

テーマ：内需低迷を深刻化させるデフレ下の円高 2009年10月28日(水)

～内需再生には実力以上の円高の修正が望ましい～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

副主任エコノミスト 近江澤 猛 (03-5221-4526)

(要旨)

- 為替レートの変動が各国経済に及ぼす影響の大きさは、海外からの受け取りと海外への支払いの大きさによって異なる。自国通貨高による各国 GDP 押し下げ効果を国際比較すると、国によって影響は大きく異なり、我が国は他国と比べて GDP の押し下げが大きいことがわかる。
- 要因としては、貿易構造の違いが挙げられる。事実、輸出入依存度が高い国は自国通貨高の GDP 押し下げ効果が大きいという関係が見られる。その中で我が国は、輸出入依存度が低いわりに自国通貨高の GDP 押し下げ効果が大きい。これには輸出に占める自国通貨建て取引の割合も影響している。ECB の調査結果を用いて確認すると、我が国は欧州諸国に比べて自国通貨建て輸出の割合が低く、貿易依存度が低いわりに自国通貨高の悪影響が大きいといえる。
- 更に、我が国は依然として内外価格差が存在する一方で、経済の IT 化やグローバル化の進展等により世界で一物一価が成り立ちやすくなっているため、円高による相対的な海外物価の下落が国内経済のデフレ体質を更に深刻化させやすいといった構造も影響してきたと考えられる。事実、各国の内外価格差と経済成長率には概ね負の相関関係が見られ、購買力平価に比べて自国通貨高となれば経済成長に悪影響が及ぶことが示唆される。
- 我が国は、輸出産業が競合するアジア諸国通貨のドルリンクと、対ドルで円安になりにくい米国の通貨政策といった固有の事情により過度な円高を余儀なくされている。そして、拡大した内外価格差は非貿易財価格の低下を通じて修正に向い、その過程で非貿易財産業の賃金抑制を通じて内需低迷の一因となっているといえる。このように、実力を上回る円高は内外価格差を拡大させて内需低迷を深刻化させる面が強いいため、内需再生には実力見合いの為替水準という視点が重要。

\* 本稿は、「週刊ダイヤモンド10月19日号」に寄稿したレポートを基に作成したものです。

## ●はじめに

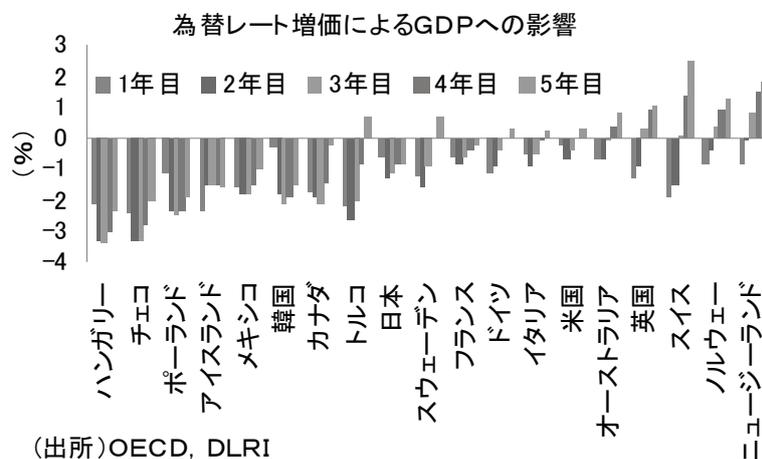
我が国で為替レートが円高で推移することは、輸出の減少と輸入の増加を通じて景気の押し下げ要因となる。円高が及ぼす影響の経路をみると、まず、海外通貨建てで行われる輸出について、自国通貨建ての輸出金額の減少を通じて企業の売上高減少をもたらす。そして、これが企業の設備投資や雇用・賃金の抑制を通じて景気に悪影響を及ぼす。また、円高は海外との競合品やサービスと比較して自国の製品やサービスの価格を上昇させるため、我が国が生み出す財・サービスの競争力を下げ、輸出の減少と輸入の増加をもたらす。しかし一方で、円高は輸入品の価格低下を通じて日本経済全体の購買力を高めるという恩恵があることも事実である。

## ●GDP への影響の国際比較

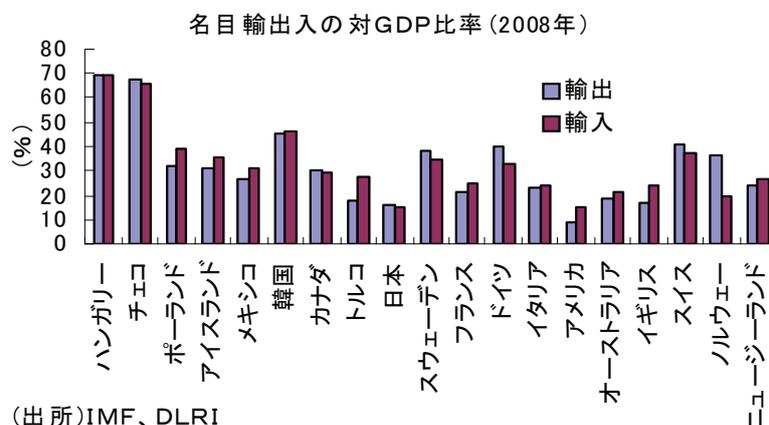
前述の通り、円高にはメリットとデメリットの両面がある。しかし、我が国は経常黒字国であり、海外への支払いより海外からの受け取りの方が大きい。従って、トータルで考えれば、円高は我が国の景気に対して悪影響の方が大きい。つまり、為替レートの変動が各国の経済に及ぼす影響の大きさは、海外からの受け取りと海外への支払いの大きさによって異なる。

