

我が国貿易・経常収支の動向と今後の展望

——為替レートの及ぼすマクロ的效果——

経済調査部 平岡 博之

【要 旨】

'85年度のG5プラザ合意以降の大幅な円高にもかかわらず、日本の貿易黒字は'85、'86年度と大きく拡大した。また'89年度に入ってから円安が進んだが、日本の貿易黒字は逆に大きく縮小した。

このレポートでは、この原因を明らかにするため、当研究所のマクロモデルを用い日本における為替と貿易・経常収支との関係（Jカーブ効果）を分析する。

その結果は以下の通りである。すなわち、円高は通常輸出を減らし輸入を拡大させるために貿易収支の黒字を縮小させると考えられているが、1度限りの円高は、短期的にみれば、①円高のドル建て輸出価格上昇の黒字拡大効果が、②実質輸出の減少効果、③実質輸入の拡大効果、④ドル建て輸入価格の上昇効果の3つの黒字縮小効果を上回るため、1年間は黒字を拡大させる効果を持つ（Jカーブ効果の第1フェイズ）。1年間経過後、初めて後3者の効果がドル建て輸出価格上昇の効果を上回り、貿易黒字を縮小させるのである（Jカーブ効果の第2フェイズ）。そして、この第2フェイズの貿易黒字縮小効果は、円高が始まって3年後に最もその効果が大きくなる。

一方、経常収支に対する為替の影響は、貿易収支とはやや異なる。これは、円高が1年間貿易黒字を拡大させるのに対して、貿易外収支に対しては、円高当初から黒字縮小要因として作用するためである。このため、円高の経常収支に対するJカーブの第1フェイズの期間は約3四半期と、貿易収支の1年間よりもやや短いものとなっており、第2フェイズの黒字縮小効果も、経常収支の方が貿易収支よりも大きくなる。

また、円高が継続した場合、その“合成Jカーブ効果”による黒字拡大期間は1度限りの円高よりも長くなる（同率で円高が進んだ場合、貿易収支で2年間、経常収支では1年間黒字を拡大させる）。これが'85年第2Q以降の急激な円高にもかかわらず黒字の縮小が進まなかったもうひとつの原因であると考えられる。

つまり'89年第2Q以降、対外不均衡が大きく改善しているのは、一つは過去'85年度から'87年度にかけての大幅な円高の効果のおかげであると言えよう。もし、'85

年第2Q以降の円高がなかったならば、現在の貿易・経常収支の黒字額は1,300億ドルにも達していたであろう。

以上の分析を基に、'90年度の貿易・経常収支の見通しを行うと、'90年度の貿易黒字は'89年度に比べて+146億ドル拡大し921億ドルとなろう。このうち、'89年度の円安の第2フェイズの黒字拡大効果・'90年度の円高の第1フェイズの黒字拡大効果合計は+110億ドルとそのほとんどを占める。一方、経常収支については、海外短期金利の下落による対外債務利子支払い額の減少によって投資収益の黒字が大きく拡大することから、貿易黒字の拡大額を更に50億ドル上回った黒字増加となろう。

もし、'90年度も円安が続けば、貿易黒字はこれほど大きな拡大は示さない可能性がある。しかし、より中期的な対外不均衡の是正を考えた場合、円安の持続はかなり問題があるといえる。'90年度以降、年率で10%の円安が続くと仮定した場合、'90年度には貿易黒字を▲41億ドル縮小させる効果を持つが、'95年度には逆に+368億ドル貿易黒字を拡大させてしまうであろう。

以上のことから判断すれば、今後、中期的に対外不均衡を是正していくためには、円高も一つの解決策になることは確かである。ただ、例えばさまざまな輸入規制の緩和、製品輸入の拡大による輸入の所得弾性値の上昇、海外直接投資の増加による輸出の所得弾性値の低下といった、日本の輸出入構造を変化させていく努力も必要である。

現在進みつつある米国での保護主義の台頭や、日本の準管理貿易への移行の兆しは、世界経済の長期的発展にとって良い結果をもたらさないであろう。過去の為替の対外不均衡是正効果を再認識し、適切な為替政策や財政・金融政策での国際協調により自由貿易主義を堅持すべきであろう。

1. はじめに

'85年度に始まった大幅なドル高にもかかわらず日本の貿易黒字は'85、86年度と大きく拡大した。そして、'87年度にようやく黒字が縮小傾向に入ったものの、その改善スピードは穏やかなものにとどまっていた。ところが'89年度に入り、為替レート（円の対ドルレート、以下特に断らない限り同じ）が円安に進んでいるにもかかわらず、日本の貿易黒字は非常なスピードで縮小している。

このレポートでは、日本の貿易・経常収支について、為替レートの変化がどういった影響を及ぼすかという点を中心に、当研究所の計量モデルを用いて分析を試みたい。

具体的にはまず第1に、為替の円高が、日本のドル建て輸出入価格や実質輸出入に対してどのような影響を持ったかについて分析を行う。第2に、Jカーブ効果の分析を通じて、日本の貿易収支が為替の変化に対して期間の経過とともにどのようなイン

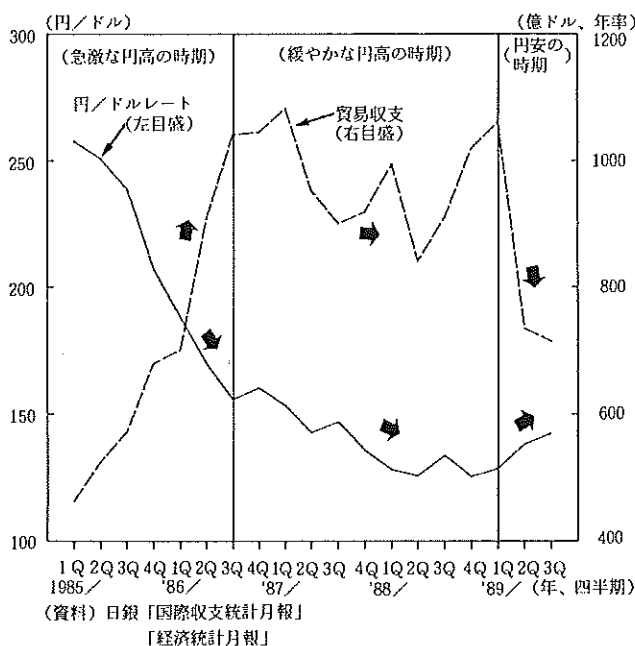
パクトを受けるのかについて分析する。第3には、経常収支についての分析を行うため、貿易外収支のうち、特に旅行収支・投資収益収支について為替の与えた影響の分析を行う。

そして、以上の分析を踏まえて、今後の日本の貿易・経常収支の動向についての短期的な見通しを行うと同時に、今後中期的な対外不均衡の是正に対して為替レートがどのような影響を持つかについても言及したい。

2. これまでの貿易収支と為替レートの推移

'80年代の前半における長期のドル高は、米国の輸出産業の価格競争力を弱める一方で、日本の産業の輸出競争力を高めるといった結果を招いた。この結果、米国の貿易収支が次第に悪化する一方で、日本の貿易黒字は大きく拡大した。そして、日米貿易不均衡に象徴される先進国間の対外不均衡の是正が、累積債務問題とともに世界経済における問題の一つとしてクローズアップされることとなる。

