

第12章 円安が日本経済に及ぼす影響

—日本企業の輸出入行動と為替変動への戦略的対応—

佐藤 清隆¹

【要旨】

本稿では、円安が日本経済に及ぼす影響として、日本企業の輸出入行動と為替変動への戦略的対応について考察する。はじめに、円安が日本経済に及ぼす影響について検討する。具体的には、円の実質実効為替レートが1970年の水準まで減価していること、日本の交易条件の変化とその背後の要因、日本の経常収支は円安によってどのような影響を受けているのか、そして、日本の貿易収支の動向について触れる。

次に、円安は日本企業にとって問題なのか、それとも為替差益の享受等、プラスの影響が大きいのかを検討する。その中で、円安によって日本の輸出数量は増加しておらず、近年では、むしろ低下傾向となっており、貿易赤字が改善していないことを指摘する。

そして、円安（為替変動）に日本企業はどう対処しているのかという問題について検討する。例えば、為替変動に対して輸出企業はどのようなリスク管理を行っているか、あるいは、国際的な生産ネットワーク拡大に伴い、どのように建値通貨を選択しているかという問題について、「建値通貨別貿易収支（産業別）」のデータを構築して考察するとともに、実際の為替リスク管理に関する企業戦略についてケーススタディを紹介する。グローバルに生産・販売ネットワークを構築する日本企業はドルを中心とする外貨建て取引を行っている。このような通貨戦略のもとで円建て取引を促進することは容易ではないが、円建て取引を行うためには、研究開発投資や設備投資の強化を通じた、輸出製品の競争力向上が不可欠であることを論じる。

その上で、本稿の課題として、実証分析の成果を含めていないこと、輸入面のさらなる分析が必要であることに触れる。特に、なぜ大企業と異なり、中小企業では円建て取引が中心に行われているのかといった点については、今後の重要な研究課題とする。

¹ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授、財務総合政策研究所客員研究官

1. はじめに²

近年、円安が日本経済にどのような影響を与えるのかについて、活発に議論が行われている。本稿では、日本企業の輸出入行動と為替変動への戦略的対応という観点から、円安が日本経済に及ぼす影響について検討する。

まず、円の実質実効為替レートの水準、日本の交易条件の変化とその背後の要因、日本の経常収支、及び貿易収支の動向について考察を行う。また、日本企業にとって円安はマイナスなのか、それとも為替差益の享受等、プラスの影響が大きいのかについて検討する。その中で、近年の円安と日本企業の輸出数量の関係及び建値通貨による貿易赤字への影響について考察する。そして、円安に対する日本企業の対応方法について、輸出企業の為替リスク管理や建値通貨の選択という論点について、「建値通貨別貿易収支（産業別）」のデータを構築して考察するとともに、実際の為替リスク管理に関する企業戦略のケーススタディを紹介する。

日本の主要輸出企業に対するインタビュー調査から得られた知見に基づけば、グローバルに生産・販売ネットワークを構築している主要輸出企業ほど、円建てではなくドル建てでの取引を嗜好している。欧州ではユーロ建て取引が多く、アジアでも現地通貨建て取引がまだ一部ではあるが使われ始めている。ただし、非常に高い技術力により圧倒的な輸出競争力を持つ企業は円建てで輸出を行っているが、主要輸出企業のなかで円建て取引を行っている企業は多くない。今後、さらに多くの企業が円建て取引を推し進めることは容易ではないが、円建て取引を行うためには、研究開発投資や設備投資の強化を通じて輸出製品の競争力を向上させることが重要であることを論じる。

本稿における今後の課題として、近年、研究者向けに利用が認められるようになった輸出入申告統計の個票データを用いた実証分析、さらには近年の円安が日本の輸入に及ぼした影響の分析が必要である。特に、大企業と異なり、中小企業では円建て取引が中心に行われているのはなぜかという研究課題に取り組むことの重要性を指摘する。

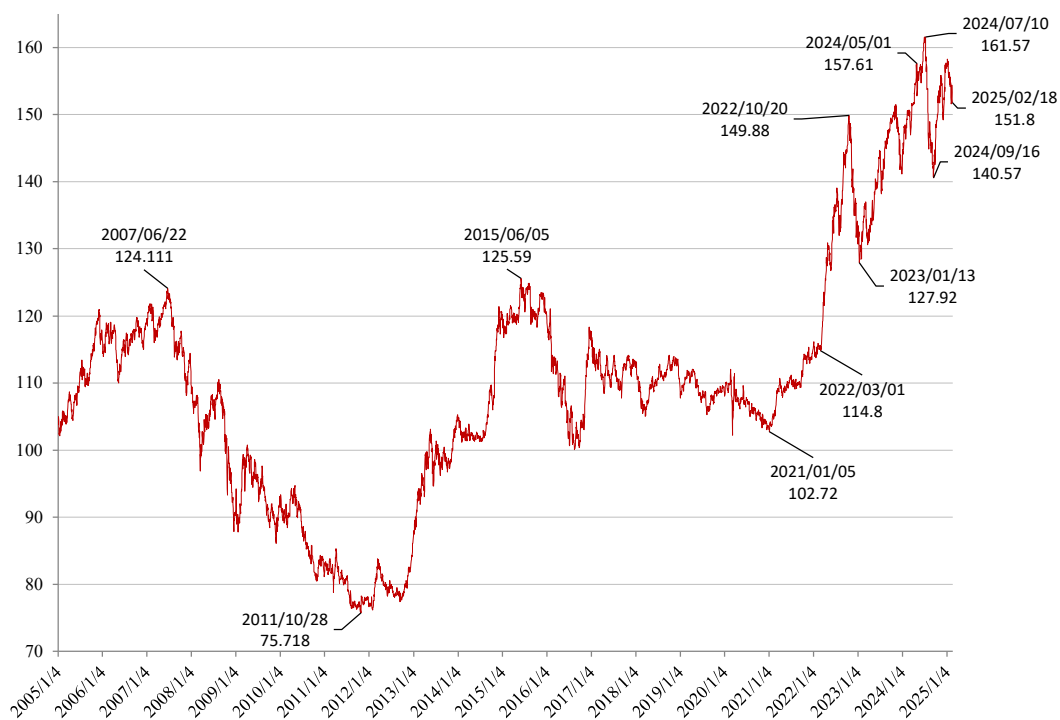
2. 円安が日本経済に及ぼす影響

(1) 過去20年間の名目為替レートの変遷

本節では、円安が日本経済に及ぼす影響について考察する。はじめに、2005年1月4日から2025年2月18日までの円の対米ドル名目為替レートを図表1で確認してみよう。足もとの為替レートは約150円付近を推移しており、直近では多少円高に振れている。この図表1の期間で一番円高が進んだ時期（2011年11月）は75円台、そして一番円安が進んだ時期（2024年7月）は161円台であった。日本経済あるいは日本企業は、過去20年間を見ても非常に大きな為替変動にさらされていたことが確認できる。

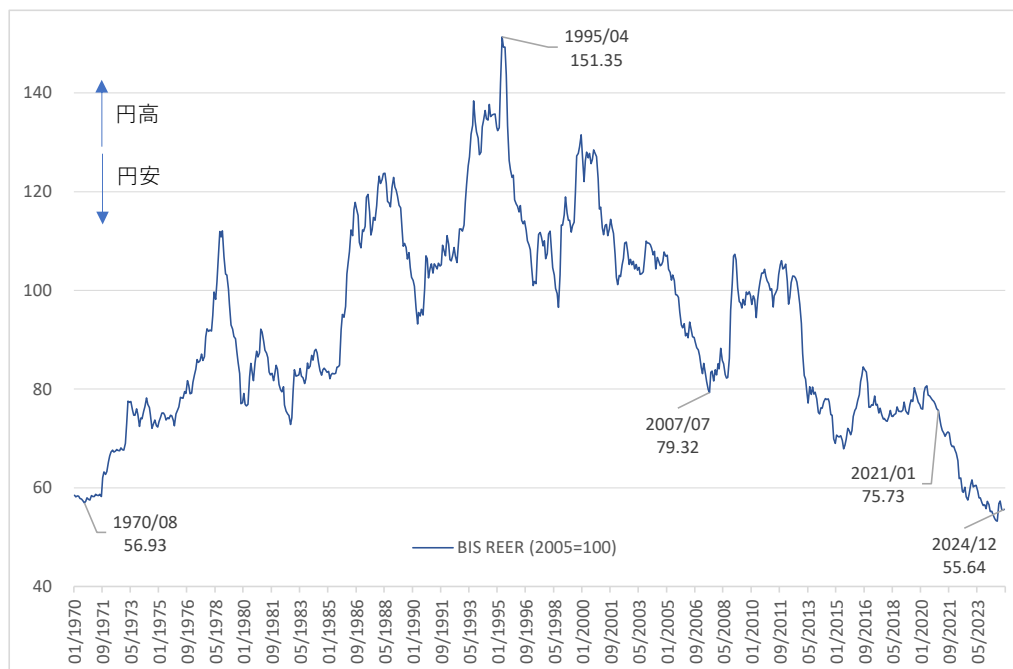
² 本報告は、研究会で報告を行った2025年2月時点での情報にて執筆している。

図表1 円の対米ドル名目為替レート（2005年1月4日～2025年2月18日）



(出所) Pacific Exchange Rate Serviceより筆者作成

図表2 円の実質実効為替レート（1970年1月～2024年12月；2005年＝100）



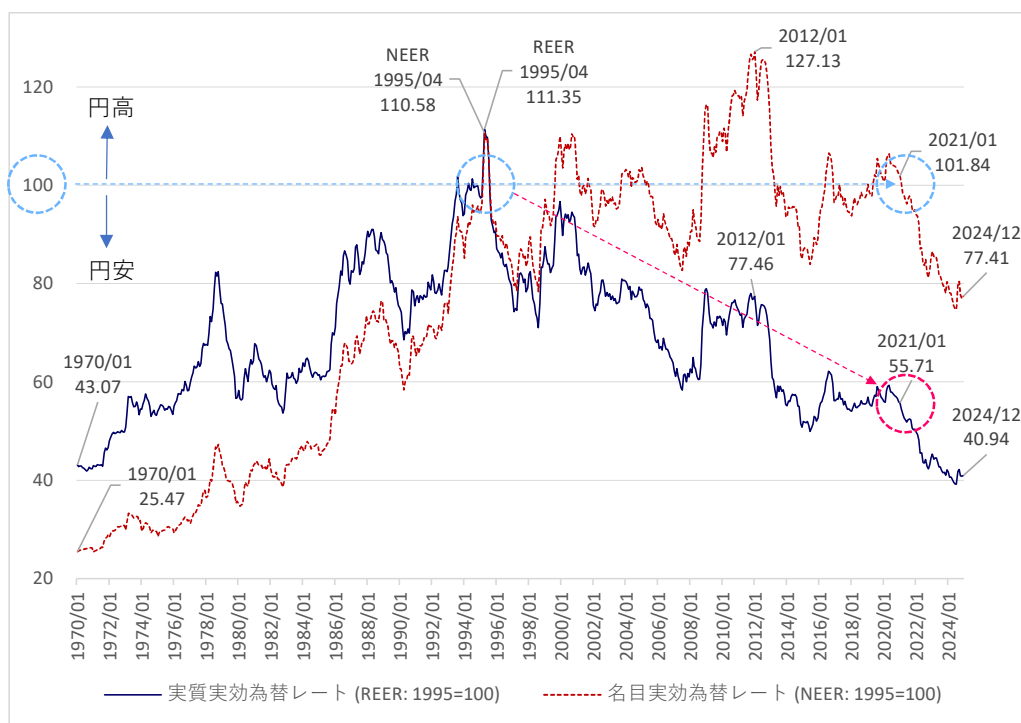
(出所) BISより、1993年まではNarrow Indices、1994年以降はBroad Indicesを用いて筆者作成

(2) なぜ実質実効ベースで円安が進んだのか

次に、図表2は、1970年1月から2024年12月までの円の実質実効為替レートを示している。このグラフでは為替レートが上昇（低下）すると円高（円安）を意味し、2005年を基準年（=100）として作成している。1970年から1995年まで、短期的には大きく変動しているものの、長期的には明らかな円高基調であった。しかし、1995年をピークに2024年まで明らかな円安基調であることがわかる。注目すべきは、2022年の後半の実質実効為替レート水準が1970年とほぼ同じ水準まで減価（低下）し、2024年には1970年の水準を下回っているという事実である。