そこで、国際比較が可能な OECD の InterLink モデルの乗数を用いて、自国通貨高が各国経済に及ぼす影響の国際比較を行った。自国通貨が 10% 増価した場合の 5 年間の平均実質 GDP 押し下げ効果を比べると、まずハンガリー、チェコ等の中欧諸国やメキシコ、韓国といった米国輸出依存度の大きい国で GDP 押し下げ効果が大きいことがわかる。また、日本も比較的大きな影響を受けるが、一方で米国のほかフランス・イタリアといった欧州大国、オーストラリアやニュージーランドといったオセアニアでは、通貨高の悪影響は限定的もしくはプラスとの結果となる。

以上より、自国通貨高が経済成長に及ぼす影響は国によって大きく異なり、我が国の悪影響は他国と比べて小さいとはいえない。

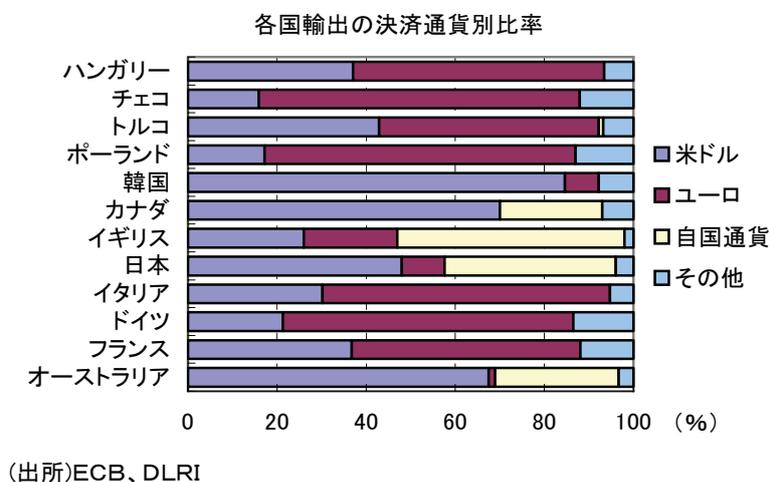


こうした影響の違いをもたらす要因としては、まず貿易構造の違いがある。事実、輸出入の依存度を自国通貨高の GDP 押し下げ効果が大きい順に並べると、概ね GDP 押し下げ効果が大きい国は輸出入依存度も高いことが分かる。ただ、我が国では、輸出入の依存度が低い割には影響度合いが大きい。



これには、各国の輸出に占める自国通貨建て取引の割合の違いも影響しているようだ。自国通貨建ての取引比率が高ければ、自国通貨高の影響も受けにくくなる。実際、ECB が公表した調査結果を用いて確認すると、自国通貨高の悪影響が比較的大きい韓国の輸出は8割以上が米ドル建てとなっており、日本の輸出も米ドル建が約5割を占める一方で、円での契約は4割弱にとどまっている。これに対し、欧州諸国の輸出では、ドイツで6割強、フランスで5割強がユーロ建てとなる等、総じて自国通貨建ての契約比率が高い。このように、我が国では欧州諸国に比べて自国通貨建ての比率が低いことが、貿易依存度が低い割に通貨高による悪影響を大きくしているといえる。

なお、欧州各国通貨の対ドルレートは連動性が高く、欧州通貨同士の相対価格の変動が小さいことが知られている。従って、欧州各国の輸出入に占める域内取引の割合が高い点を踏まえると、欧州諸国の輸出競争力はアジア諸国に比べ、対ドルレートの変化によって左右されにくい。こうした対ドルレートの変化が貿易に及ぼす影響が限定的であることも、欧州各国における自国通貨高の悪影響を小さくしているといえる。