図-1 最近の為替レートと貿易収支



そして、この問題に対する処方箋として取られたものの一つが、'85年9月のG5プラザ合意（先進5カ国蔵相・中央銀行総裁会議）に象徴されるドル高の大幅な是正であった。'85年第1Qの258円をピークに円の対ドルレートは急速に上昇しており、'86年第3Qには156円にまで一気に切り上がっている（図-1）。

しかし、肝心の貿易黒字の縮小は進まず'85年第1Qには年率で400億ドル強だった日本の貿易黒字は逆にその後急速に拡大し、'87年第1Qには年率で約1,100億ドルもの黒字を計上することとなる。

その後、'87年2月のルーブル合意に至り、為替レートのみでは先進国間の対外不均衡を是正することは困難であるとの認識から、ドル高の是正からドルの安定へと為替に対する合意が変化するに至り、それ以降'88年初までは穏やかな円高が進んだ。一方、急速な円高下では進まなかった貿易黒字の是正は、この時期には穏やかながらも縮小経路を示した。

そして'88年度に入ってから、①FRBの金融政策の引き締めによる日米金利差の拡大、②先進国間の不均衡（特に米国）が穏やかながらも縮小していたこと、③米国でもインフレ懸念からドル高を容認する環境にあったこと等からドルはむしろ堅調

に推移し、特に'89年度に入ってからドルが大きく上昇する一方、日本の貿易黒字については、'88年第2Q以降、米国を始めとする世界景気の好調による輸出の増加等から拡大していたのが、'89年第2Q以降は大幅な縮小を示している。

3. 円高の輸出入数量・ドル建て価格に与えた影響について

以上見てきた通り、為替の円高期には貿易黒字はむしろ拡大し、逆に円安期には黒字が縮小に向かう等、一般的に認識されている為替と貿易収支との関係が逆になっている。これは、どういう要因によるものであろうか。以下ではこのことを明らかにするために、'85年度に入ってから円高が、輸出入の動向に与えた影響を、数量・ドル建て価格別にみてみたい。

具体的な方法としては、当研究所のマクロモデルを用いて、'85年第2Q以降の円高が進まなかったと仮定した（'85年第2Q以降の為替レートを'85年第1Qの実績値258円で固定する）シュミレーション上の輸出入数量・ドル建て輸出入価格と、現実の（つまり、円高が進んだ）値とを比較する。

(1) 円高のドル建て輸出金額に与えた影響について

ドル建ての輸出金額は、①実質輸出、②円建て輸出価格、③円ドルレートの3項の積で表すことができる。また、ドル建て輸出価格は②と③の積で表すことができる。つまり、円高のドル建て輸出金額に与える影響をみるには、円高により円建て輸出価格がどういう影響を受け、これにより円建て輸出価格と為替との積であるドル建て輸出価格がどう変化し、このドル建て輸出価格の変化を通じて、実質輸出がどういう影響を受けるのかを調べる必要がある。そして、結果的には、ドル建て輸出価格と実質輸出との積によりドル建て輸出金額は決定されるので、以下では円高のドル建て輸出価格に与えた影響、実質輸出に与えた影響、ドル建て輸出金額に与えた影響の順番で述べてみたい。

(イ) 円高のドル建て輸出価格に与えた影響

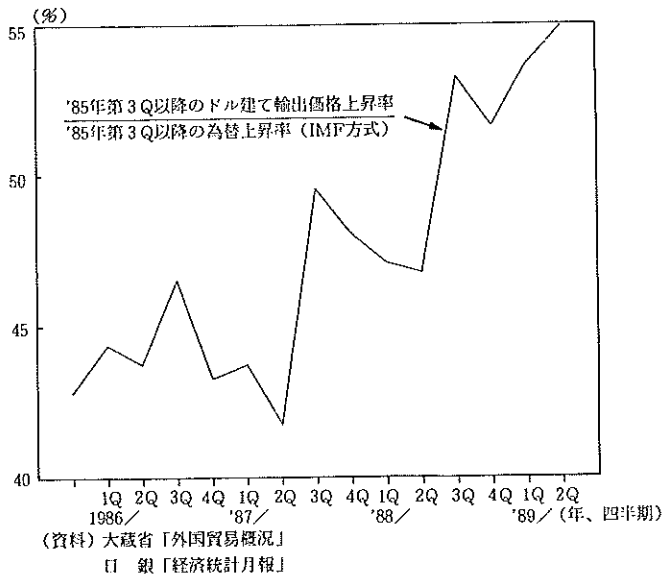
日本の輸出契約の約2/3はドル建てで契約されており、これらの契約については、円高が進めば、ドルでの輸出価格を引き上げない限り、円建て輸出価格の下落を招くこととなる。このため、日本の輸出企業は、円建て輸出価格を維持しようとするならば、ドル建てでの輸出価格を引き上げざるを得ない。もし日本の輸出企業が、円高に対して円建てでの輸出価格を完全に維持するためには、為替の変化に対して100%の価格転嫁（ドル建て輸出価格上昇率/為替変化率）をしなければならない。

しかし、ドル建てでの輸出価格を引き上げれば、海外での輸出市場において他の輸

出国や現地の競合産業との価格競争上不利となり、実質輸出の減少を招くこととなる。このため、日本の輸出企業にとっては、100%の価格転嫁をすることが最大限の利潤を獲得するための最適の方法であるとは限らない。つまり、簡単に言えば、日本の輸出企業の価格転嫁率は、価格転嫁をすることによる円建て輸出価格下落を防ぐメリットと、ドルでの輸出価格上昇により実質輸出が減少するというデメリットの両者を比較勘案し、決定されるものと考えられる。

ここで、急速に円高の始まった'85年第3Q以降の日本の輸出企業における価格転嫁率を計算してみると、'87年第2Qまでは概ね45%程度にとどまっておられ、その後は上昇傾向にあるものの、'89年第2Qで55%とかなり低い水準であると言える(図-2)。

図-2 日本の輸出企業の価格転嫁率



これは、①'87年前半までは、大幅かつ急激な円高による国内景気へのデフレ効果に対処するため、企業が固定費負担増を避ける観点から価格転嫁を抑えて実質輸出の大幅な減少を避けたこと、②日本の輸出企業が、海外でのマーケットシェアを重視しており、為替の短期的な変動に対する価格転嫁に慎重で、ドル建てでの輸出価格を安定させる価格政策を取っていることが背景にあると考えられる。

そこで、'81年第2Qから'89年第2Qまでの期間で、日本のドル建て輸出価格関数を推計してみると(付注-1)、ある期に円高が起こっても、企業は当該期に約38%、翌期に約16%、そして翌々期に約3%しか価格転嫁をしていない。円建てでの輸出契約が約1/3あり、これらの契約については自動的にドル建て輸出価格の上昇をもたらすことを考えると、その価格転嫁率水準はかなり低いといえよう。

(付注1) 日本のドル建て輸出価格の推計

$$\text{LOG (PXC)} = 1.42 + 1.06 \times \text{LOG (WPI)} - 0.57 \times \sum_{i=0}^2 a_i \text{LOG (FREX)} + 0.291 \times \text{LOG (WPRICE)}$$

