

テーマ：輸出の伸びは止まるのか

発表日：2010年3月16日（火）

～海外経済の堅調さや円高による下押し圧力の緩和を背景に、10年度前半まで増加傾向が続く～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 エコノミスト 岩田 陽之助
TEL:03-5221-4525

(要旨)

- 輸出は地域・財ともに回復に広がりを見せており、足元での景気回復を牽引している。もっとも、先行きについては、①経済対策効果剥落による海外経済の成長鈍化の可能性、②昨年末の円高の影響がラグを伴って輸出に悪影響を与える可能性など、懸念要因もあり不透明感が高まっている。
- 先行指標と輸出の関係性を見るため、OECD景気先行指数(6ヵ月前比年率)など5つの先行指標について時差相関係数を計測した。先行指標の動向及びその先行期間から判断する限り、輸出は少なくとも10年4-6月期まで増勢を維持することが示唆されている。特に、アジア向けは好調持続が予想される。南アフリカW杯(6月から開催)などに向けて、世界のIT需要は高水準での推移が続く可能性が高く、半導体製造装置などの川上財に強みを持つ日本の輸出は、加工組立地であるアジアに向けて増加が続くと考えられる。
- 次に、為替の変化(貿易財の相対的な価格の変化)の影響を見るため、輸出関数を推計した。その結果、①実質実効為替レートが増価は4~5四半期後に最も輸出数量に影響を与え、②1%の為替増価により輸出は累積で約0.2%pt減少するという結果が得られた。昨年末に実質実効為替レートが急進した影響は、足元で最も大きく出ており、今後は徐々に輸出への下押し圧力も緩和していくことが示唆されている。
- 海外の需要要因、為替による価格要因の両面から先行きの輸出の好調を示唆する結果が得られた。世界経済が回復感を強めていることに加え、W杯や上海万博などのイベント効果もあり、10年度前半までは輸出の好調が持続すると予想される。

○外需が足元の景気回復を牽引

輸出の好調が続いている。1月の実質輸出は前期比+1.5%と10ヶ月連続で増加した。通関統計で見ても、輸出は地域・財ともに回復に広がりが見えている。地域別に見ると、ここまで堅調に推移してきたアジア向けや米国向けに加え、EU向けや中東・ロシア向けなども回復感が鮮明となっており、財別に見ても、自動車、電気機器だけでなく、回復の遅れていた一般機械などの業種も持ち直しに転じている。

好調な輸出は、足元での景気回復にも大きく貢献している。先日発表された10-12月期のGDPにおいて、実質輸出は前期比+5.0%と、7-9月期の同+8.4%に続いて極めて高い伸びとなった。国内総生産に対する純輸出の前期比寄与度をみても、7-9月期が+0.3%pt、10-12月期が+0.5%ptと、外需が足元での景気回復を牽引していることが確認出来る。

では、先行きもこのような輸出の高い伸びは続くであろうか。国内需要に先行きも大幅な改善が期待したい中、外需の動向は景気回復の持続性を判断する上で極めて重要といえる。アジアを中心とする堅調な世界経済に牽引される形で当面は輸出の高い伸びが続くとも考えられる一方、①経済対策効果剥落による海外経済の成長鈍化の可能性、②昨年末の円高の影響がラグを伴って輸出に悪影響を与える可能性など、懸念要因も多くある。本稿では、輸出に影響を与える各種要因について検証し、今後の輸出動向を展望する。

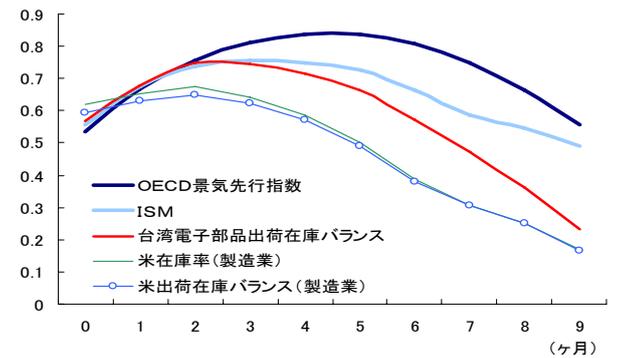
○各種先行指標から見るに輸出は増加傾向が続く公算が大きい

輸出に先行する指標としてはOECD景気先行指数など複数のものがあるが、過去のこれらの先行指標と輸出の関係性を見ることは、輸出が好調を維持できるかを推し量る上で有用だと考えられる。そこで、各種先行指標と輸出の関係の時差相関係数で計測した。具体的には、過去の日本からの輸出に先行する傾向がある、OECD景気先行指数（6ヵ月前比年率）、米ISM製造業新規受注、米製造業在庫率、米製造業出荷在庫バランス、台湾電子部品出荷在庫バランスの5個の経済指標を用いた。なお、計測期間はそれぞれ1998年度以降とした。