実質実効ベースでみた円の水準がここまで減価していることをどのように解釈すべきだろうか。図表3では、1970年1月から2024年12月までの実質実効為替レートが青の折れ線グラフ、名目実効為替レートが赤の折れ線グラフで示されている。ここでは実質実効ベースで最も円高が進行した1995年を基準年（=100）に選んでグラフを作成している。まず、名目実効為替レートの動きを見ると、1995年以降、短期的には大きな変動を示しながらも、そのトレンドは2021年1月まではほぼ横ばいであった。他方で、実質実効為替レートは1995年から2021年にかけて大幅に低下（減価）していた。この名目実効ベースと実質実効ベースの動きの違いは、日本と外国の物価水準の違いで説明できる。

図表3 円の実質・名目実効為替レート（1970年1月～2024年12月；1995年=100）



（出所）BISより、1993年まではNarrow Indices、1994年以降はBroad Indicesを用いて筆者作成

円の実質実効為替レートの定義式は、日本の貿易相手国が3か国のみという単純化した想定の下で以下のように示してみよう。この単純な想定によって、実質実効為替レート（REER）と名目実効為替レート（NEER）、そして日本と外国（日本を除く世界）の物価水準の間の関

係を理解することができる。

$$REER = \left(\frac{P_J}{E_1 P_1} \right)^{\alpha_1} \left(\frac{P_J}{E_2 P_2} \right)^{\alpha_2} \left(\frac{P_J}{E_3 P_3} \right)^{\alpha_3} = \left(\frac{1}{E_1} \right)^{\alpha_1} \left(\frac{1}{E_2} \right)^{\alpha_2} \left(\frac{1}{E_3} \right)^{\alpha_3} \left(\frac{P_J}{P_1^{\alpha_1} P_2^{\alpha_2} P_3^{\alpha_3}} \right)$$

ここで E_i は円の i 国通貨に対する名目為替レート、 P_J は日本の物価水準、 P_i は i 国の物価水準、 α_i は日本の貿易相手国全体に占める i 国のシェアを意味する。貿易相手国のシェアは $\alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 = 1$ の条件を満たす。貿易相手国3か国の物価水準の加重平均を外国（日本を除く世界）の物価水準（ P_w ）と定義すると、上記の式の最右辺は次のように表される。

$$REER = \left(\frac{1}{E_1} \right)^{\alpha_1} \left(\frac{1}{E_2} \right)^{\alpha_2} \left(\frac{1}{E_3} \right)^{\alpha_3} \left(\frac{P_J}{P_w} \right) = NEER \left(\frac{P_J}{P_w} \right)$$

これは実質実効為替レートが「名目実効為替レート」×「日本と外国（世界）の物価比」で決まることを示している。

図表3が示すように、1995年から2021年にかけて、名目実効為替レートのトレンドはほぼ横ばい（つまり水準はほぼ一定）であった。それにもかかわらず実質実効為替レートが大幅に減価（低下）したのは、外国の物価水準の上昇と比べて日本の物価水準がほとんど上昇しなかったからである。2022年から始まる歴史的円安によって実質実効為替レートが1970年の水準まで減価したのではない。2021年時点ですでに1970年代半ばの水準まで大幅に減価していたのである。例えば、コロナ禍後に欧米諸国に旅行した際に、現地で購入する財の価格が日本と比べてかなりの高額であると指摘されてきた。2022年からの大幅な円安がその原因であるという指摘が多く見られた。しかし、外国の財が日本と比べて高額になったのは2022年からではない。同年からの名目ベースでの円安進行の前から、実質実効ベースで円安が大幅に進行していたのである。

(3) 日本の交易条件とその変動要因

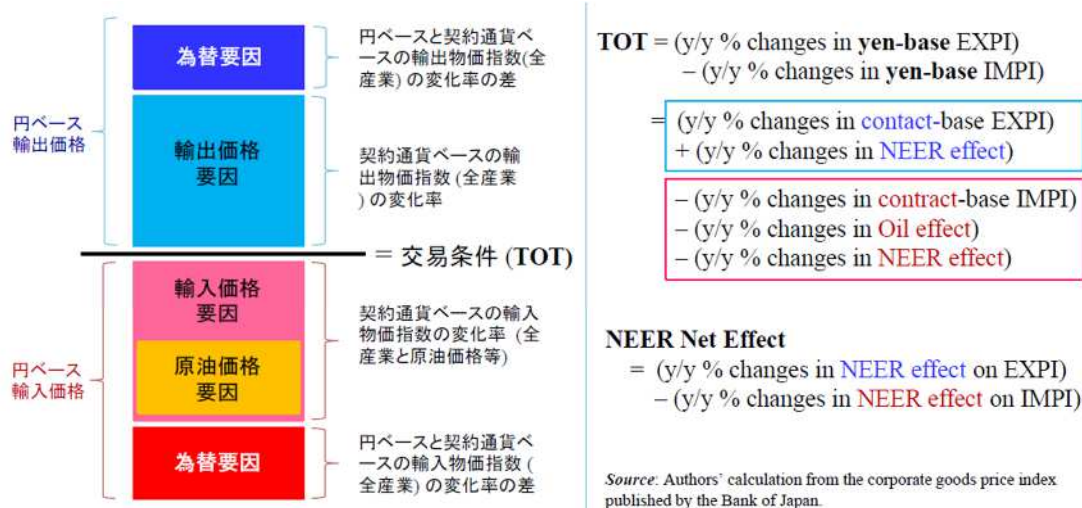
図表4は、日本の交易条件（TOT：Terms of trade）とその要因分解の分析を解説したものである。左側の図は、輸出価格を輸入価格で割ったものが交易条件であることを示している。日本銀行は輸出物価指数と輸入物価指数を円ベースと契約通貨ベースの2通りで公表している。本稿では円ベースの輸出入物価指数を用いて交易条件を算出するとともに、契約通貨ベースの輸出入物価指数を用いて交易条件の要因分解を行った。

交易条件の分子にあたる円ベースの輸出価格は、輸出価格そのものが変化する（輸出価格要因）だけでなく、外貨建てで輸出を行った財の価格を円換算する際に為替変動の影響を受ける（為替要因）。交易条件の分母にあたる円ベースの輸入価格は、輸入価格自体の変化を原油価格³の変化（原油価格要因）とそれ以外の財の輸入価格の変化（その他輸入価格要因）の二つに分けている。外貨建て輸入の財価格を円換算する際に為替変動の影響を受けた部分を為替要因と定義している。なお、ここでは各要因の寄与度を計算するのではなく、各要

³ 日本銀行の輸入物価統計では「石油・石炭・天然ガス」に分類される類別指数を用いて作成した。

図の対前年同月比変化率を示すことで、交易条件が変化する背後で何が起きているかを示す工夫をしている。

図表4 日本の交易条件の要因分解



Note: 2005M01–2024M12. Terms of trade (TOT) are calculated by dividing Japan's export price index by the corresponding import price index, both of which are index numbers (2020 = 100). Then, TOT as of the benchmark year (2020) 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 the NEER (IM) effect from the NEER (EX) effect.

(出所) 筆者作成

次に図表5を見てみよう。黒の実線のグラフは交易条件を表している。ここでは基準年（2020年）の平均値をゼロに変換し、そこからプラスとマイナスのどちらに動いたかによって、交易条件が改善したか悪化したかを示す工夫をしている。直近の2021年以降をみると、交易条件が大幅に悪化しており、特に2022年までの悪化の度合いが著しく大きい。また、実践のグラフに重ねて表示している積み上げ式の棒グラフは、交易条件を左右する各要因の対前年同月比変化率を示している。この棒グラフから、原燃料価格の上昇によって、交易条件が大きく悪化していることが確認できる。

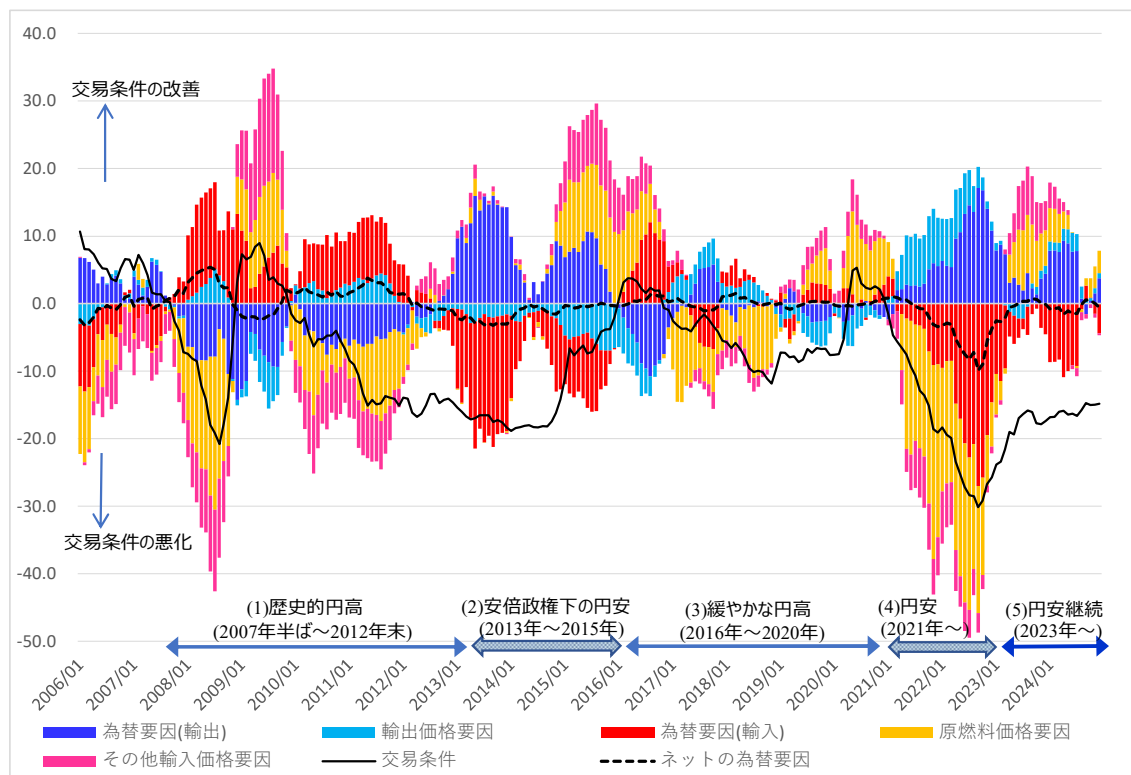
図表5は、2006年から2020年までの期間、輸出価格要因が交易条件に対してプラスに（改善要因として）作用しており、円安局面ではマイナスに（悪化要因として）作用していたことを示している。しかし、2021年から22年にかけての資源エネルギー価格の世界的な高騰と、それが引き起こした生産コストの上昇によって、円安局面であっても輸出価格が上昇する（交易条件を改善させる）という過去には見られなかった現象が起きた。

為替レートの変化自体は日本の交易条件にどのような影響を及ぼしているのだろうか。輸出の為替要因（濃い青の棒グラフ）と輸入の為替要因（赤の棒グラフ）は、後述するように、輸出と輸入における外貨建て比率の高さを反映している。両者の影響を相殺したネットの為替要因（点線のグラフ）が示すように、円安（円高）が進むと日本の交易条件は悪化（改善）する。2022年はこのネットの為替要因によるマイナスの影響が特に大きかった。

2023年以降、原油価格が一定程度低下したことに伴い、交易条件も改善傾向にある。ただし、2024年末の時点でも、交易条件は2018年から19年の水準まで戻り切れていない。今後さ

らに交易条件が改善するためには、原油価格に代表される資源エネルギー価格がさらに低下すること、あるいは円高が進行することによってネットの為替要因が交易条件にプラスに作用することが必要である。