(1.85)(4.65) (6.02)

2次シララグ	$a_0 = 0.66 (-8.79)$	ただし、PXC	日本のドル建て輸出価格
終点制約有り	$a_{-1} = 0.28 (-9.51)$	WPI	日本国内卸売物価
	$a_{-2} = 0.06 (-1.98)$	FREX	円/ドルレート
	合計=1.00 (-20.28)	WPRICE	先進国工業品輸出価格指数

R×R=0.9951 D.W.=1.22 推計期間'81/1Q~'89/2Q、() : t値

この輸出価格関数を用いたモデルにより、'85年第2Q以降円高が進まなかった場合（'85年第1Qの為替レートである1ドル=258円で一定）のドル建て輸出価格と、円高が進んだ現実のドル建て輸出価格とを比較してみると（図-3）、常に円高が進んだ現実のドル建て輸出価格のほうが常に高くなっており、'85年度で両者の乖離率は6%、'86年度には21%、そして'88年度には35%と円高の進行とともに乖離率が拡大している。

(ロ) 円高の実質輸出に与えた影響

このシュミレーションにより、円高は日本の輸出企業による価格転嫁行動を通じて、ドル建て輸出価格を引き上げる効果を持つことがわかった。ただ、一方でその価格転嫁率は5割程度の低い水準であるため、円高のドル建て輸出価格を引き上げる効果は、

為替の変化幅に比べれば、相対的に小さなものにとどまっている。

実質輸出を一定とすれば、ドル建て輸出価格の上昇はドル建て輸出金額の増加をもたらす。しかし、ドル建て輸出価格が上昇すれば、既に述べたように、実質ベースでの輸出を減少させるため、為替の円高によりドル建て輸出価格が上昇した場合にドル建て輸出金額が増えるかどうかは、ドル建て輸出価格上昇の度合と実質輸出減少の度合との大小関係により異なることとなる。

そこで、以下ではまず、円高によるドル

建て輸出価格の上昇が、日本の実質輸出にどの程度の影響を与えたのかをモデルを用いて調べてみた（なお、このモデルでは、日本の輸出関数は、対米向け輸出関数と米国以外向け輸出関数の2本の関数から推計されている〈付注-2〉）。

この2本の輸出関数からまず2つのことが言える。つまり、①両関数とも輸出の価格弾性値が▲1を越えており、1%のドル建て輸出価格の上昇は、1%以上の実質輸出の減少をもたらすはずであるということ、②ただ、ドル建て輸出価格の変化が実質輸出に与える影響は、かなり長い期間のラグを伴っているため、短期的にみれば実質輸出はドル建て輸出価格の上昇ほどは減少しない可能性があることである。そこで、前回と同様に、'85年第2Q以降為替が一定（'85年第1Qの1ドル=258円）の場合のシュミレーション上の実質輸出と、円高が進んだ現実の実質輸出とを比較してみた（図-4）。

図-3 円高がドル建て輸出価格に与えた影響

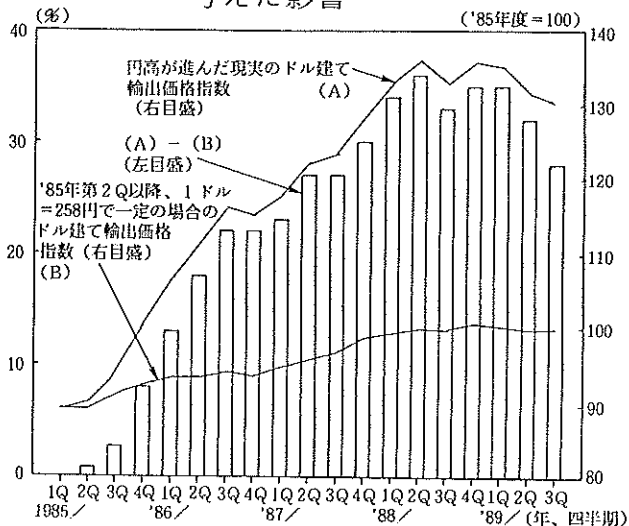
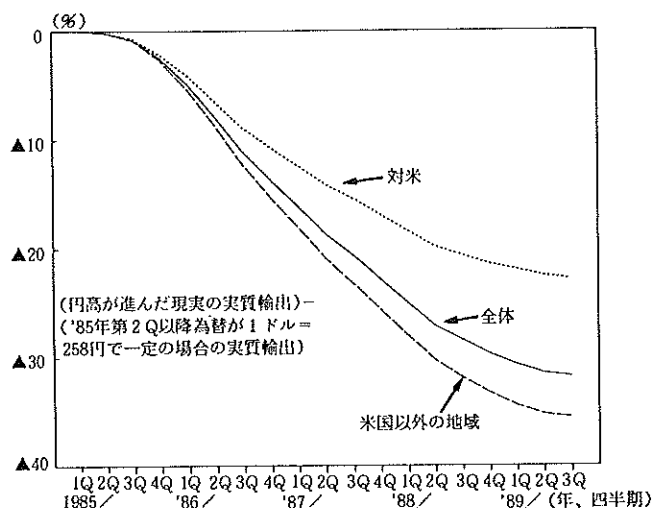


図-4 円高の実質輸出に与えた影響



円高によるドル建て輸出価格の上昇により、米国向け、その他地域向けともに日本からの実質輸出が減少しており、円高が進まなかった場合に比べて、日本の実質輸出はトータルで'85年度に▲2%、'86年度に▲12%減少している。しかし、既に述べたように、一方で円高はドル建て輸出価格を'85年度に+6%、'86年度には+21%上昇させており、円高の実質輸出削減効果は、少なくとも短期的にみれば、ドル建て輸出価格引き上げ効果よりも小さいということがいえる。

また、いま一つ指摘できることは、円高の実質輸出削減効果は、米国以外の地域に対しては大きいものの米国向けでは小さいということである。これは主として、米国

(付注2) 実質輸出関数の推計

(米国向け)

$$\text{LOG (EXUSA)} = -9.12 + 3.70 \times \text{LOG (USAGNP)} - 1.21 \times \sum_{i=0}^{-13} a_i \text{LOG (PXC/USWPI)} + 1.76 \times \text{LOG (IIP85C01)} - 1.03 \times \text{LOG (DDT (-1))}$$

(-7.71)(8.55) (3.01) (-2.23)

2次シララグ、
終点制約有り

$a_0 = 0.17 (-5.94)$	$a_7 = 0.06 (-4.51)$
$a_1 = 0.15 (-6.63)$	$a_8 = 0.04 (-3.45)$
$a_2 = 0.13 (-7.40)$	$a_9 = 0.03 (-2.64)$
$a_3 = 0.11 (-8.04)$	$a_{10} = 0.03 (-2.02)$
$a_4 = 0.10 (-8.07)$	$a_{11} = 0.02 (-1.54)$
$a_5 = 0.08 (-7.21)$	$a_{12} = 0.01 (-1.17)$
$a_6 = 0.07 (-5.83)$	$a_{13} = 0.01 (-0.87)$
合計=1.00 (-65.32)	

ただし、

EXUSA	米国向け実質輸出
USAGNP	米国実質GNP
PXC	日本のドル建て輸出価格
USWPI	米国卸売り物価指数
IIP85C01	日本の生産能力指数
DDT	日本の実質民間需要