結果は、資料1の通りである。指標によって先行期間に差はあるものの、概ね高い相関が得られた。実質輸出と相関の強かったものとして、OECD景気先行指数、ISM製造業新規受注、台湾電子部品出荷在庫バランスなどがあげられる。

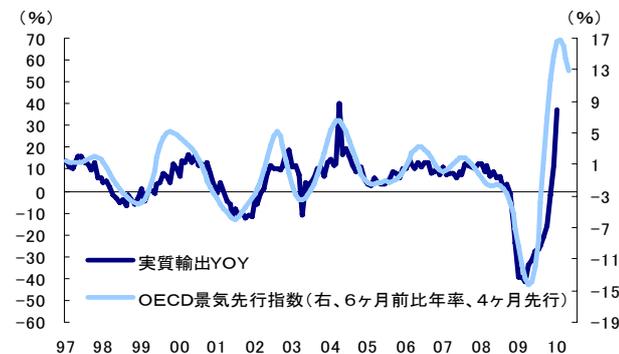
各種指標で相関の高かった先行期間を用いて先行きの動向を推察すると、輸出は好調を維持することを示唆するものが多い。まず、実質輸出と最も相関が高く先行期間も長かったOECD景気先行指数（6ヶ月前比年率）の推移を確認すると、先行きも輸出は堅調に推移することを示している（資料2）。先進国の中では特に米国の動向が重要となってくるが、米国製造業出荷在庫バランスや米製造業在庫率が大きく改善している通り、経済対策効果の持続や在庫調整の進捗に伴って米国の生産活動は回復が続く公算が大きく、同国向けの輸出増加を示唆している（資料3-5）。このように、先行指標の動向及びその先行期間から判断する限り、輸出は少なくとも10年4-6月期までは増勢を維持することが予想される。