図表5 日本の交易条件の変化とその要因分解（2006年1月～2024年12月）

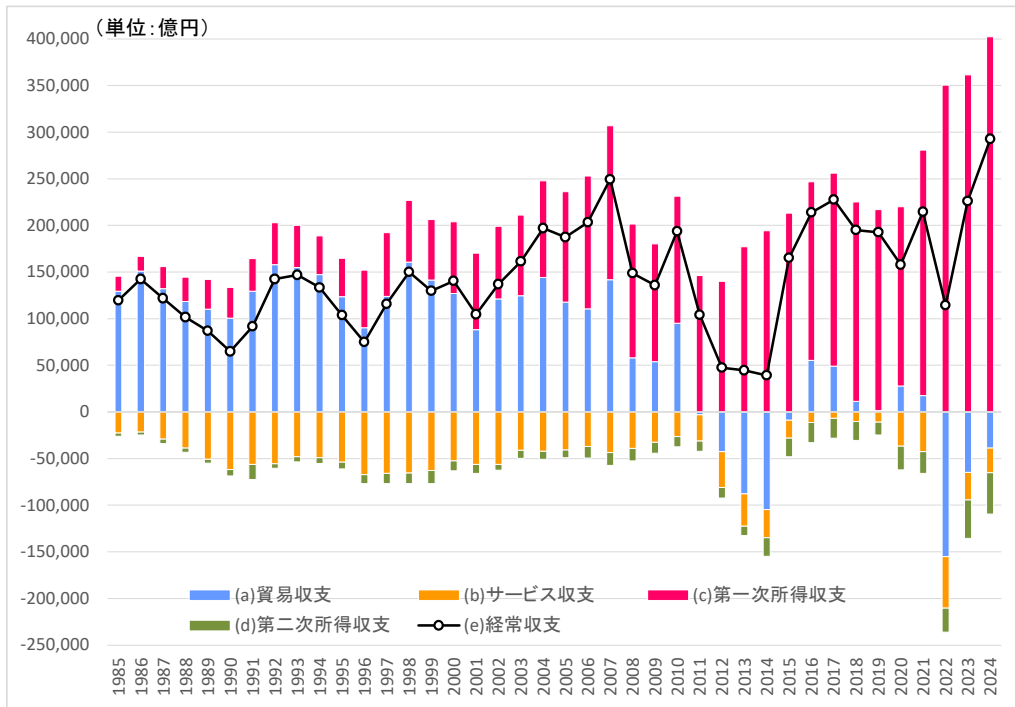


（出所）日本銀行「輸出物価指数」、「輸入物価指数」より筆者作成

(4) 日本の経常収支と円安の影響

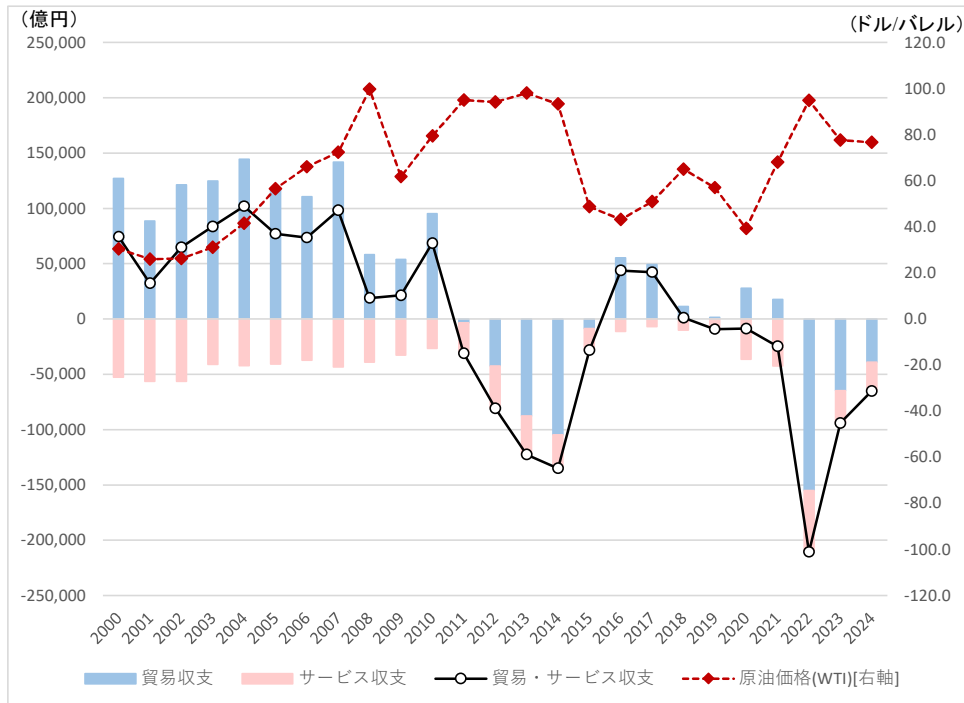
図表6は、1985年から2024年までの日本の経常収支の動向を示したものである。この期間における最も大きな変化の一つは、貿易収支の持続的な黒字を記録していた日本が、2011年以降、貿易収支の赤字国に転落した点である。貿易収支の赤字額は2014年に10兆円を超えるほどまで拡大したが、2015年には貿易収支赤字が急激に縮小し、その後は黒字に転じるようになった。ただし、貿易収支の黒字額は2000年代半ばまでと比較して大幅に縮小した。また、貿易収支の黒字は長く続かず、2022年のロシアのウクライナ侵攻を契機として、資源エネルギー価格の高騰により日本の輸入額が膨れ上がった。同時に円安が急速に進行したことも作用して、日本の貿易収支赤字は過去に例がないほど拡大した。その後、貿易収支赤字は縮小傾向にあるが、2024年時点でも赤字を記録している。

図表6 日本の経常収支（1985年～2024年）



（出所）財務省「国際収支統計」より筆者作成

図表7 日本の貿易・サービス収支と原油価格（2000年～2024年）



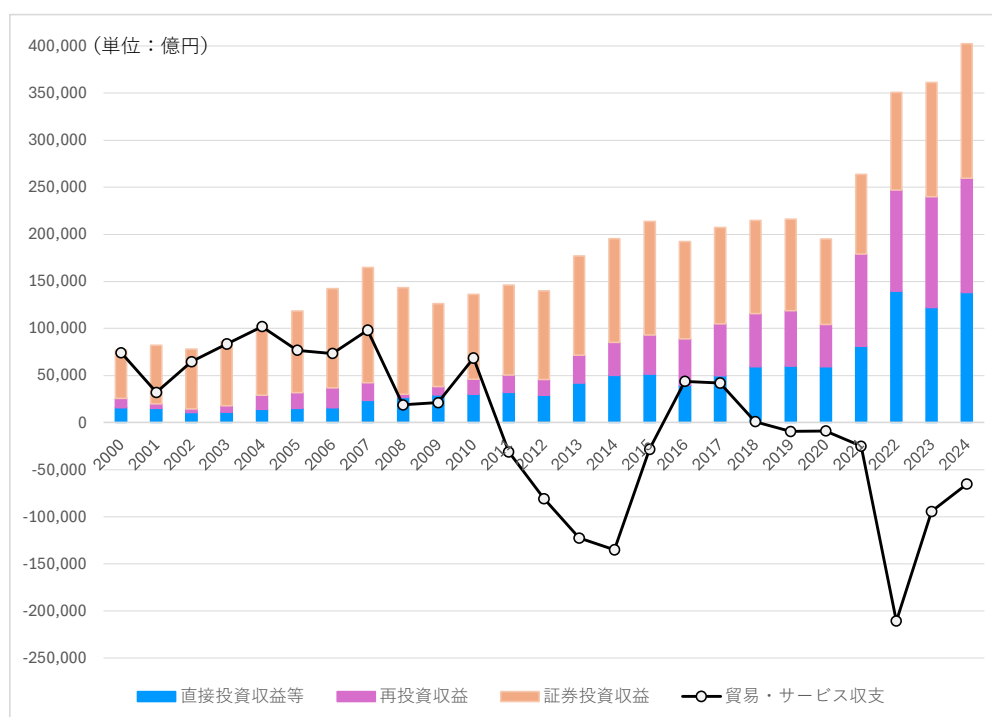
（出所）財務省「国際収支統計」、US Energy Information Administrationより筆者作成

図表7は、2000年から2024年までの日本の貿易・サービス収支と原油価格の変化を示して

いる。原油価格（赤の点線）が上昇すると貿易収支が悪化する関係にあり、特に年平均の原油価格が1バレル＝100ドル以上の水準まで高騰すると貿易収支が赤字に転じている。2022年の大幅な貿易収支赤字も、1バレル＝100ドルまで原油価格が急上昇したことの影響である。2023年から24年にかけて貿易収支赤字が徐々に縮小しているが、原油価格は1バレル＝80ドル付近で推移しており、依然として高い水準にとどまっている。今後、原油価格が一段と低下しない限り、日本の貿易収支が黒字へと回復することは容易ではないだろう。

図表6が示すように、2011年以降、貿易収支赤字を記録しても経常収支は一貫して黒字を維持してきた。その理由は第一次所得収支が2010年代から大きく増加したからである。2012年から14年にかけて貿易収支が赤字に転じたことに伴い、経常収支黒字はかなり縮小した。その後、貿易収支が黒字に転じてからも第一次所得収支黒字は増加を続け、経常収支も大幅な黒字を維持してきた。2022年に15兆円を超える規模の大幅な貿易収支赤字に転じたが、第一次所得収支が35兆円という巨額の黒字を記録したため、経常収支も10兆円を超える大幅な黒字であった。

図表8 日本の貿易・サービス収支と第一次所得収支（2000年～2024年）



（注） 「直接投資収益等」は直接投資収益から再投資収益を除き、その他投資収益、雇用者報酬、その他第一次所得を加えた値。

（出所）財務省「国際収支統計」より筆者作成

図表8で第一次所得収支黒字の内訳を見てみよう。この図では、2000年から2024年までの第一次所得収支を積み上げ式の棒グラフで示し、日本の貿易・サービス収支を黒の折れ線グラフで示している。

まず、第一次所得収支の定義から確認しよう。第一次所得収支は「雇用者報酬」、「投資収

益」、「その他第一次所得」の三つで構成されている。この中で、雇用者報酬とその他第一次所得の二つは金額がごくわずかであり、第一次所得収支は投資収益とほぼ等しい。投資収益は「直接投資収益」、「証券投資収益」、「その他投資収益」の三つで構成されている。この中で、その他投資収益が投資収益全体に占めるシェアは最大でも5%程度であり、2024年は3.6%のシェアにとどまっていた。つまり、第一次所得収支は投資収益とほぼ等しく、投資収益の大半は直接投資収益と証券投資収益で占められている。また、直接投資収益は「配当金・配分済支店収益（以下、配当金）」、「再投資収益」、「利子所得等」の三つで構成されている。この中で利子所得等が直接投資収益に占めるシェアは1%前後に過ぎない。つまり、直接投資収益は配当金と再投資収益の二つで構成されているとみなすことができる。

改めて図表8を見てみよう。ここでは第一次所得収支を三つに分けて、積み上げ式の棒グラフで示している。その三つは「直接投資収益等」、「再投資収益」、「証券投資収益」である。直接投資収益等とは、直接投資収益のなかから再投資収益を除き、その他投資収益、雇用者報酬、その他第一次所得の三つを加えた額と定義している。

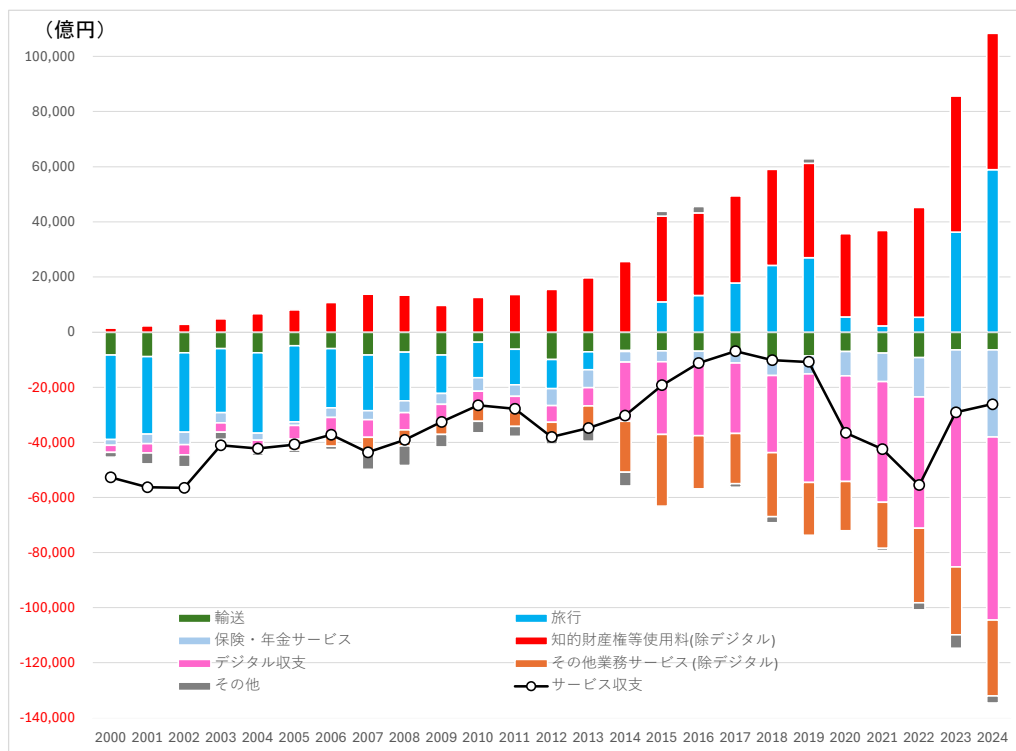
直接投資収益等と再投資収益の合計は2013年から増加傾向が顕著になり、2020年からは第一次所得収支全体の約3分の2を占めるようになった。特に2022年以降は、直接投資収益等、再投資収益、証券投資収益がそれぞれ第一次所得収支全体の3分の1を占めている。