R×R=0.9850 D.W.=1.23 推計期間'79/1Q~'89/2Q、() : t値

(その他地域向け)

$$\text{LOG (EXWRD)} = 3.96 + 0.40 \times \text{LOG (WIM)} - 1.60 \times \sum_{i=0}^{-14} a_i \text{LOG (PXC/WPRICE)} + 2.02 \times \text{LOG (IIP85C01)} - 0.23 \times \text{LOG (DDT (-1))}$$

(1.32)(1.46) (7.88) (-0.63)

2次シララグ、
終点制約有り

$a_0 = 0.15 (-7.97)$	$a_8 = 0.05 (-2.66)$
$a_1 = 0.14 (-8.09)$	$a_9 = 0.04 (-2.22)$
$a_2 = 0.12 (-7.64)$	$a_{10} = 0.03 (-1.86)$
$a_3 = 0.11 (-6.73)$	$a_{11} = 0.02 (-1.56)$
$a_4 = 0.10 (-5.68)$	$a_{12} = 0.02 (-1.30)$
$a_5 = 0.08 (-4.70)$	$a_{13} = 0.01 (-1.09)$
$a_6 = 0.07 (-3.87)$	$a_{14} = 0.01 (-0.91)$
$a_7 = 0.06 (-3.20)$	合計=1.00 (-59.48)

ただし、

EXWRD	その他地域向け実質輸出
WIM	実質世界輸入 (日本、米国除き)
PXC	日本のドル建て輸出価格
WPRICE	先進工業品輸出価格指数
IIP85C01	日本の生産能力指数
DDT	日本の実質民間需要

R×R=0.9557 D.W.=0.99 推計期間'77/1Q~'89/2Q、() : t値

向け輸出の価格弾性値（▲1.2）が、その他地域向け輸出の価格弾性値（▲1.6）よりも小さいことに起因するものとみられる。つまり、円高が進めば、ある程度の長い目でみれば実質輸出の削減効果についてかなり大きなものが期待できるが、米国向け実質輸出の削減効果は相対的に小さい。

（イ）円高のドル建て輸出金額に与えた影響

既に述べた通り、円高のドル建て輸出金額に与える影響は、日本の輸出企業の価格転嫁行動を通じたドル建て輸出価格の上昇率と、それによる実質輸出の減少率との大小関係により決まる。

'85年第2Q以降、円高が進まなかった場合（'85年第1Qの258円で一定）のシュミレーション上のドル建て輸出金額と、円高の進んだ現実の値とを比較すると、円高が始まった'85年第2Q以降'88年第1Qまでの間、円高のドル建て輸出価格引き上げ効果が、実質輸出削減効果を上回っているため、円高がドル建て輸出金額を増やす働きをしたことがわかる（表-1、図-5）。

'88年第2Qに入り、ようやく'85年第2Q以降の円高の実質輸出縮小効果がドル建て輸出金額を減らし始めている。つまり、対外不均衡の是正を目指して行われた円高は、ドル建てでの輸出金額面からは、3年間の間、逆に黒字を拡大させる働きをしたこととなる。つまり、円高が輸出を減らすという効果は、実質ベースの輸出では確

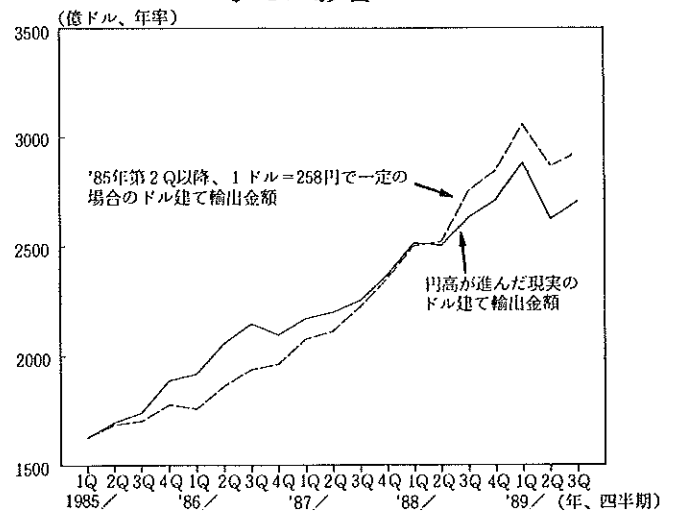
表-1 円高によるドル建て輸出価格引き上げ効果と実質輸出削減効果

(単位、%)

	85年			86年			87年			
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
ドル建て輸出価格上昇効果	+1	+3	+8	+13	+18	+22	+22	+23	+27	+27
実質輸出削減効果	0	▲1	▲3	▲5	▲8	▲11	▲14	▲16	▲19	▲21
ドル建て輸出金額への影響	+1	+2	+6	+8	+10	+10	+6	+4	+4	+1

	87年			88年			89年		
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
ドル建て輸出価格上昇効果	+30	+34	+36	+36	+33	+35	+32	+28	
実質輸出削減効果	▲23	▲25	▲27	▲28	▲30	▲31	▲32	▲33	
ドル建て輸出金額への影響	+1	-1	▲1	▲2	▲7	▲7	▲10	▲16	

図-5 円高のドル建て輸出金額に与えた影響



(表1の注)

- (注) 1. 実際（円高）の数値と為替が'85年第2Q以降1ドル=258円で一定の場合のシュミレーション数値との差額を%で表したもの
 2. ただこの数値は、厳密には'89年度第2Q～第3Qには円安の影響も出ている点に注意する必要がある。

かにそうであるが、ドル建て輸出金額でみれば、そうした効果が現われるまでに、一般的に認識されている以上に長い期間を要することがわかった。

(2) 円高のドル建て輸入金額に与えた影響について

為替の円高は、一方で輸入に対しても影響を与える。日本のドル建て輸入金額は、輸出と同様に、①実質輸入、②ドル建て輸入価格（＝円建て輸入価格×為替レート）の2項の積で表すことができる。つまり、為替の変動がそれぞれにどのような影響を与えるかを調べる必要がある。

(イ) 円高のドル建て輸入価格に与えた影響

円高がドル建て輸入価格に与える影響としては2つのことが重要であると考えられる。ひとつは、ドル建て製品輸入価格を上昇させる効果であり、もうひとつは製品輸入比率を高める効果である。

(イ)－1. 円高のドル建て製品輸入価格引き上げ効果

輸出と異なり、輸入については為替がドル建て輸入価格に与える影響は相対的に小さい。これは、製品輸入を除く輸入のほとんどがドル建てで取引されていること、世界的な自由競争下で価格が決定される輸入品（例えば原油等）については、円ドルレートが変化しても、ドルベースでの輸入価格にはほとんど影響を与えないと考えられるからである。