### ●実力見合いで高すぎる円

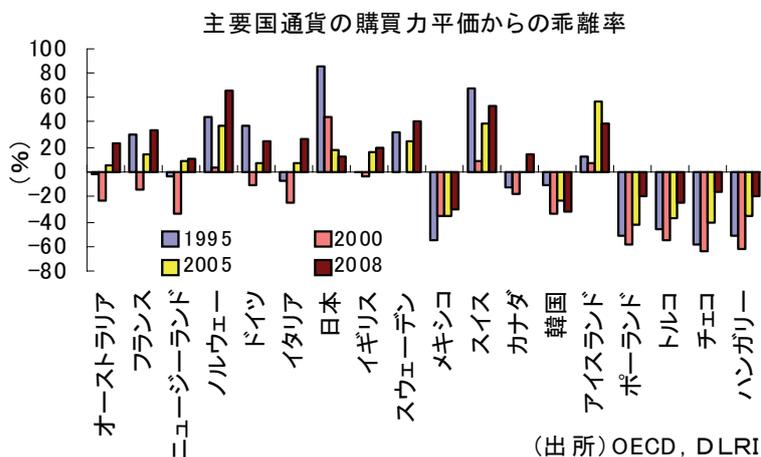
更に、わが国特有の要因として内外価格差の存在がある。長期的に一物一価が国際的に成り立てば、為替相場は各国間の同じ商品が同じ価格に裁定される水準、つまり購買力平価に近づくが、貿易による裁定が働かない財・サービス、つまり非貿易財には内外価格差が生じやすいため、購買力平価は貿易財の換算比率である為替レートと異なってきた。しかし、近年では経済の IT 化やグローバル化の進展等により世界で一物一価が成り立ちやすくなっているため、円高による相対的な海外物価の下落が国内経済のデフレ体質を更に深刻化させやすいといった構造も影響してきたと考えられる。

以上を踏まえ、OECD が公表する購買力平価を用いて、95 年、2000 年、2005 年、2008 年の各時点での国別内外価格差を見ると以下のことが分かる。

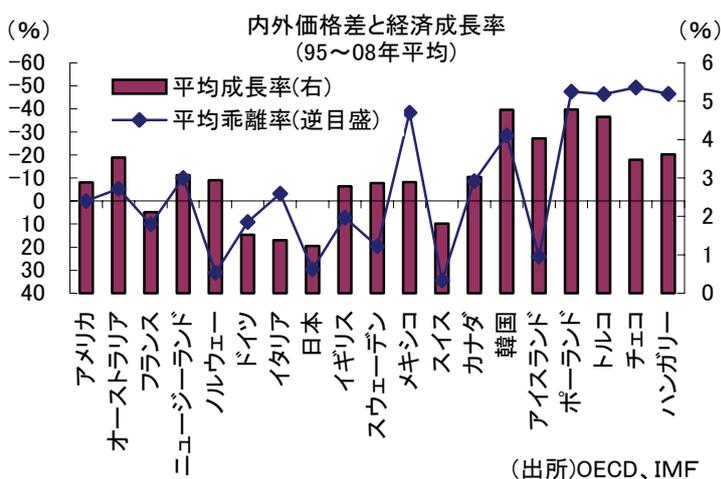
まず、国によるばらつきは大きく、2008 年においては主要国のうちで最も上方に乖離するノルウェークローネが+66%であるのに対し、最も下方に乖離する韓国ウォンは▲31%である。なお、クローネの強さとウォンの弱さは 95 年から基本的に変化していない。また、国別の時系列を見ると、ノルウェークローネ、アイスランドクローナ、スイスフランで購買力平価からの乖離が目立っている。

一方、日本では乖離率が縮小するも 2008 年時点でもまだ上方に乖離している。特に、国内物価が

諸外国と比べて相対的に低下を続けてきたことから購買力平価が増価基調で推移する一方で、90年代後半以降のドル円レートが円安傾向で推移してきたことから2008年時点の内外価格差は13%の上方乖離に縮小している。これは、90年代後半以降の経済のIT化やグローバル化により、非貿易財も含めて一物一価が国際的に成り立ちやすくなったことで、わが国の為替や物価が各国の同じ商品やサービスと近い価格に裁定される傾向にあることを示している。ただ、リーマンショック以降の円高傾向を踏まえれば、依然としてわが国では内外価格差が存在しているとみられる。



そして、各国の内外価格差と同時期の経済成長率との比較をみると、各国の内外価格差は概ねその国の経済成長率と負の相関関係があり、特に内外価格差の大きい日本やスイスでは経済成長率が低水準となっている。これは、購買力平価と比べて著しく自国通貨高となれば、経済成長率に悪影響が及ぶという関係を改めて示唆するものといえる。



本来、内外価格差は為替レートで調整される。しかし、わが国の内外価格差が経済成長を抑制した背景には、輸出産業が競合するアジア諸国通貨のドルリンクと円が対ドルで円安になりにくい米国の通貨政策といったわが国特有の事情により過度な円高を余儀なくされ、デフレに拍車がかかったことが指摘できる。中でも、貿易財の価格は国際価格で決まりやすいため、内外価格差の縮小のためにわ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

が国は非貿易財価格の下落を余儀なくされた。事実、日本の内外価格差の修正とほぼ同じタイミングで我が国の非貿易財価格は下落に転じており、購買力平価に近づく過程でデフレ圧力が生じている。また、非貿易財産業の賃金も 90 年代後半に下落傾向に転じており、為替水準の実力以上の円高は 90 年代後半以降に非貿易財産業の賃金抑制を通じて内需低迷の一因となったといえる。

このように、実力を上回る水準での自国通貨高は、構造的に内外価格差の是正を通じて国内賃金の押し下げ要因となり、為替政策の意図とは裏腹に内需低迷を深刻化させる面が強いといえよう。従って、内需再生には実力見合いの為替水準という視点が重要である。