図表8の黒の折れ線グラフが示すように、2022年の貿易・サービス収支の赤字は20兆円を超える異例の大きさになったが、図表6でも示したように第一次所得収支黒字が約35兆円まで増加したため、経常収支黒字は10兆円以上の水準であった。

これに対して、第一次所得収支黒字の中で証券投資収益の黒字と再投資収益の黒字は日本に還流しないため、実際に日本に還流する第一次所得収支は意外に少なく、2022年の貿易・サービス収支の赤字をカバーできていないという指摘がある。確かに、証券投資収益の大半を占めるのは債券利子だが、この利子部分は再度投資されて日本に還流しないと考えられる。また、再投資収益は定義上、日本に還流せず、海外現地法人の内部留保等として保有されるものである。したがって図表8の中で日本に還流するとみなすことができるのは直接投資収益等である。2022年において直接投資収益等の黒字額は14兆円弱であり、20兆円を上回る貿易・サービス収支の赤字をカバーすることができていない。つまり、貿易・サービス収支の赤字から生じる円売り・外貨（主にドル）買い需要を、直接投資収益等の黒字額から生じる円買い・外貨売りではカバーできないため、構造的に円安が起きる状況に陥っているという指摘もある。

2022年において直接投資収益等の黒字では貿易・サービス収支の赤字をカバーできなかったのは事実である。しかし、2022年はロシアのウクライナ侵攻による世界的な資源エネルギー価格の高騰と歴史的とも言われる円安進行が同時に起きた異例の年である。図表8が示すように、2023年と2024年は直接投資収益等の黒字額が貿易・サービス収支の赤字額を十分に上回っている。2022年の貿易・サービス収支赤字はあくまでも例外的な規模の赤字であり、この2022年の数値を根拠にして、日本経済が構造的に円安が続く状況に陥ったとは言えないことに注意が必要である。

図表9 日本のサービス収支の推移（2000年～2024年）



（出所）日本銀行「国際収支関連統計」、松瀬・齋藤・森下（2023）より筆者作成

次に、2000年から2024年にかけて、日本のサービス収支とその内訳がどのように変化してきたかを示したものが図表9である。黒の折れ線グラフが示すように、日本は一貫してサービス収支の赤字であった。2000年から2002年にかけては、サービス収支の赤字額が5兆円を超えて6兆円に迫るほどの大きさであったが、その後はサービス収支赤字が減少傾向を示し、2017年には6,900億円まで赤字額が縮小した。この状況が崩れて、2020年から2022年にかけてサービス収支が再び大幅な赤字に陥るが、その理由はこの期間に旅行収支が激減したからである。

2000年代後半からサービス収支赤字の改善を牽引したのは旅行収支赤字の縮小である。海外から日本国内への旅行者が順調に増えたことで、旅行収支は2015年に黒字に転じた。その後、2019年まで旅行収支黒字は増え続けたが、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大によって、海外旅行者数が激減した。同時にデジタル収支の赤字が拡大した結果、2022年のサービス収支赤字は5兆5,600億円まで膨らんだ。近年、日本のデジタル収支赤字の拡大を問題視する意見が多く見られる。確かにデジタル収支赤字は2023年から24年にかけて増加を続けているが、サービス収支全体は2023年以降むしろ改善傾向にある。拡大したのはデジタル収支赤字だけではなく、旅行収支の黒字が急速に拡大した。また、図表9の知的財産権等使用料（デジタル関連を除く）は日本の本社企業が海外現地法人から得るロイヤルティに相当するが、これも安定して増加傾向にある。デジタル収支の赤字拡大にばかり注目するのではなく、サービス収支全体の赤字の動向に注目すべきである。

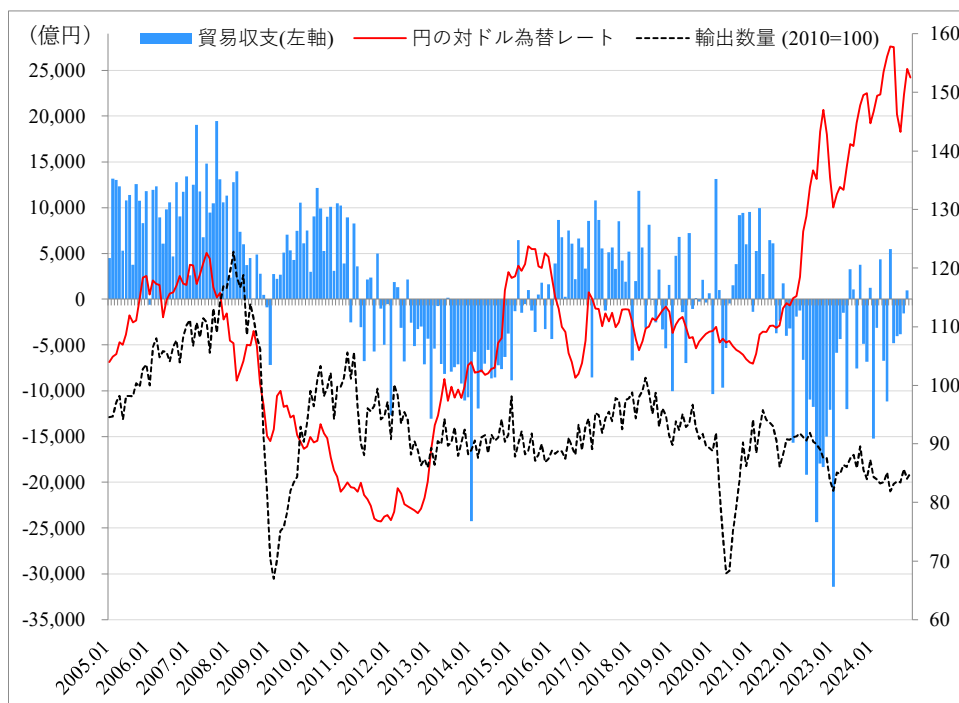
上記の考察を整理すると、サービス収支全体では赤字ではあるものの、2000年代前半と比べると、サービス収支全体の赤字は改善傾向にあると言える。ただし、サービス収支が赤字であることに変わりはなく、特に保険・年金サービス収支の赤字が大きくなっていることには留意が必要である。その中身は、再保険による日本から海外への資金流出であると言われている⁴。この部分については赤字幅の拡大傾向が見られるため、今後も注視していく必要がある。

3. 円安と日本の輸出

(1) 円安と日本の輸出数量

本節では、円安と日本の輸出との関係について考察する。まず、図表10において、2005年1月から2024年12月までの、日本の貿易収支、輸出数量、為替レートを示している。季節調整済みの輸出数量指数は、基準年の2010年の水準から2024年末まで緩やかな低下傾向にある。2013年から2015年まで円が対ドルで80円程度から120円を超えるまで減価した時期も、輸出数量指数はほぼ横ばいであった。貿易収支は2015年に大きく改善したが、これは輸出数量が伸びたからではなく、図表7が示すように原油価格が同年に急落し、日本の輸入額が大幅に減少した結果である。Jカーブ効果が働いて貿易収支が改善したわけではない。

図表10 日本の貿易収支、輸出数量、為替レート（2005年1月～2024年12月）

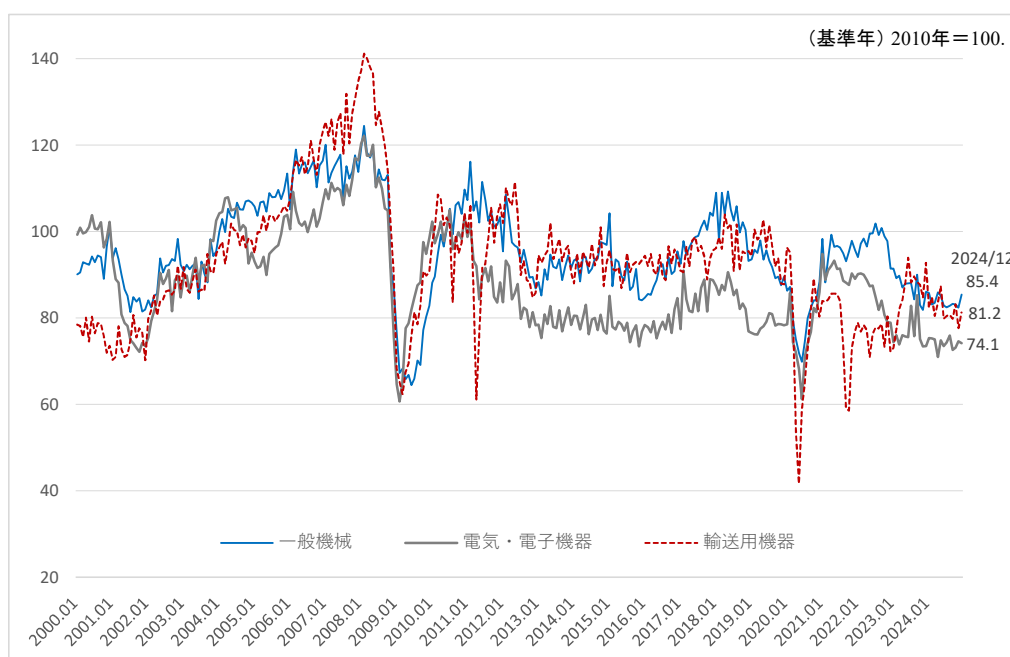


（出所）IMF, International Financial Statistics (IFS)、財務省「貿易統計」より筆者作成

⁴ 松瀬・齋藤・森下（2023）がこの点を指摘している。

次に図表11は、日本の主要機械産業である「一般機械」、「電気・電子機器」、「輸送用機器」の輸出数量指数が2005年1月から2024年12月の期間でどのように変化したかを示している。産業別に動きの違いが見られるが、図表10と同様に、基準年である2010年（＝100）の水準から緩やかな低下傾向を示している⁵。特に一般機械と電気・電子機器は2022年から、輸送用機器は2023年から、輸出数量が大きく低下している。2023年から24年にかけて1ドル＝150円から160円付近の円安水準が続いていたにもかかわらず、輸出数量指数は明らかな低下傾向にある。