しかし、輸入品目のうち製品輸入については、円高はドル建て輸入価格をある程度引き上げるものと考えられる。つまり、ドル又は、ドルにリンクした通貨を自国通貨とする国の輸出企業においては、円高（＝ドル安）が起こった時、もしドル建て輸出価格（日本にとってはドル建て輸入価格になる）を引き上げなければ、為替の変化のすべてが日本の円建て輸入価格の下落につながり、それが日本への実質輸出（日本にとっては実質輸入）を拡大させることになる。しかし、輸出企業は、利潤極大化のためにある程度ドル建て輸出価格（日本にとってのドル建て輸入価格）を引き上げる可能性があるからである。つまり、日本へ輸出している国の企業は、日本向けのドル建て輸出価格維持による日本への実質輸出の拡大のメリットと、価格転嫁により得られるドル建て輸出価格上昇のメリットとを比較し、最大の利潤額をもたらすように日本へのドル建て輸出価格を決定するであろう。

そこで、実際に日本のドル建て製品輸入価格関数を推計してみると（付注－3）、おおむね円高が起こった当期に27%、翌期に13%、合計で4割程度の価格転嫁が認められた。

(イ) 2. 円高の製品輸入比率引き上げ効果

また、円高の製品輸入比率を高める効果については、主として他の財との弾性値の相違によるものである。輸入品目別に日本の輸入関数を推計すると、製品輸入関数の所得弾性値、価格弾性値の双方ともに、他の財よりもかなり大きいことがわかる（表-2）。

製品輸入の所得弾性値が高いことは、後に説明する通り、円高が内需を抑制する働きを持つことから製品輸入比率を低下させる働きをする。しかし、製品輸入の価格弾性値が他の輸入品より高いため、円高による円建て輸入価格の下落を通じた相対価格要因からの製品輸入比率引き上げ効果がこれを上回り、円高全体の影響としては製品輸入比率を高める。'85年第2Q以降円高が進まなかった場合（'85年第1Qの実績値258円で固定）のシュミレーション上の製品輸入比率と、円高の進行した現実の製品輸入比率とを比較してみると、前者の場合は'89年現在45%程度にすぎないのが、後者は50%に達している（図-6）。

表-2 財別輸入の弾性値

	所得弾性値	価格弾性値
製品輸入	1.7	▲1.0
食料品輸入	1.2	▲0.4
原材料輸入	1.0	▲0.2
輸入合計	1.1	▲0.5

(注) 原材料輸入は原油除き

以上のことから円高は、ドル建て製品輸入価格を引き上げること、製品輸入比率を高めることの2つの経路から、全体のドル建て輸入価格を引き上げる効果を持つと推定される。

そこで、シュミレーションにより、'85年第2Q以降の円高のドル建て輸入価格に与えた影響を調べてみると、円高は確かにドル建て輸入価格を引き上げていることがわかる（図-7）。ただ、その影響度合いは、円高がドル建て輸出価格を引き上げた効果に比べるとはるかに小さい。

(付注3) ドル建て製品輸入価格関数の推計

$$\text{LOG (PMCM)} = 0.61 - 0.40 \times \sum_{i=0}^1 a_i \text{LOG (FRFXDA)} + 1.00 \times \text{LOG (WPIJ)} + 0.33 \times \text{LOG (WPRICE)} + 0.36$$

(0.980) (-3.51) \times LOG (USWPI) (3.89) (3.29) (3.01)

1次シララゲ $a_0 = 0.67 (-3.51)$
 終点制約有り $a_{-1} = 0.33 (-3.51)$
 合計 = 1.00 (-3.51)

ただし、PMCM ドル建て製品輸入価格
 FREXDA 円/ドルレート
 WPIJ 日本の工業品卸売物価指数
 WPRICE 先進国工業品輸出価格指数
 USWPI 米国卸売物価指数

R×R=0.9629, D.W=0.97, 推計期間'81/1Q~'89/2Q () : t値

図-6 円高の製品輸入比率引き上げ効果

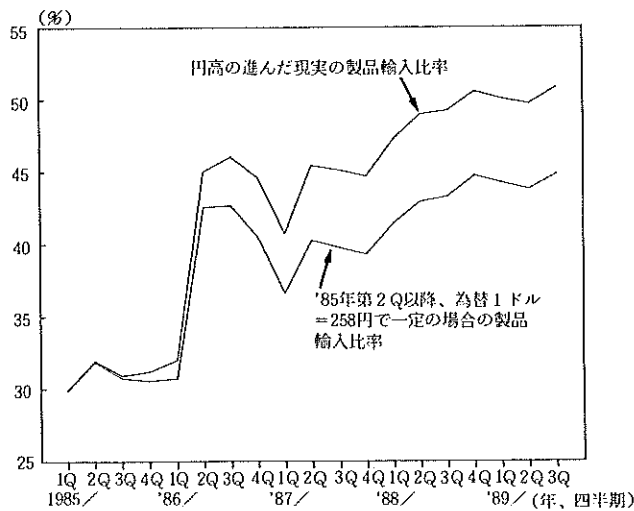
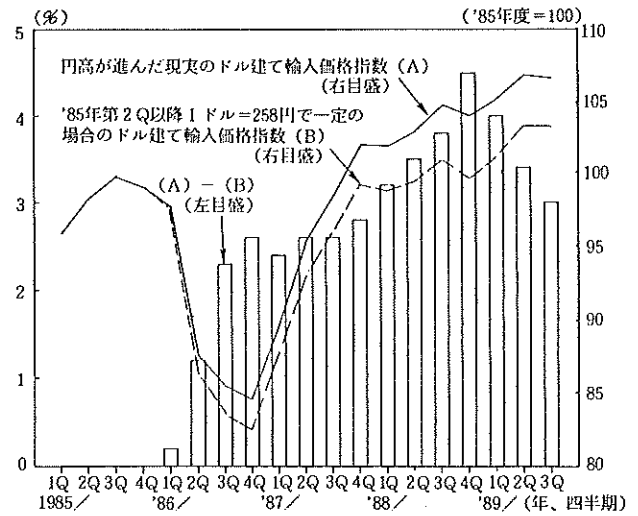


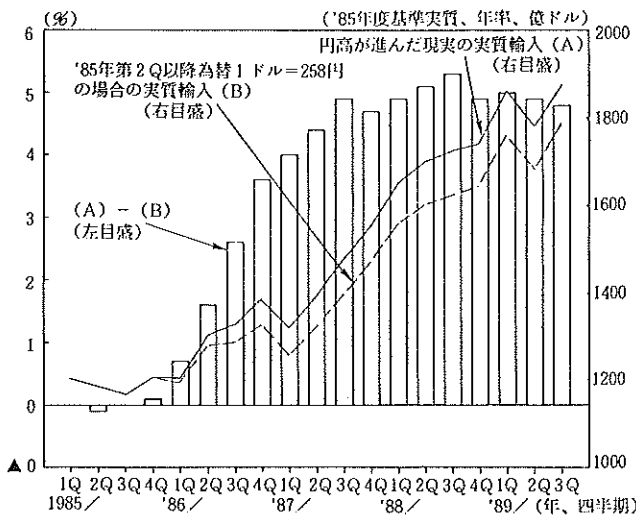
図-7 円高のドル建て輸入価格に与えた影響



(ロ) 円高の実質輸入にもたらした効果

円高は、ドル建て輸入価格をある程度は引き上げるものの、そのほとんどが円建て輸入価格の下落となり、その結果として実質輸入を拡大させる。シュミレーションにより、'85年第2Q以降の円高の実質輸入拡大効果を調べてみると、円高初期はほとんど実質輸入に対して影響を与えないが、その後、次第に実質輸入を拡大させていることがわかる (図-8)。

