減と新製品開発の努力を継続する
  - 業種別に為替の変動による影響を勘案した政策対応が必要ではないか

4. 望ましい政策は何か？

# 円建て取引促進の重要性

- 今回のロシアの対応でも分かったように、**自国通貨建て貿易は将来の経済安全保障の観点からも極めて重要**であり、政府主導で推進する価値はある
  - 輸入面では欧米の優良顧客となり、**日本の円建て輸入をさらに拡大させる**とともに、輸出面では世界市場で高いシェアを維持できる日本でしか作れない**付加価値の高い製品に特化し、円建て輸出を増やす**
- 円・ドルだけではなく、**円・人民元の直接取引を含む、多通貨（の金融商品）が取引される金融・資本市場を東京に確立する**ことが、アジアにおける経済安全保障の観点からも重要となる
  - 2022年4月末に公表された三菱UFJ銀行のアジアにおける送金手数料の削減など、円を絡む取引コスト削減の取り組みなど
- 何より、**円建て促進は将来の円高対策**にもなる
- アジア各国における取引で円のシェアを増やし、外貨準備としても保有してもらうようにするためには近い将来に金融引き締めが必要
  - 短期的な避難通貨としての”安全資産“から、**長期的に保有される”安全資産“へ**

# 金融政策と円安

- 日銀の金融緩和政策が結果的には円安をもたらしてしまった
  - だからといって、円安を理由に金融政策を変更するのは間違い
  - 円安が日本経済に与える影響を正確に把握した上で、適切な金融政策をとることが重要
- 金融政策の変化に伴う金利上昇は、コロナ禍で肥大した財政赤字の利払いの拡大懸念をもたらすのか？
  - そもそもの金利水準が低いこと、金利上昇を急激ではなく徐々に進めていけば、利払い費の拡大は短期的にはそれが財政悪化をもたらすまでには至らないのではないか（重要なのは出口戦略の実施プロセス）
  - 国債金利が上昇すれば、それに伴って内外で国債の買い需要も高まる
  - むしろ利上げにより、預金生活者である高齢者層の消費が喚起されるという利上げに伴うプラス面も期待される

# 円安を最大限生かす政策に期待

- **円安は日本の製造業を構造的に再構築する良い機会だと考えて、円安のプラス面を生かす中長期的な政策を実施**
  - 円安を背景に賃金を含む生産コストの低下と優秀な労働力（含む高齢者）を売りとして、日本に高品質の財を生産する工業団地をつくり、海外企業を誘致する
  - Made in Japanブランドを生かした競争力の高い製品を作り、円建て輸出を促進する
- 円安のプラスの効果을短期的にもたらすのはインバウンド
  - 海外旅行者の訪日が緩和されれば、**大幅な円安により高まったインバウンド需要が日本のサービス業を潤す**
  - 2022年後半はインバウンド需要に期待、**将来的には貿易収支の赤字をサービス収支の黒字で補う經常収支構造へ**転換
  - 中長期的な視野に立ったフォワード・ルッキングな政策を推進し、プラスの需要効果を前倒しにすることで円安に歯止めをかけることが重要