図表11 日本の主要機械産業の輸出数量（2005年1月～2024年12月）



(出所) 財務省貿易統計より筆者作成

(2) 円安と日本の輸出物価

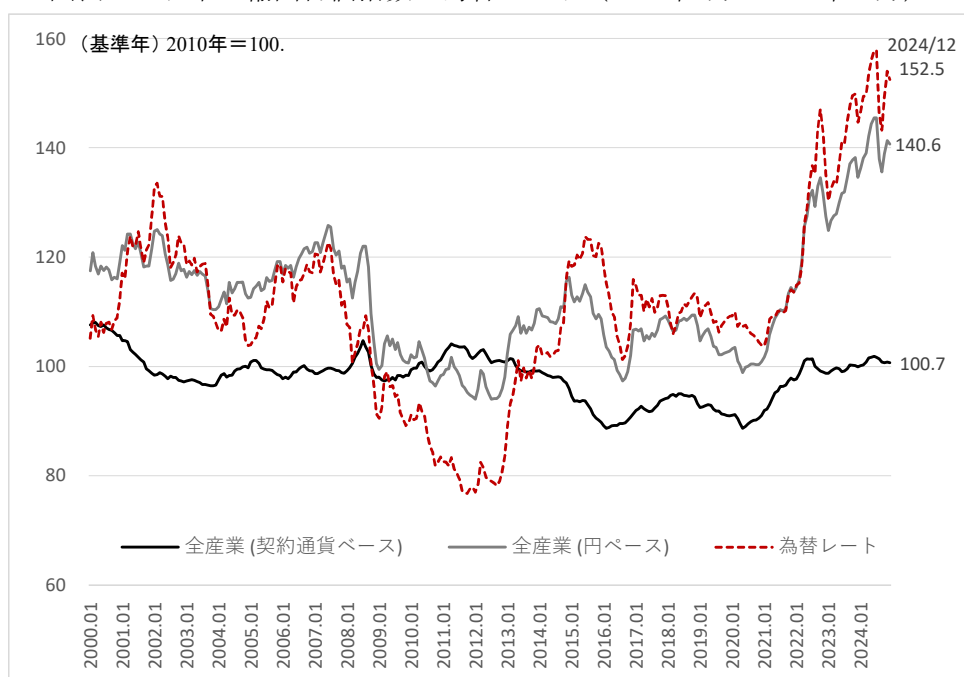
これまで輸出数量の動きを見てきたが、日本の輸出価格はどのように変化してきただろうか。図表12は、2000年1月から2024年12月までの日本の輸出物価指数（円ベースと契約通貨ベース）と為替レートの動きを示している。契約通貨ベースの輸出物価指数とは、通関段階における船積み時点のFOB（本船渡し）価格を調査し、輸出における建値（契約）通貨の情報も入手して作成されたものである。例えば日本の輸出が全てドル建てで取引されており、輸出企業がドル建ての輸出価格を変えなければ、契約通貨ベースの輸出物価指数は一定の値（水平の直線）になる。契約通貨ベースの輸出物価指数に対して、円のそれぞれの契約通貨に対する二国間の名目為替レートに乗じることで、円ベースの輸出物価指数が作成されている。例えば、契約通貨ベースの輸出物価指数が特定の水準で横ばいの動きをしている

⁵ なぜ2010年の水準から輸出数量指数が低下傾向にあるかについては、清水・佐藤（2014）、佐藤（2023）が詳しい説明を行っている。

期間は、円の各契約通貨との間の名目為替レートの加重平均値（すなわち契約通貨のウェイトに基づく名目実効為替レート）と円ベースの輸出物価指数は完全に一致する⁶。

図表12は、契約通貨ベースの輸出物価指数（黒の実線）が2011年前半の104から2016年初めの89へと低下していることを示している。この期間は第二次安倍内閣による積極的な金融緩和策により円安が急速に進んだ時期である。これは日本の輸出企業が急速かつ大幅な円安進行の局面で、相手国通貨（あるいはドル）ベースの輸出価格を引き下げていたことを示唆している。また、契約通貨ベースの輸出物価指数は2020年の89の水準から2022年には101まで大きく上昇している。2021年から2022年にかけて世界的に資源エネルギー価格が高騰したことにより、日本企業が輸出価格そのものを引き上げたことを示唆している。

図表12 日本の輸出物価指数と為替レート（2000年1月～2024年12月）



(注) 為替レートは円の対ドル名目為替レートを指す。

(出所) IMF, International Statistics (IFS)、日本銀行「輸出物価指数」より筆者作成

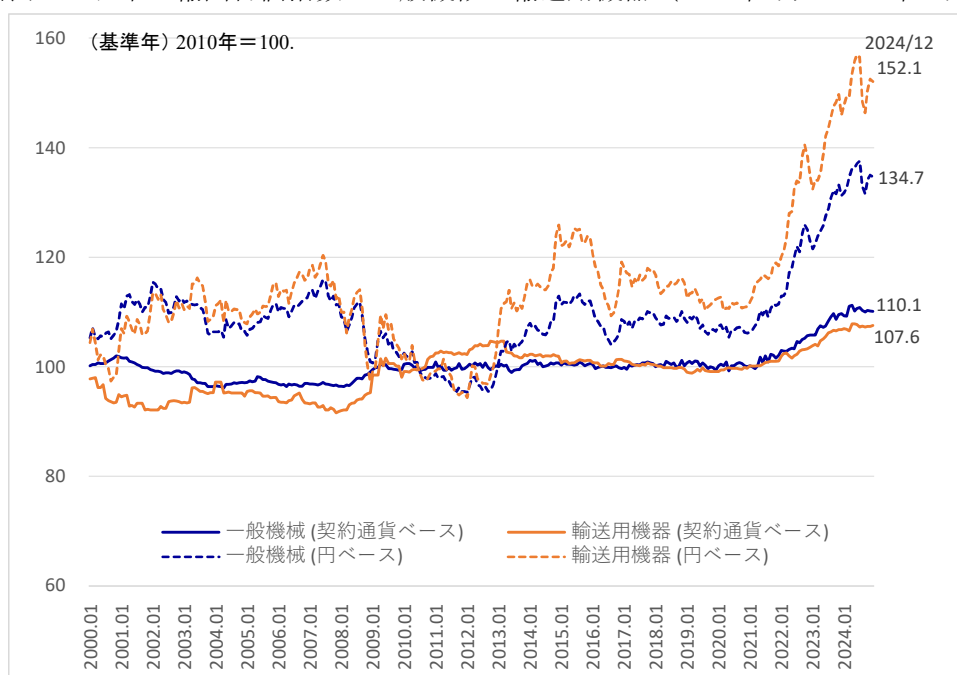
ここまで日本の全産業の平均値である輸出物価指数の動きを見てきた。図表13では、日本の主要輸出産業である一般機械と輸送用機器に焦点を当てて、輸出物価指数の動きを見ていこう。輸送用機器の場合、2008年1月から2012年12月までの円高局面では契約通貨ベースの輸出物価指数が92.0から104.5まで上昇した。この時期に円の対ドル名目為替レートは1ドル＝110円前後の水準から75円台まで増価した。この歴史的とも言える円高進行に対して、自動車に代表される輸送用機器メーカーは円高による為替差損を埋め合わせる目的で輸出価格自体を引き上げたと考えられる。

ただし、一般機械の契約通貨ベースの輸出物価をみる限り、2008年1月から2012年12月ま

⁶ このように契約通貨ベースで円の名目実効為替レートを計算し、実証分析を行った研究として Nguyen and Sato (2019, 2020) がある。

での円高局面で輸出価格への為替転嫁率（為替パススルー率）を引き上げる行動は、輸送用機器産業ほど顕著ではない。その理由として考えられるのは、一般機械メーカーの円建て輸出比率の高さである。後述するように、一般機械産業全体として、輸出の円建て比率が6割を超えている⁷。仮に一般機械の輸出が全て円建てで取引されているとすると、契約通貨ベースの輸出物価指数は円ベースの輸出物価指数と一致する。契約通貨ベースの輸出物価指数が横ばい（一定）であったとしても、為替変動分は輸入企業に完全に転嫁される。これは為替パススルーが100%であることを意味する。契約通貨ベースの輸出物価指数の動きを考察する場合、この建値（契約）通貨が何かを考えることが重要である。

図表13 日本の輸出物価指数：一般機械と輸送用機器（2000年1月～2024年12月）



（出所）日本銀行「輸出物価指数」より筆者作成

その後の2013年からの円安局面では、輸送用機器と一般機械の両方とも契約通貨ベースの輸出物価指数が100前後の水準で横ばいに推移し、その傾向は2021年末まで続いた。日本の輸送用機器メーカーは、円安局面において相手国通貨ベースの輸出価格を安定させるPTM (Pricing-to-Market) 行動をとっていたと解釈できるだろう。たとえ完全なPTM行動であっても、円安局面では大幅な為替差益を享受することができた。他方で一般機械産業の円建て比率が6割以上であることから、一般機械メーカーは為替変動分をかなりの程度輸入企業に転嫁していたことを示唆している。この場合、為替変動によるリスクを一定程度回避することができる半面、円安による為替差益は輸送用機器メーカーと比較して少ない状況が続いていたと考えられる。

⁷ 2022年12月時点で輸送用機器の外貨建て輸出比率が71.3%であるのに対して、一般機械では61.3%が円建てで輸出されている。後掲の図表19を参照。

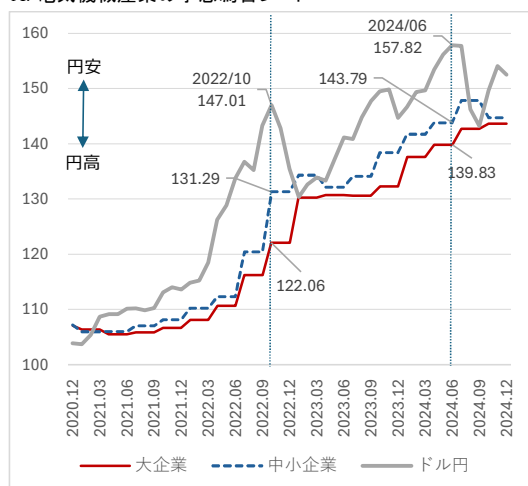
図表13でもう一つ注目すべきは、2022年から24年末にかけて、契約通貨ベースの輸出物価が輸送用機器では7%程度、一般機械では10%程度上昇している点である。2022年から世界的に資源エネルギー価格が高騰したことにより、生産コストの上昇に直面した日本企業は輸出価格そのものを引き上げる（為替パススルー率を高める）行動を取り始めたことが確認できる。

(3) 円安が日本企業に及ぼす影響

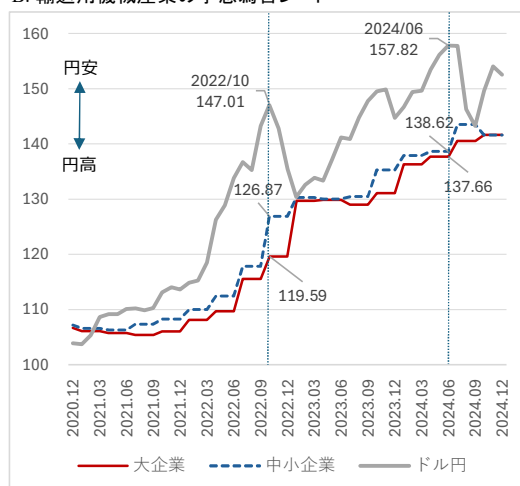
2022年から始まった円安は同年10月に一時1ドル＝151円台の水準に達したが、24年から25年のはじめにかけて1ドル＝150円台の円安水準が定着し、一時は160円を超える水準まで円安が進んだ。このような円安は日本経済にどのような影響を及ぼしているのだろうか。一般に、円安は日本の輸出企業にとってプラスに働くと考えられている。後述するように、日本の輸出は外貨建て比率が高く、円安によって為替差益を享受することができるからである。

図表14 円の対ドル予想為替レート（2020年1月～2024年12月：月中平均値）

A. 電気機械産業の予想為替レート



B. 輸送用機械産業の予想為替レート



(注) 「大企業」と「中小企業」の対ドル予想為替レートは、3月、6月、9月、12月時点の3か月間の予想為替レートを示しており、3か月間は予想が変わらないと仮定。「ドル円」は円の対ドル名目為替レート。

(出所) IMF, International Financial Statistics (IFS)、日本銀行「短観」より筆者作成

図表14は、2020年1月から2024年12月までの、円の対米ドル予想為替レート（想定為替レート）と円の対ドル名目為替レート（実勢レート）を比較したものである。予想為替レートは大企業と中小企業の二つのグラフを掲載している。図表14の左側は「電気機械産業」、右側は「輸送用機械産業」の予想為替レートである。全産業の予想為替レートは掲載していないが、電気機械産業の予想為替レートとほぼ同じ動きであることを指摘しておきたい。

図表14で注目すべきは、2021年以降、実勢レートの減価からかなり遅れて予想為替レートが円安方向に動いている点である。日本企業は保守的に将来の為替レートを想定する傾向がある。現在は円安方向に為替が変化しているとしても、将来また円高に振れる可能性がある

ることを考慮して、予想為替レートを円安方向に変更することに慎重になるという意味である。ただし、将来の為替レートの予想をどこまで保守的に行えるかは、企業の規模や競争力によって決まる。具体的には図表14が示すように、2022年10月の実勢レートが147円01銭であったのに対して、電気機械産業の2022年10月の予想為替レートは中小企業で1ドル＝139円29銭、大企業で122円06銭であった。このとき企業は保守的に為替の予想をたてていたが、中小企業と大企業との間の開きが大きい。