図-8 円高の実質輸入に与えた影響



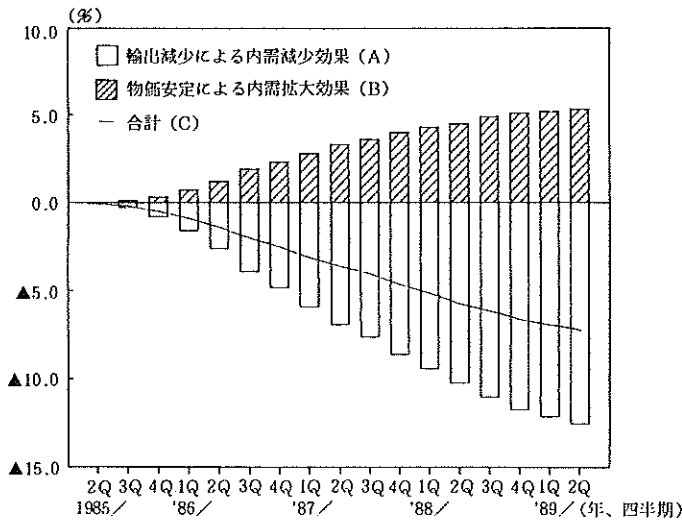
円高の実質輸入拡大効果を計算すると、'85年第2Q以降為替が258円で一定の場合に比べ、'86年度に+3.0%、'87年度に+4.3%、'88年度に+5.1%の実質輸入拡大効果を持っていたことがわかる。円高はこのように、実質輸入拡大効果を示しているものの、その影響度は、為替の変化の度合いに比べて極めて小さいと言える。これは、輸入における価格弾性値が小さいこと、そして円高が国内需要に対してデフラインパクトを持つことが原因と考えられる。

後者について、円高の国内需要に対する影響度を考えてみると、2つの経路が考えられる。ひとつは、日本の実質輸出の減少と企業の国内売上の鈍化より国内の設備投資が減少し、国内の需要を圧迫させる効果である。そしてもうひとつは、円ベースの

表-3 円高の実質輸入に与える影響

		国内需要	輸入相対価格
円高の 効果	起る現象	輸出減少 → 設備投資減少 → 内需減少	円建て輸入価格下落
	効果	マイナスの効果 (実質輸入減少要因)	プラス効果(実質 輸入拡大要因)

図-9 円高の国内需要に与えた影響



(注) (C) = (現実の実質GNP) - ('85/2Q以降為替1ドル=258で一定の場合のシュミレーション上の実質GNP)
 (B) = (現実のGNPデフレーター) - ('85/2Q以降為替1ドル=258円で一定の場合のシュミレーション上のGNPデフレーター)
 (A) = (C) - (B) で計算

輸入価格の下落により国内物価を安定させ、物価面から内需を拡大させる効果である(表-3)。つまり、為替の円高が国内需要を減少させるか、それとも拡大させるかは、この両者の大小関係により異なる。シュミレーションにより円高の内需に対する効果を計算すると、円高の実質輸出削減を通じたデフレ効果は、輸入価格下落による内需拡大効果を上回っており、全体として国内需要に対してマイナスの効果を持っていたことがわかる(図-9)。

例えば、'87年度について計算してみると、円高により国内需要は約▲4%減少したが、このうち外需の減少を通じた効果は▲8.4%で、物価を通じた内需拡大効果は+4.4%であった。

つまり、円高は円建てでの輸入価格の下落をもたらし、相対価格要因から日本の実質輸入を拡大させる働きを持つが、円高のもうひとつの働きである国内経済へのデフ

レ効果が、この実質輸入拡大効果をかなり相殺してしまったのである。

図-10 円高のドル建て輸入金額に与えた影響

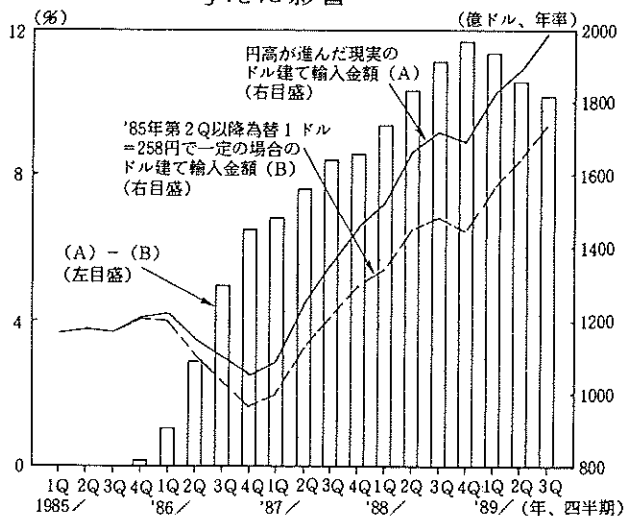


図-10 円高のドル建て輸入金額に与えた影響

図-10は、'85年第2Q以降円高が進まなかった場合('85年第1Qの実績値である1ドル=258円で一定)のシュミレーション上のドル建て輸入金額と、現実のドル建て輸入金額を示したものである。このグラフからわかるように、円高はドル建て輸入金額の拡大をもたらしている。これは前述の通り、円高により実質輸入が、円建て輸入価格の下落を通じた相対価格の変化から増加する一方で、ドル建て製品輸入価格の上昇・製品輸入比率の上昇から、ドル建て

輸入価格も上昇することによるものである。

ただ、円高のドル建て輸入金額の拡大効果は、非常にモデレートなものであることに留意すべきである。

(3) まとめ

以上、為替の円高は、輸出サイドについては、①日本の企業の価格転嫁行動を通じてドル建て輸出価格を上昇させること、②ドル建て輸出価格の上昇により、実質輸出を減少させるという2つの効果があった。'85年第2Q以降の当初3年間は前者の影響が大きかったことからドル建て輸出金額の増加をもたらした、その後、実質輸出の減少効果が前者を上回りドル建て輸出金額を減少させた。

一方、輸入サイドについては、③ドル建て製品輸入価格の上昇や製品輸入比率の上昇を通じて、ドル建て輸入価格を若干上昇させること、④国内需要が減少するにもかかわらず、円建て輸入価格の下落による輸入相対価格要因から実質輸入を拡大させたことがわかった。