(資料1) 各種先行指標と実質輸出の時差相関係数



(出所) 各種資料より第一生命経済研究所作成

(資料2) 実質輸出とOECD景気先行指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、OECD

(資料3) 実質輸出とISM製造業新規受注



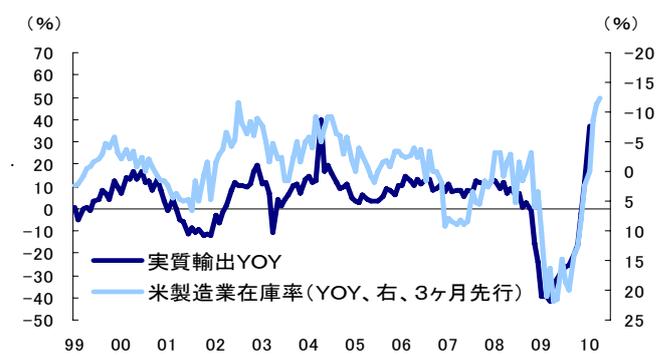
(出所) 日本銀行「実質輸出入」、ISM

(資料4) 実質輸出と米製造業出荷在庫バランス



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、米商務省

(資料5) 実質輸出と米製造業在庫率

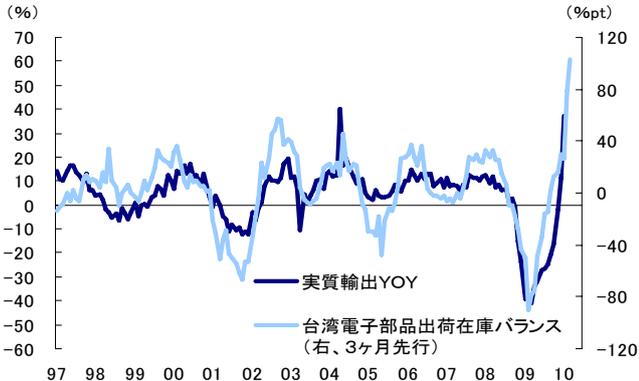


(出所) 日本銀行「実質輸出入」、米商務省

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。

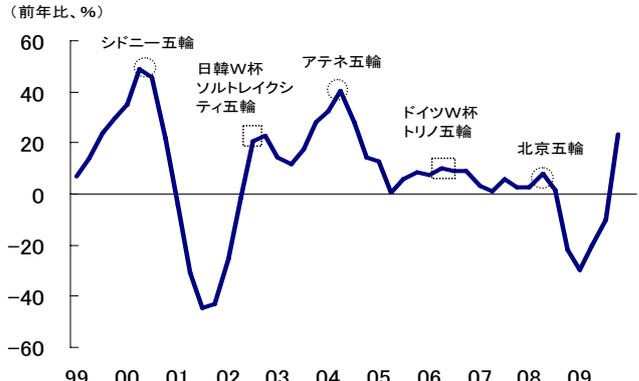
アジア向け輸出についても好調を維持する公算が大きい。台湾の電子部品出荷在庫バランスを見ると、依然高い伸びが続いている（資料6）。この背景としては、イベント効果（冬季五輪、ワールドカップ）によって世界の半導体需要が押し上げられていることがある。世界の半導体売上高と五輪、W杯の開催時期を示した資料7を見ると、2年おきに開催される夏季五輪とW杯（94年以降、冬季オリンピックも同年に開催されている）に合わせ、世界の半導体需要の高まりが見られる。90年代においては、新型OS発売に合わせて半導体の需要が増加するといった特徴が見られたが、近年では、薄型テレビなどのIT最終製品に占めるウェイト上昇に伴い、このようなITのサイクルはむしろ五輪やW杯に影響を受けやすくなってきている。足元ではバンクーバー五輪の効果が半導体需要を押し上げたと思われるが、先行きも南アフリカW杯（6月から開催）などに向けて、世界のIT需要は高水準での推移が続く可能性が高い。

(資料6) 実質輸出と台湾電子部品出荷在庫バランス



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、CEIC

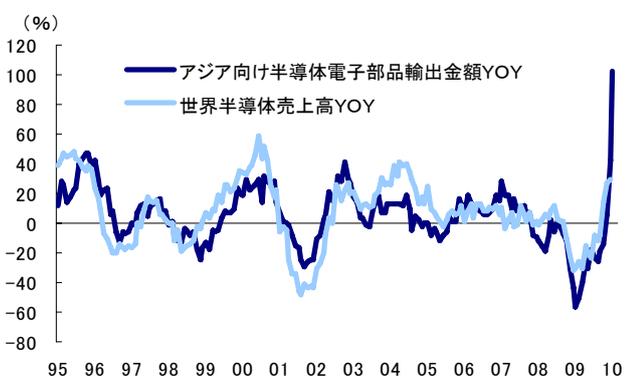
(資料7) 世界半導体売上高とオリンピック、ワールドカップ



(出所) WSTS「世界半導体市場統計」

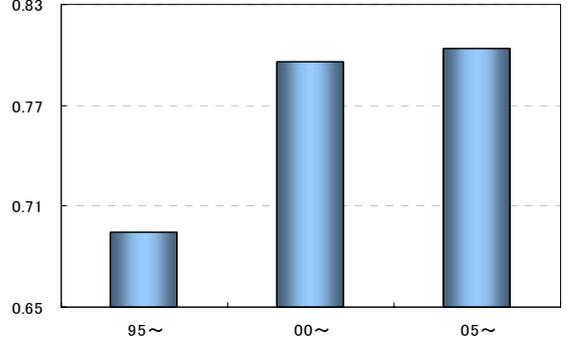
このような世界的なIT需要の拡大は、アジア向け輸出の支援材料となる。世界的な分業体制が進む中、技術集約度の高い部品や半導体製造装置などの川上財に強みを持つ日本の輸出は、加工組立地であるアジアに向けて増加しやすい。世界半導体売上高とアジア向け半導体電子部品輸出金額の推移を見ても、非常に連動性が高いことが分かる（資料8）。また、95年以降、5年ごとに両者の相関係数をとってみても、上述の傾向が年々強まっていることが確認出来る（資料9）。イベント効果などに押し上げられた世界的な半導体需要の増加が続くことで、アジア向け輸出は好調を維持する公算が大きい。

(資料8) 世界半導体売上高とアジア向け輸出



(出所) 財務省「貿易統計」、WSTS「世界半導体市場統計」

(資料9) 世界半導体売上高とアジア向け半導体電子部品輸出金額の相関係数



(出所) 財務省「貿易統計」、WSTS「世界半導体市場統計」

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。

○昨年末の円高の影響は限界的に弱まっていく

ここまでは、先行指標を用いて海外の需要動向（所得要因）を中心に見てきたが、輸出の先行きを展望するにあたっては為替の変化（貿易財の相対的な価格の変化）の影響も同時に見ていく必要がある。

為替変動による価格変化に対して、海外の輸入者は輸入数量を即座に変更出来ない。そのため、例えば円高による価格上昇が生じた場合、日本からの輸出数量は短期的には一定に保たれる。もっとも、円高で価格が上昇することによって、海外製品に対する相対的な魅力は低下し、海外の需要者は時間の経過に伴って徐々に相対的に割安な海外製品へとシフトする。このように、海外の需要者が為替変動に対して弾力的に輸入数量を調整できないことから、貿易財の相対的価格変化の影響は漸次的に現れ、ラグを伴って輸出数量に影響を及ぼす。