さらに注目すべきは、実勢レートが急激に円高に振れたときに、企業の予想為替レートの水準を超えた円高になり、企業が為替差損を被る可能性である。電気機械産業では2023年1月に実勢レートと大企業の予想レートが1ドル＝130円程度であったのに対して、中小企業は130円を超える円安を予想していた。同じ状況は2024年8月と9月にも起きている。日本銀行が公表する予想（想定）為替レートが企業の採算レートと等しいとは限らない。しかし、日本企業の予想為替レートが実勢レートの円安水準に徐々に近づくにつれて、それまでの円安傾向から急遽円高に振れた場合に、企業規模が小さい、あるいは競争力が相対的に弱い企業ほど深刻な業績悪化に陥る可能性がある。

なお、企業の予想為替レートの水準は業種によって異なりうる。図表14の右側は輸送用機械産業の予想為替レートであるが、中小企業と大企業の両方とも予想為替レートの水準は電気機械産業と比べて円高水準にある。実勢レートが急に円高に転じた2022年10月と2024年8月から9月においても、実勢レートが予想為替レートの水準を超えて増価することはなかった。このように予想為替レートが示唆する企業の競争力は業種によっても異なりうるのである。円安進行による為替差益の享受という側面が強調されることが多いが、企業の予想為替レートが実勢レートに近い水準まで減価することに伴い、実勢レートが急激に円高へと転換することより生じるマイナスの影響も考慮すべきである⁸。

4. 日本企業の為替エクスポージャー

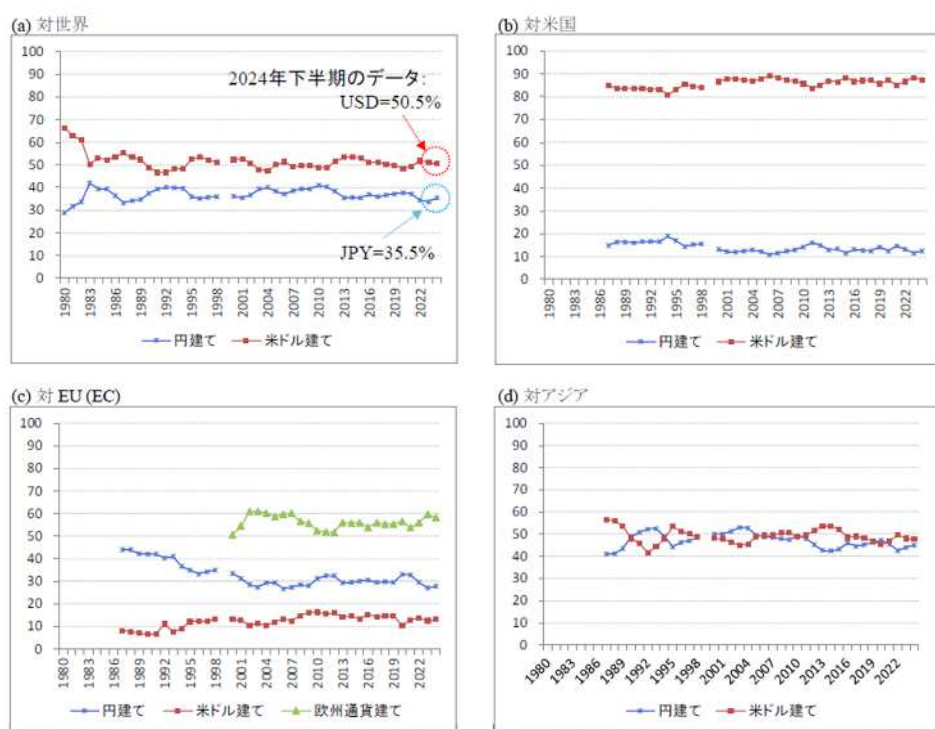
(1) 日本の輸出・輸入全体における建値通貨比率

本節では、日本企業の為替エクスポージャーを貿易面から考察する。まず、貿易を通じた日本経済全体の為替エクスポージャーから考えてみよう。図表15と図表16は、1980年から2024年までの日本の輸出と輸入の貿易建値通貨比率をそれぞれ金額ベースで計算し、年次の時系列データとして示したものである。ただし、1999年のデータは存在せず、2000年以降のデータは当該年の下半期のデータを表す点などに注意が必要である⁹。

⁸ 企業の予想為替レートと実勢レートの水準を比較して、企業の予想を超える水準へと実勢レートが動いたときに「予想を超えた円高」あるいは「予想を超えた円安」と定義し、円高もしくは円安局面における為替パズルの実証分析を行った研究として、Nguyen and Sato (2019), Liu and Sato (2024) がある。

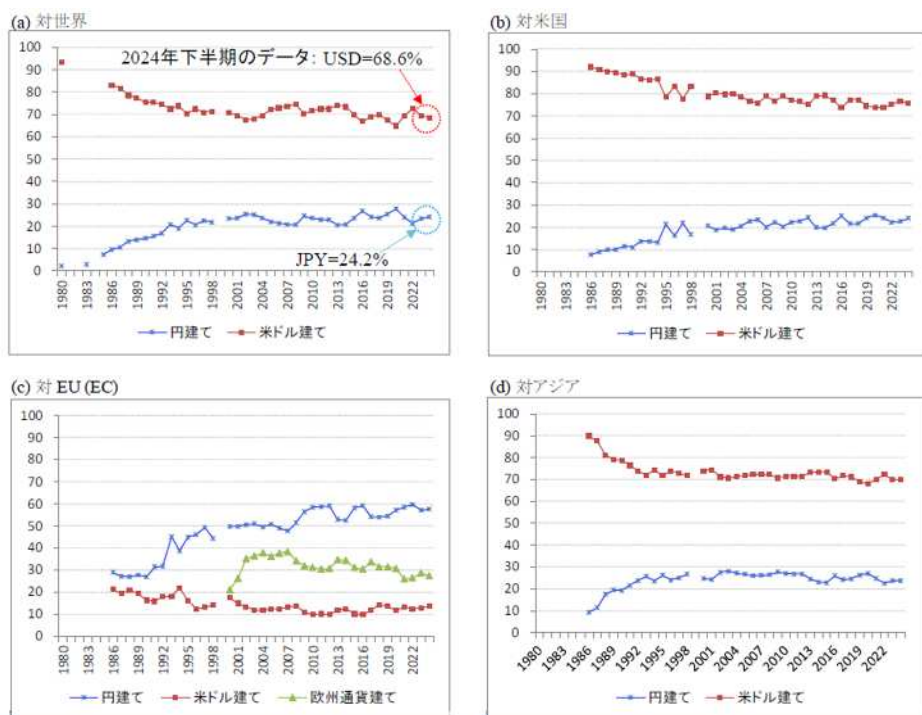
⁹ 図表15と図表16のデータの詳細については佐藤（2023）で説明されている。

図表15 日本の貿易建値通貨比率：輸出（1980年～2024年）



（出所）佐藤(2023), 図3-1および財務省ウェブサイトから取得したデータより筆者作成

図表16 日本の貿易建値通貨比率：輸入（1980年～2024年）



（出所）佐藤(2023), 図3-2および財務省ウェブサイトから取得したデータより筆者作成

図表15の左上のグラフは、日本の貿易建値通貨比率の対世界輸出を示しており、全体の50%以上がドル建てで、35%程度が円建てで輸出されている。図表15のその他のグラフは相手国・地域によって輸出の建値通貨比率が異なることを示しているが、輸出全体としてみると半分以上がドル建てで取引されている。図表16の左上は、日本の対世界輸入における建値通貨比率を示しており、70%弱がドル建て、24%程度が円建てで取引されている。欧州諸国からの輸入では円建て比率が5割を超えているが、米国およびアジアからの輸入ではドル建て比率が7割以上である。日本の輸出の円建て比率（35%程度）が輸入の円建て比率（24%程度）を上回っているという事実は、仮に輸出入が均衡している場合、円安が進むと日本全体として為替差損を被ることを示唆している。

(2) 日本の建値通貨別貿易収支

図表17は、2017年の日本の産業別・建値通貨別貿易収支を示している。日本銀行は毎年12月における日本の輸出と輸入の建値通貨比率を産業別に公表している。この12月の建値通貨比率をその年（1年間）の建値通貨比率であると仮定し、日本銀行の産業分類と財務省貿易統計の産業分類を可能な限りマッチングして、産業別・建値通貨別の貿易収支を作成した。ただし、両統計の産業分類が異なるため、正確なマッチングには限界があり、分類ができないものは「その他産品・製品」に集計している。そのため同産業の輸出額と輸入額が実態よりも大きくなっていることに注意されたい。

図表17 日本の産業別・建値通貨別貿易収支（2017年1月～2017年12月）

	輸出			輸入			貿易収支 (10億円)	
	建値通貨比率 (%)		輸出額 (10億円)	建値通貨比率 (%)		輸入額 (10億円)		
	円建て	外貨建て		円建て	外貨建て			
全産業	38.2	61.8	78,286	26.2	73.8	75,379	10,156	-7,249
食料品・食料用農水産物	-	-	-	26.8	73.2	7,220	-1,935	-5,285
繊維品	34.8	65.2	716	58.1	41.9	997	-330	49
化学製品	28.6	71.4	8,192	48.7	51.3	7,567	-1,342	1,968
金属・同製品	20.2	79.8	6,769	16.1	83.9	6,927	252	-410
木材・木製品・林産物	-	-	-	5.1	94.9	1,154	-59	-1,095
石油・石炭・天然ガス	-	-	-	3.3	96.7	15,840	-523	-15,317
一般機械	60.7	39.3	18,101	36.2	63.8	2,982	9,908	5,211
電気・電子機器	38.1	61.9	13,695	35.1	64.9	12,048	989	658
輸送用機器	35.7	64.3	18,232	40.0	60.0	3,170	5,241	9,821
その他産品・製品	32.6	67.4	12,581	24.3	75.7	17,473	-144	-4,747

(注) 建値通貨比率は日本銀行が公表する2017年12月分のデータを2017年のデータと仮定して使用。

(出所) 財務省、日本銀行より筆者作成

図表17が示すように、2017年の日本の貿易収支は黒字であった。その内訳をみると、円建ての黒字（約10.2兆円）が外貨建ての赤字（約7.2兆円）を金額で上回っていた。産業別にみると、「石油・石炭・天然ガス」は圧倒的な外貨建ての赤字である一方、三大機械産業（「一般機械」、「電気・電子機器」、「輸送用機器」）は円建てと外貨建ての両方とも黒字であった。

中でも、「一般機械」の黒字額が最大であった。同産業では円建ての輸出が非常に大きく、概ね6割を円建てで輸出している。また、「電気・電子機器」をみると、輸出額と輸入額の差があまりなく、産業全体で輸出額と輸入額が概ねバランスしている。そして「輸送用機器」の場合は、圧倒的な輸出超過であり、外貨建ての黒字の方が円建ての黒字よりも大きいことがわかる。

図表18 日本の産業別・建値通貨別貿易収支（2022年1月～2022年12月）

	輸出			輸入			貿易収支 (10億円)	
	建値通貨比率 (%)		輸出額 (10億円)	建値通貨比率 (%)		輸入額 (10億円)		
	円建て	外貨建て		円建て	外貨建て			
全産業	37.2	62.8	98,186	29.8	70.2	118,164	1,312	-21,290
飲食料品・食料用農水産物	-	-	-	36.4	63.6	9,820	-3,574	-6,245
繊維品	32.6	67.4	773	60.8	39.2	1,351	-569	-9
化学製品	34.5	65.5	11,796	64.2	35.8	13,265	-4,446	2,978
金属・同製品	20.0	80.0	9,570	14.6	85.4	12,078	151	-2,659
木材・木製品・林産物	-	-	-	0.9	99.1	1,747	-16	-1,732
石油・石炭・天然ガス	-	-	-	2.7	97.3	33,477	-904	-32,573
一般機械	60.2	39.8	21,425	48.4	51.6	11,486	7,339	2,601
電気・電子機器	37.9	62.1	17,338	26.2	73.8	17,258	2,049	-1,970
輸送用機器	28.9	71.1	19,059	52.7	47.3	3,388	3,723	11,948
その他産品・製品	33.5	66.5	18,225	28.5	71.5	14,295	2,031	1,899