表-4 為替の貿易収支に与える影響

	輸出サイド		輸入サイド	
	実質輸出	ドル建て輸出価格	実質輸入	ドル建て輸入価格
円高	▲	+	▲	▲
円安	+	▲	+	+

(注) +は貿易黒字が増えること、▲は縮小することを意味する

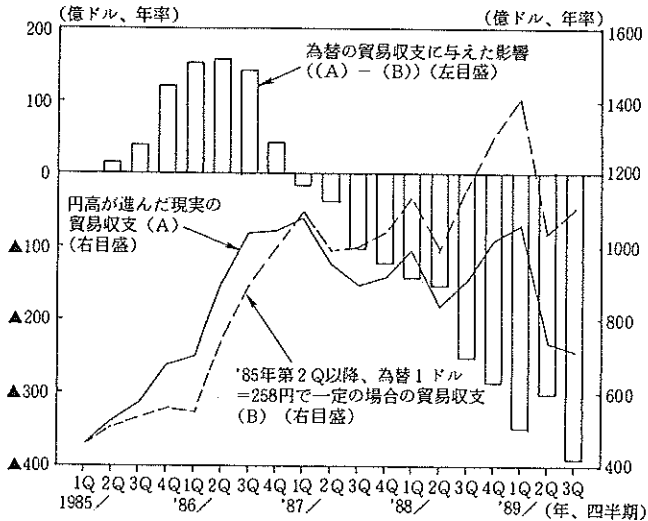
これらの効果を、貿易収支という側面から考えると、左表の通りとなる(表-4)。つまり、円高はドル建て輸出価格要因からは貿易黒字を拡大させる働きを持ち、他の3つの要因(実質輸出、ドル建て輸入価格、実質輸入)からは黒字を縮小させる要因として働く。そして、円高が始まってから、それぞれの要因に与える影響の強さやスピードが変化していくことが、次章で述べる円高のJカーブ効果をもたらすのである。

3. 円高のJカーブ効果について

(1) '85年度以降の円高の貿易収支に与えた影響

第2章で行ったシュミレーション結果を基に、円高の貿易収支全体に与えた影響をみてみた。すると、'85年2Q以降、'86年4Qまでの7四半期の間、ドル建て輸出価格の上昇の効果が他の3つの要因の効果を上回ったため、現実の貿易黒字が円高がなかったと想定した('85年第2Q以降為替1ドル=258円で一定)シュミレーション上の貿易黒字を上回っている(図-11)।'87年第1Qに入り、初めて円高の数量調整効果と、ドル建て輸入価格の上昇による黒字縮小効果が、ドル建て輸出価格上昇による黒字拡大効果を上回り、貿易黒字を縮小させていることがわかる。

図-11 円高の貿易収支に与えた効果



具体的には、日本の貿易収支は'85年第2Q以降円高が進まなかった場合に比べて、'85年度は+70億ドル、'86年度も+71億ドル黒字が拡大しており、'87年度、'88年度にそれぞれ▲109億ドル、▲331億ドル黒字額が縮小している。

(2) 円高のJカーブ効果についての計量分析

以上の結果により、'85年度以降の大幅な円高は、当初の2年間は黒字を拡大させたものの、その後は大きく黒字の縮小に寄

与したことがわかった。円高が始まって当初に黒字が拡大し、その後黒字が縮小に向かうこの現象はJカーブ効果と呼ばれている。以下、このJカーブ効果について、もう少し詳しく分析してみたい。

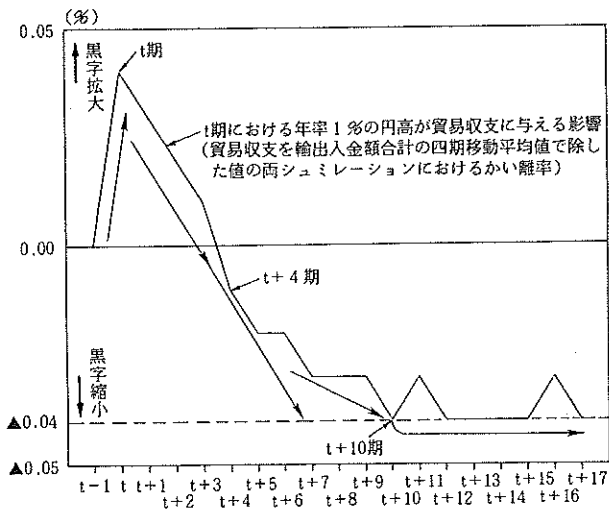
上記の分析では、厳密な意味での為替の貿易収支に対する影響はわからない。というのは、ある時点での貿易収支は、当期の為替レートは勿論のこと、過去の為替レートの変化にも影響を受けるからである。上記のシュミレーションの分析結果は、'85年第2Q以降の連続的な円高によるいわゆる“合成Jカーブ効果”なのである。そこで別のシュミレーションを行い、現在における日本の貿易構造の一環である、円高の貿易収支に対する純粋な影響を調べてみたい。

(シュミレーションその1) T-1期以降為替一定

(シュミレーションその2) T期に、年率で1%の円高が起こり、その後為替一定

この2つのシュミレーションにおける貿易収支を比較することにより、T期に起こった1回限りの年率1%の円高の貿易収支に与える影響を調べることができる。この2つのシュミレーションに基づいて、貿易収支（実際には、貿易収支を輸出入金額合計の4期移動平均で割った数値）を比較してみると、T期の年率1%の円高は、T期からT+3期の間、貿易黒字を拡大させる働きをしており、T+4期になって初めて貿易黒字を縮小させる効果を示している。つまり、円高のJカーブ効果については、その第1フェイズの黒字拡大期間は1年間であり、第2フェイズの黒字縮小効果が現れるのはそれ以降ということになる（図-12）。

図-12 為替の貿易収支に与える影響
(Jカーブ効果)



そして、その影響度合いをみると円高当初が最も黒字拡大効果が大きく、T+10期（約3年後）に、貿易黒字削減効果がピークに達する（ただ、ここでは貿易収支の輸出入金額に対する比率でみているため、T+10期以降も、貿易黒字の金額ベースで見れば、輸出入金額合計が増加する限り、円高の黒字削減効果は続くはずである）。

では、なぜ'85年第2Q以降の円高が黒字縮小効果をもたらすまで、2年弱という長い期間を要したのであろうか。それは、それまでの間、その時々に行進していた円高の第1フェイズの黒字拡大効果が、1年前以前の円高の、第2フェイズの黒字縮小効果を上回っていたためである。つまり、1回限りの円高で見れば、その第1フェイズの終点は1年なのであるが、実際には、'85年第2Q以降は連続的に円高が続いたため、この“合成Jカーブ”の第1フェイズの終点が2年近くかかったものと推測される。

図-11によると、'85年第2Qから'86年第4Qまでの間の連続的な円高の効果により、貿易黒字額は為替が一定の場合よりもむしろ拡大していたが、これは'86年第1Qから'86年第4Qまでの円高の第1フェイズの黒字拡大効果が、'85年第2Qから'85年第4Qまでの円高の第2フェイズの黒字縮小効果を上回っていたことを示唆している。

そこで、為替レートについて、以下のような想定を置いてシュミレーションを行うことにより、このことを確かめてみる。

- ① '85年第1Qより1ドル=258円で一定の場合の貿易黒字 (A)
- ② '85年第2Qまで実際の為替レート、その後1ドル=251円の場合の貿易黒字 (B)
- ③ '85年第3Qまで実際の為替レート、その後1ドル=239円の場合の貿易黒字 (C)

↓

- ⑪ '87年第3Qまで実際の為替レート、その後1ドル=147円の場合の貿易黒字 (K)