実際の為替の推移についてみると、昨年末にリーマンショック後のリスク許容度低下によってキャリー取引が解消されたことなどから、急速に円高が進行した

（資料 10）。このことがラグを伴って輸出に悪影響を及ぼすと考えられる。

そこで、輸出関数を推計することで、為替変化の輸出に対する影響を定量的に試算した。推計によると、①実質実効為替レートの増価は 4～5 四半期後に最も輸出数量に影響を与え、② 1% の為替増価により輸出は累積で約 0.2%pt 減少するという結果が得られている（資料 11）。上記の結果からは、昨年末に実質実効為替レート

が急進した影響は、足元で最も大きく出ており、今後再び円高が進行しない限り徐々に輸出への下押し圧力も緩和していくことが示唆されている（資料 12）。依然として実質実効為替レートの水準は円高で推移しており、価格要因によって輸出を押し上げるほどの変化は期待できないが、円高の悪影響が限界的に緩和していくことは、価格面からも先行きの輸出の好調を支持する結果と言えよう。

（資料 10） 実質実効為替レートの推移



（資料 11） 輸出関数の推計結果

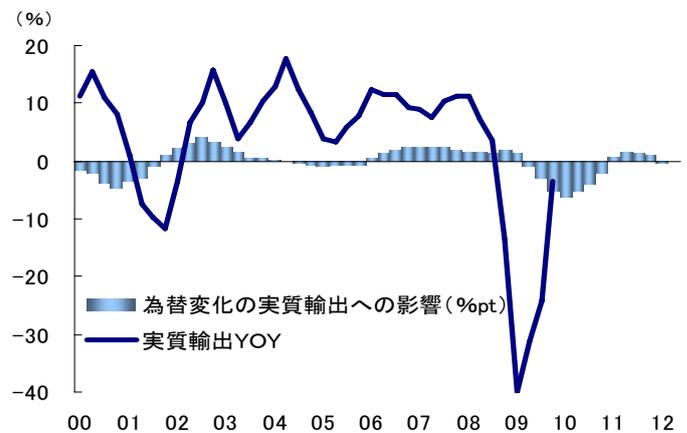
推計式: $\text{LOG(実質輸出)} = \alpha * \text{LOG(世界輸入)} + \beta * \text{LOG(実質実効為替)} + C$
 推計期間: 1979Q1～2009Q3
 R-squared=0.95179

タイムラグ	α	t値	β	t値	C	t値
0	0.6709	10.4	0.0542	1.2	0.25755	0.9
1			0.00226	0.1		
2			-0.03638	-2.5		
3			-0.06171	-3.0		
4			-0.07375	-2.9		
5			-0.07249	-2.8		
6			-0.05793	-2.8		
7			-0.03007	-2.0		
8			0.01109	0.5		
9			0.06555	1.4		
合計			-0.19923			

※アーモラグを用いて推計

(出所) 日本銀行「実質輸出入」、「外国為替相場」、IFS

（資料 12） 実質輸出と為替による影響



※実質実効為替レートは、先行き横ばいを仮定

○輸出に牽引される形で底堅い景気回復が続く

本稿では、輸出に関して、OECD景気先行指数や台湾電子部品出荷在庫バランスなどの先行指標と輸出の関係性を見ることで、輸出の先行きを展望した。ほぼ全ての先行指標が改善を示しており、当面は輸出の増加傾向が続くことが示唆されている。また、為替の影響の試算からも、先行きは下押し圧力が限界的に弱まっていくという結果が得られ、海外の需要要因や、為替による価格要因の両面から先行きの輸出の好調を示唆する結果が得られた。在庫復元による押し上げ効果が弱まってくることなどもあり、これまでの急速な回復ペースからは鈍化するものの、①世界経済が回復感を強めていること、②W杯や上海万博などのイベント効果により、10年度前半頃までは輸出の増加傾向が続くと見込まれる。

当社のシナリオでは、10年度前半まで輸出の増加傾向が維持されることにより、底堅い景気回復が続くと想定している。もっとも、さすがにその勢いも10年度後半には鈍化すると思われる。米国において、①景気対策効果の剥落、②在庫復元に伴う生産押し上げ効果の一巡が予想されることに加え、中国においても、①人民元の切り上げ容認、②インフレ警戒による利上げなどによって、徐々に景気は鈍化すると思われる。国内需要の伸びが緩慢なものに止まると見込まれるなか、輸出が減速することで、景気は軽い踊り場状態になることが予想される。