(注) 建値通貨比率は日本銀行が公表する2022年12月分のデータを2022年のデータと仮定して使用。

(出所) 財務省、日本銀行より筆者作成

図表19 日本の産業別・建値通貨別貿易収支（2023年1月～2023年12月）

	輸出			輸入			貿易収支 (10億円)	
	建値通貨比率 (%)		輸出額 (10億円)	建値通貨比率 (%)		輸入額 (10億円)		
	円建て	外貨建て		円建て	外貨建て			
全産業	37.5	62.5	100,874	30.3	69.7	110,196	4,438	-13,760
飲食料品・食料用農水産物	-	-	-	35.3	64.7	9,635	-3,401	-6,234
繊維品	32.6	67.4	785	60.6	39.4	1,247	-499	38
化学製品	34.9	65.1	11,024	63.8	36.2	11,548	-3,520	2,996
金属・同製品	19.1	80.9	9,260	15.9	84.1	10,365	121	-1,225
木材・木製品・林産物	-	-	-	0.9	99.1	1,402	-13	-1,389
石油・石炭・天然ガス	-	-	-	2.7	97.3	27,334	-738	-26,596
一般機械	61.3	38.7	20,943	52.2	47.8	11,974	6,587	2,381
電気・電子機器	37.8	62.2	16,749	27.7	72.3	17,820	1,395	-2,466
輸送用機器	28.7	71.3	23,633	52.7	47.3	4,134	4,604	14,895
その他産品・製品	36.6	63.4	18,479	26.7	73.3	14,739	2,828	912

(注) 建値通貨比率は日本銀行が公表する2023年12月分のデータを2023年のデータと仮定して使用。

(出所) 財務省、日本銀行より筆者作成

次に、2022年および2023年の日本の産業別・建値通貨別貿易収支を示したのが図表18、図表19である。2022年は、外貨建て貿易赤字額が円建て貿易黒字額を大幅に上回ったが、これ

は世界的な資源エネルギー価格の高騰に伴い、「石油・石炭・天然ガス」の赤字が大幅に膨れ上がったからであり、大幅な円安により外貨建て貿易赤字の円換算額が増加した結果でもある。三大機械産業では「電気・電子機器」の貿易収支がほぼバランスした状態になり、「一般機械」の黒字額がやや減少しているが、2017年との大きな違いは生じていない。

2023年も状況に大きな変化はないが、外貨建て貿易赤字額が前年から7.5兆円ほど減少している。これは、「石油・石炭・天然ガス」の赤字が前年から約6兆円減少したことが影響している。「電気・電子機器」は前年と同様に輸出額と輸入額がほぼ同じ水準だが、2023年は赤字額がやや増加している。「輸送用機器」では外貨建ての貿易黒字がさらに増加しているが、これは円安による円換算額の増加が影響していると考えられる。

(3) 主要機械産業のケーススタディ

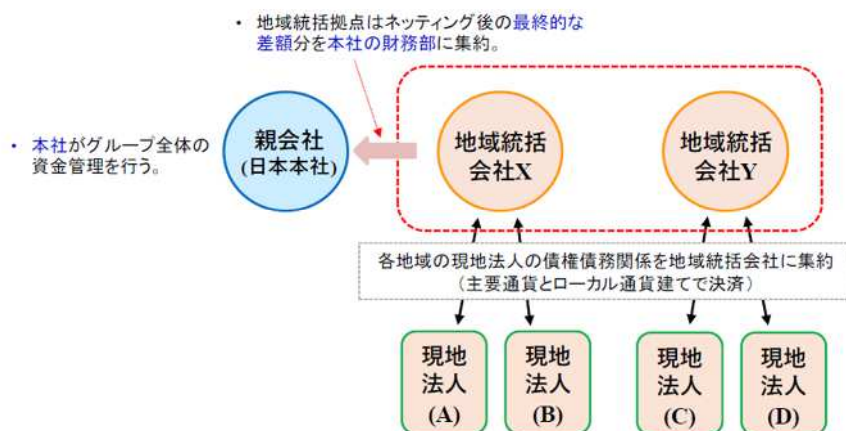
ここまでは日本経済全体、あるいは産業別の為替エクスポージャーについて考察してきたが、ここからは日本企業のケーススタディとして、主要機械産業における日本企業の通貨戦略の考察を行う¹⁰。

まず、グローバルに事業展開する企業の通貨戦略から考察をはじめよう。グローバル企業でよく見られるのが、図表20のような「キャッシュプーリング」による為替リスク管理手法である。キャッシュプーリングとは、現地法人が地域統括拠点にプーリング口座を持ち、地域統括拠点が域内の債権・債務を自らのプーリング口座に集中させるという仕組みである。世界中に海外現地法人を展開し、グローバルな生産・販売ネットワークを構築している大企業ほど、キャッシュプーリングの仕組みを導入している。例えば、アジアにおいて、シンガポールを地域統括拠点とし、アジア諸国の現地法人の債権・債務をすべて集約しつつ、最終的なリスクは本社に集約するというかたちを取る。また、少数ながら、本社も含めた為替管理統括会社（グローバルトレジャリーセンター）を設けるという企業もある（図表21）。

このキャッシュプーリングが可能となる仕組みが、図表22で示す「ラインボイス」である。ラインボイスとは、物流上は日本を経由しない海外現地法人同士の貿易であるが、商流上は一度日本を経由することで、本社が利益を回収する仕組みである。海外に多数の現地法人を展開し、世界中に生産・販売体制を構築しているグローバル企業においてよく行われている。図表22では、アジア所在現地法人から北米所在現地法人向けに輸出が行われるケースを示している。アジア域内諸国の現地法人が域内で国境を越えて取引をする場合にも同様のラインボイスが行われる。また、アジア域内の取引であれば必ずしも本社を介したラインボイスではなく、アジア域内の統括拠点（例えばシンガポール所在現地法人・統括拠点）を介したラインボイスも行われる。

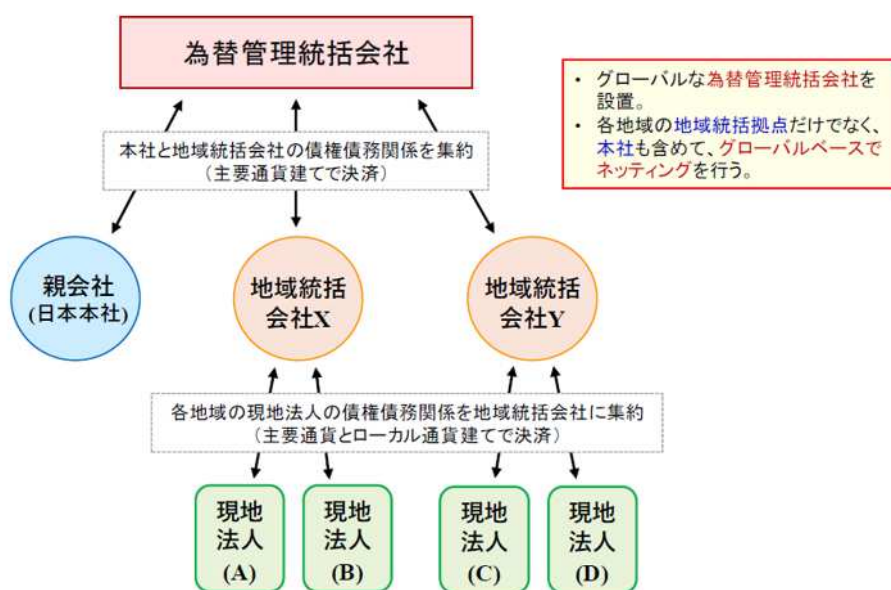
¹⁰ 本節は佐藤（2023）第4章に基づいて執筆している。主として日本の大企業とその現地法人へのインタビュー調査結果に基づいた考察である。

図表20 グローバル企業の通貨戦略：キャッシュプーリング



(出所) 筆者作成

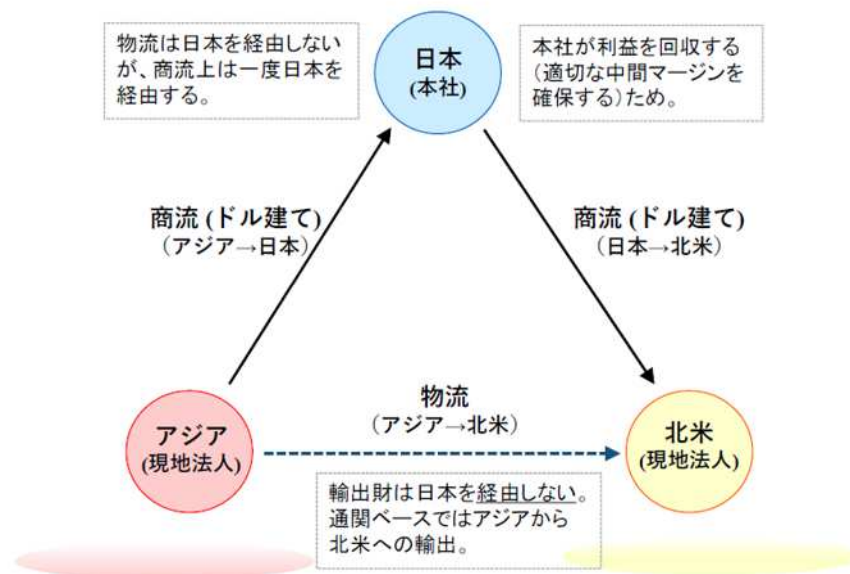
図表21 グローバル企業の通貨戦略：グローバルな為替管理統括会社



(出所) 佐藤 (2023) 図4-5を転載

ラインボイスにおける建値通貨選択については、アジア所在現地法人とのラインボイスは米ドルが一般的に使用されてきた。しかし近年では、アジアの現地通貨建て取引も徐々に増加している。例えば、マレーシアの日系現地法人からタイの日系現地法人向けの輸出がある場合、シンガポール地域統括拠点を介するラインボイスが現地通貨建てで行われるケースも見られる。

図表22 グローバル企業の通貨戦略：ラインボイス



（出所）佐藤（2023）図4-7を転載

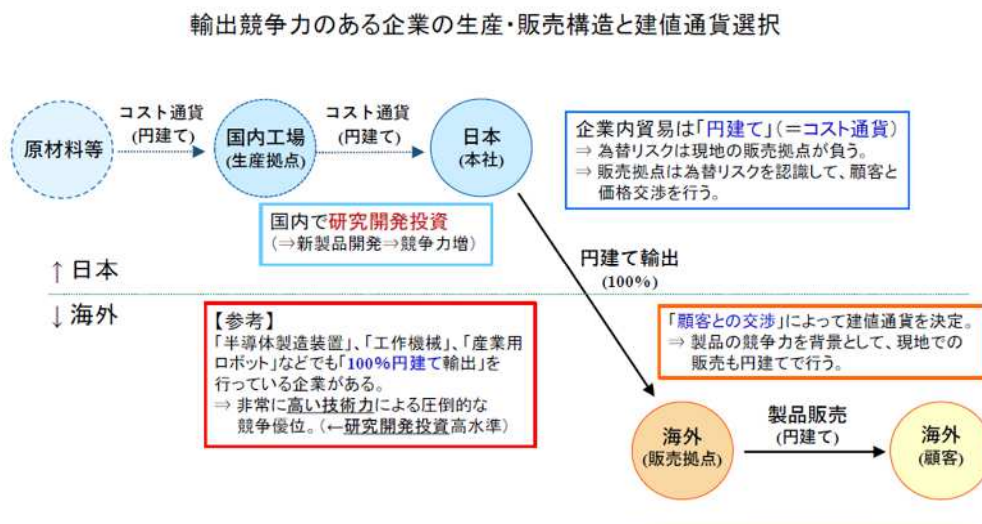
続いて図表23は、円建て輸出を行う企業の通貨戦略を図示したものである。一般に、建値通貨の選択は貿易当事者間の力関係・交渉力によって決まる。円建て輸出を可能にするような強い交渉力の源泉として考えられるのが、企業が輸出する製品が差別化された財であるか否か、他社が容易にまねできないほどの高い技術力をもって作られた財であるか否か、輸出先の市場で圧倒的なシェアを持っているか否か、などである。その高い技術力などを可能にするために、企業は積極的な研究開発投資を国内で行う傾向があり、生産をすべて日本国内で行っている場合も多い。

留意すべきは、日本の大企業は資本関係のない独立企業向けに輸出をするのではなく、自社の海外現地法人向けに輸出をする傾向が強く観察される点である。日本本社から海外現地法人向けへの輸出する（つまり企業内貿易の）場合、一般に本社企業は自社の現地法人に為替リスクを転嫁する行動はとらない。その理由は、本社企業が海外現地法人企業の収益も含めて連結決算ベースで収益最大化を考えるからである。Ito et al. (2018)、佐藤（2023）は、日本の大企業が海外現地法人に対して相手国通貨建てもしくはドル建てで輸出する傾向があることを明らかにしている。

それでは自社製品が圧倒的な競争力を有している企業は、海外現地法人に対して円建てで輸出するのだろうか。図表23は、日本本社から海外現地法人（販売拠点）向けに円建てで輸出を行うケースを示している。日本本社から自社の海外販売拠点に円建てで輸出をする場合、自社の販売拠点は現地通貨で顧客に販売するのではなく、円建てで現地の顧客に販売する。実際に円建てで現地の顧客に販売できるかどうかは、販売拠点と現地顧客との力関係による。販売拠点は自社の製品競争力に基づいて、現地顧客に対して円建てで販売する。つまり、販売拠点現地法人は製品の調達と販売の通貨を円で統一し、為替リスクを負わない行

動をとる。それを可能にするのが圧倒的な製品競争力である。

図表23 輸出競争力が高い企業の通貨戦略



(出所) 佐藤 (2023) 図4-9を転載

このように、日本企業が円建て取引を推し進めるためには、研究開発投資や設備投資の強化を通じた輸出製品の競争力向上が不可欠である。例えば、研究開発投資が高水準で、高い技術力を有する「半導体製造装置」、「工作機械」、「産業用ロボット」といった一般機械産業分野においては、図表17-19が示すように約6割の輸出が円建てで行われている。中には100%円建て輸出を行っている企業も存在する。

ただし、日本企業が今後さらに円建て輸出比率を高めることができるかという点、それは容易ではない。例えば自動車メーカーは北米市場で競合他社と激しい販売競争を続けている。自動車が高度な技術を用いて生産されており、多額の研究開発投資を行っていることは周知のとおりである。また、日本の自動車メーカーの技術力は世界的にも高く評価されてきた。しかし、図表19が示すように、2023年12月時点の日本の輸送用機器輸出の円建て比率は28.7%にとどまっている。輸出される製品の特性によって、あるいはそれら製品の市場競争度によっては、円建てでの輸出が容易に行えないことに留意すべきだろう。

5. 日本経済(企業)の課題

本節では、これまでの分析の結果を示しつつ、日本経済(企業)の課題について説明する。

まず、円安は日本企業にとって問題なのかという点について、日本企業は保守的に予想為替レートを設定する傾向があり、これまで円安によって大きな為替差益を享受してきた。ただし、2022年以降、予想為替レートが大幅に円安方向に進んだことで、2024年には予想為替レートが140円を超える水準まで減価した。そのため、今後為替が円高方向に大きく動くと、

日本企業の収益悪化につながる可能性がある。ただし、産業毎に予想為替レートの水準が異なるため、為替変動の影響も産業によって異なることを考慮する必要がある。

次に、実質実効ベースでの円の減価について、「実質と名目の差」が何に起因するのかを検討した。名目実効ベースでの円の減価は限定的であり、日本の物価が相対的に低いのは、日本企業の生産性の低さ、賃金水準の低迷、国内物価水準の低迷等が要因であると考えられる。すなわち、円の実力ではなく、日本経済の実力が低下した結果、実質実効ベースでの円の減価につながった可能性が高いことを示した。

また、円安は日本経済にとって問題なのかという点について、日本の交易条件が2021年から2022年にかけて、大幅に低下（悪化）していることを指摘した。これは、世界的な資源エネルギー価格の高騰と大幅な円安による影響が大きく、直近では資源エネルギー価格の低下によって交易条件にやや改善傾向が見られる。ただし、日本の交易条件は依然として、2011年から2014年の水準に留まっているため、引き続き注視が必要である。

続いて、日本の貿易赤字について、近年では円安下でも輸出数量が伸びておらず、2011年から2012年の歴史的円高局面で、日本企業の輸出行動が変化し、輸出数量が円安に反応しなくなったことを示した。そして、近年の貿易赤字における最大の要因は、原油等の資源エネルギー価格の高騰であり、原油価格（WTI）が1バレル100ドル前後にまで上昇すると、日本の貿易赤字が拡大することを指摘した。特に2022年は、原油価格の高騰と歴史的円安の二重の影響を受けていたことが明らかになり、クリーンエネルギー等への転換が喫緊の課題となっている。

第一次所得収支と為替レートの関係については、第一次所得収支が巨額の黒字であるものの、その大半が海外に留まり、日本に還流する部分が少ないため、円安が続いているという主張について考察した。この点について、第一次所得収支のすべてが日本に還流しないことは事実であるものの、その約3分の1は日本に還流していることを示した。2022年の貿易・サービス収支の大幅な赤字は例外的な事態であり、この時期に起きた状況を一般化する必然性はなく、2023年以降は、日本への還流分で貿易・サービス収支の赤字をカバーできていることを示した。

また、上記のサービス収支に関連して、近年、デジタル収支の赤字拡大が懸念されており、今後もデジタル収支の赤字が続く可能性は高いと考えられる。ただし、知的財産権等使用料（デジタル収支項目を除く）と旅行収支の黒字も増加しており、2023年と2024年のサービス収支赤字は、2000年代と比べると規模が小さいことを示した。その中で懸念材料となるのが、デジタル収支に加えて、保険・年金サービス収支の赤字拡大であることを指摘した。

そして、日本の為替エクスポージャーと為替リスクへの戦略的対応について、日本の建値通貨別貿易収支（産業別）と日本企業の通貨戦略のケーススタディを行った。まず、建値通貨別貿易収支において、原油等の資源エネルギー輸入の外貨建て赤字が非常に大きいことを示した。また産業別では、「電気・電子機器」は輸出と輸入がほぼバランスしていること、「一般機械」は円建て貿易黒字が格段に大きく、外貨建てでも黒字であること、「輸送用機器（自動車）」は外貨建て黒字が格段に大きく、円安期の為替差益が大きいことを指摘した。

最後に、日本企業の通貨戦略のケーススタディについて、海外に生産販売ネットワークを

構築する大企業は「リインボイス」を積極的に活用しており、商流上、本社もしくは地域統括拠点を經由して輸出・輸入を行うことを示した。なお、その中心は米ドル建て取引であり、欧州ではユーロ建て、アジアでは現地通貨建てでも部分的に使われている一方、円建て取引はあまり使われていない。ただし、圧倒的な輸出競争力を持つ産業（企業）は、円建てで輸出を行っており、特に一般機械産業でその傾向が顕著に見られることを指摘した。

6. 本稿が取り組むべき今後の課題

本稿では取り扱えなかった今後の課題は、実証分析を行うこと、そして輸出だけでなく輸入面の分析も行うことである。一般に日本の貿易はドル建て取引に依存していると考えられてきた。しかし、財務省財務総合政策研究所との輸出入申告データを活用した共同研究において、個票データに基づく実証研究がこれまで明らかにされてこなかった事実を解明しつつある。例えば、Shimizu et al. (2024) は、輸出額にもとづく建値通貨比率だけではなく、輸出件数にもとづく建値通貨比率を計算すると、アジア向け輸出では円建て比率の方が外貨建て比率よりも高くなることを指摘している。また、Yoshimoto et al. (2025) は、日本の輸出企業の上位1%（あるいは上位数%）の大規模企業のみがドル建てを中心に輸出しており、それ以外の大多数の中小企業は円建てを中心に輸出を行っているという注目すべき事実を明らかにしている。

中小企業は日本の全企業数の99%以上を占めている。為替変動が日本経済に及ぼす影響を考える上で、今後は中小企業の建値通貨選択や為替エクスポージャーを分析することが非常に重要である。特に、なぜ大企業と異なり、中小企業では円建て取引が中心に行われているのかという点は、今後の重要な研究課題である。

7. おわりに

本稿では、円安が日本経済に及ぼす影響として、日本企業の輸出入行動と為替変動への戦略的対応について考察した。

まず、円安は日本企業にとって問題なのかという点について、今後為替が円高方向に大きく動くと、日本企業の収益悪化につながる可能性があることを指摘した。ただし、産業毎に予想為替レートの水準が異なるため、為替変動の影響も産業によって異なると考えられる。

次に、実質実効ベースと名目実効ベースの円の動きを比較した結果、実質実効ベースの円大幅な減価は、日本の物価が海外諸国と比較して相対的に低いからであることを指摘した。その原因は日本企業の生産性の低さ、賃金水準の低迷などであり、その結果として、国内物価水準が低迷している。すなわち、円の実力ではなく、日本経済の実力が低下した結果、実質実効ベースでの円の減価につながった可能性が高いことを示した。

また、円安は日本経済にとって問題なのかという点について、世界的な資源エネルギー価格の高騰と大幅な円安によって交易条件が悪化したものの、直近では資源エネルギー価格の低下によって交易条件にやや改善傾向が見られることを指摘した。ただし、日本の交易条

件は依然として、2011年から2014年の水準に留まっているため、引き続き注視が必要である。

第一次所得収支と為替レートの関係については、第一次所得収支のすべてが日本に還流しないということは事実であるものの、その約3分の1は日本に還流していることを示した。2022年の貿易・サービス収支は大幅な赤字であったが、これは一時的なものであり、一般化して考えるべきではないことを述べた。また、サービス収支において、今後もデジタル収支の赤字が続く可能性は高く、加えて保険・年金サービス収支の赤字拡大を懸念材料として挙げた。

そして、日本企業の建値通貨選択については、全般的にドル依存度が高く、特に輸入においてその傾向が強いことを指摘した。さらに、産業別に建値通貨別貿易収支を分析した結果、一般機械では円建て輸出が多く、原油等の資源エネルギー輸入は外貨建て取引が多いため、特に後者においては赤字が大きくなる傾向があることを示した。その上で、為替リスクを回避するための日本企業の戦略的対応をケーススタディによって考察した。そこでは、日本の大企業が展開する国際的な生産販売ネットワークにおいて米ドル建て取引が中心的な役割を果たしており、円建て取引はあまり行われていないことを示した。ただし、他社が容易にまねできないほどの圧倒的な輸出競争力を持つ産業（企業）では円建てで輸出が行われている。日本の主要輸出企業はグローバルに生産・販売ネットワークを構築しており、海外諸国との貿易は企業内貿易が中心である。日本本社から海外現地法人向けに円建て取引を推し進めることは容易ではないが、円建て取引を行うためには、少なくとも研究開発投資や設備投資の強化を通じた、輸出製品の競争力向上が不可欠であることを指摘した。

最後に、本稿における今後の課題として、実証分析の必要性、輸入面でのさらなる分析が必要であることを示した。特に、なぜ大企業と異なり、中小企業では円建て取引が中心に行われているのかという点は、今後の重要な研究課題である。

参考文献

- 佐藤清隆 (2023) 『円の実力：為替変動と日本企業の通貨戦略』 慶應義塾大学出版会.
- 佐藤清隆 (2025) 「企業の想定為替レートと為替差益」 『週刊エコノミスト』 2025年2月25日・3月4日合併号, 54–55頁.
- 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.
- 松瀬滯奈、齋藤誠、森下謙太郎 (2023) 「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」 『日銀レビュー』 2023-J-9.
- Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato and Junko Shimizu (2018), *Managing Currency Risk: How Japanese Firms Choose Invoicing Currency*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Liu, Nan and Kiyotaka Sato (2024), “Asymmetric Exchange Rate Pass-through between Unexpected Yen Appreciation and Depreciation: The case for Japanese machinery exports,” RIETI Discussion Paper 24-E-008.
- Nguyen, Thi-Ngoc Anh and Kiyotaka Sato (2019), “Firm Predicted Exchange Rates and Nonlinearities in Pricing-to-Market,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 53 (September), 101035.
- Nguyen, Thi-Ngoc Anh and Kiyotaka Sato (2020), “Invoice Currency Choice, Nonlinearities and Exchange Rate Pass-Through,” *Applied Economics*, 52(10), pp.1048–1069.
- Shimizu, Junko, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Yushi Yoshida, Taiyo Yoshimi, Uraku Yoshimoto (2024), “Invoice Currency Choice and its Determinants in Japanese Trade: New Evidence from Japanese Customs Data,” PRI Discussion Paper Series (No.24A-02).
- Yoshimoto, Uraku, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, Yushi Yoshida, Taiyo Yoshimi (2025), “Myth of U.S. Dollar Dominance in Japanese Exports: New Evidence from Japanese Customs Level Data,” NBER Working Paper No. 33748.