以上11個のシュミレーションから、

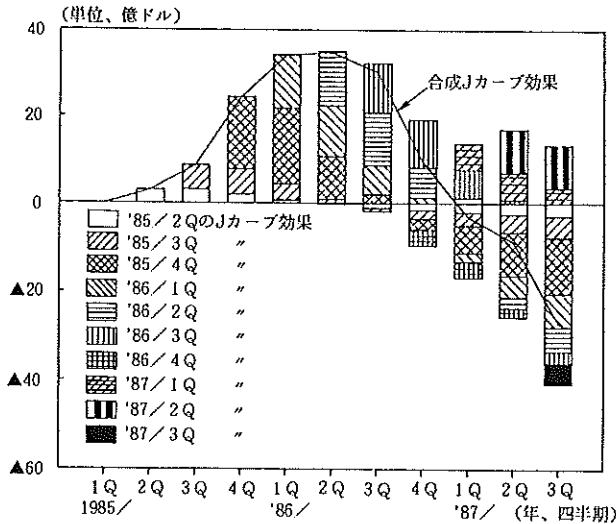
$$B - A = \text{'85年第2QのJカーブ効果}$$

$$C - B = \text{'85年第3QのJカーブ効果}$$

↓

K-J = '87年第3QのJカーブ効果
を計算することができる。

図-13 合成Jカーブ効果の試算



この計算結果によると、'85年第2Qの円高の効果は、'86年第2Qには黒字拡大効果から黒字縮小効果へと変化しているにもかかわらず、次々と続く円高のJカーブ効果の第1フェイズの黒字拡大効果により凌駕されてしまっている。トータルの影響で実際に黒字縮小効果が現れたのは、'87年第1Qと円高が始まって約2年間の年月を要している(図-13、表-5)。

今までの分析から、次のことが指摘できよう。

表-5 '85年第2Q以降の為替レートの変化が貿易収支に与えた影響

(単位、百万ドル)

	為替レート (円/ドル)	'85年 第2Q への影響	'85年 第3Q への影響	'85年 第4Q への影響	'86年 第1Q への影響	'86年 第2Q への影響	'86年 第3Q への影響	'86年 第4Q への影響	'87年 第1Q への影響
'85年第2Qの円高の影響	258→251	+ 294	+ 305	+ 194	+ 68	▲34	▲ 111	▲ 161	▲ 208
'85年第3Qの円高の影響	251→239		+ 557	+ 575	+ 366	+ 86	▲81	▲ 198	▲ 304
'85年第4Qの円高の影響	239→208			+ 1,682	+ 1,753	+ 977	+ 197	▲ 241	▲ 616
'86年第1Qの円高の影響	208→188				+ 1,236	+ 1,185	+ 661	+ 130	▲ 194
'86年第2Qの円高の影響	188→170					+ 1,258	+ 1,227	+ 681	+ 127
'86年第3Qの円高の影響	170→156						+ 1,146	+ 1,103	+ 626
'86年第4Qの円安の影響	156→160							▲ 371	▲ 368
'87年第1Qの円高の影響	160→153								+ 614
合成Jカーブ	258→153	+ 294	+ 862	+ 2,451	+ 3,423	+ 3,472	+ 3,039	+ 943	▲ 323

(注) 太線ワク内はJカーブ効果の第1フェイズ('86/4Qだけ円安となったので効果が反対となっている)それ以降は第2フェイズの効果を示す。

- ① 1度限りの円高は、当初ドル建て輸出価格の上昇を主因として、貿易黒字を1年間拡大させる働きがある。
- ②ただ、1年間を経過して後は、実質ベースでの輸出減少・輸入拡大や、ドル建て輸入価格上昇による黒字縮小効果が、ドル建て輸出価格上昇の黒字拡大効果を上回るため、貿易黒字は縮小に向かう。
- ③また連続的に円高が続いた場合には、円高の貿易黒字縮小効果は、その時々円高の第1フェイズの黒字拡大効果が、1年前以前の円高の第2フェイズの黒字縮小効果を打ち消すため、円高が始まってから黒字縮小効果が現れるまで1年間を越える長い期間を要する。

4. 経常収支の動向について

いままで、為替の貿易収支に与える影響を分析してきたが、厳密に對外不均衡を議論する場合には経常収支ベースで議論すべきであり、ここでは、経常収支を構成するもうひとつの項目である貿易外収支のうち、その主要項目である旅行収支・投資収益収支に対して為替の与えた影響について、簡単な分析を行ってみたい。

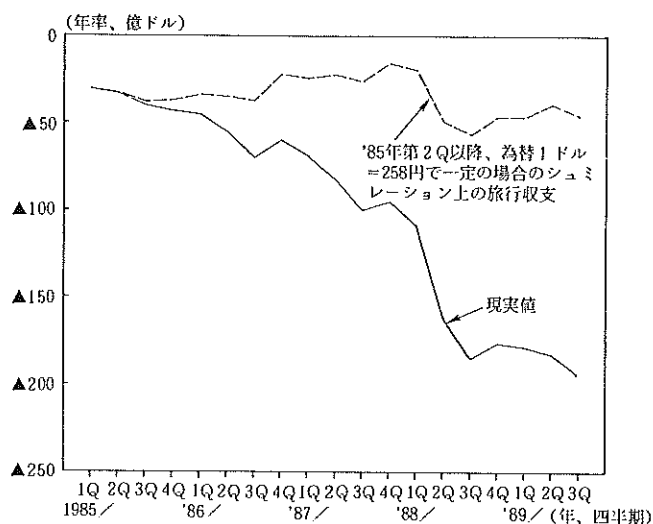
(1) 円高の旅行収支に与えた影響

日本の旅行収支の動向を見る場合、重要なのは支払いサイドである。これは、日本からの海外旅行者が、外国からの日本への旅行者を大きく上回っているためである。ゆえに、円高の旅行収支に与える影響については、支払いサイドを中心に考えるべきであろう。そして、円高のドル建て旅行支払い額に及ぼす影響としては、以下の3つが考えられる。

- ①円高が進むことにより、海外旅行が国内旅行に比べて相対的に有利化し、日本人の海外旅行者数が増加すること
- ②円高は、一方で円のドルでの購買力を高めるため、旅行者数1人当たりのドル建て支出額の増加をもたらす、海外旅行者数の増加率以上にドル建て旅行支払い額が拡大すること
- ③円高は国内需要に対してデフレ効果を持つため、それが国内家計の所得減少をもたらす、それが海外旅行者数を減少させたり、1人当たりの円建て支出額を抑えること

等が考えられる。

図-14 円高の旅行収支に与えた影響



シミュレーションを行い、'85年第2Q以降、円高が進まなかった場合（'85年第1Qの実績値である1ドル=258円で固定）の旅行収支と現実の旅行収支とを比較し、この影響を調べると、①と②の赤字拡大効果は、③の赤字縮小効果を大きく上回っていることがわかる（図-14）。

'88年度の旅行収支赤字額は、'85年度の▲40億ドルの赤字から▲175億ドルの赤字に急増しているが、もし円高が進んでいなかったならば、'88年度の赤字額は▲49億ドルに達していたに過ぎなかった。

(2) 円高の投資収益収支に与えた影響

近年貿易外取引は、貿易取引額を大きく上回るスピードで拡大しているが、これは主として、金融・資本市場の自由化にともなう投資収益受取・支払い額の増加によるものである。そこで、最近の投資収益収支の動向についても若干述べてみたい。

投資収益の受取は、日本の持つ海外でのドル建て資産残高と、その収益率で決まると考えられ、また支払いは、日本のドル建て負債残高とその収益率で決まると考えられる。

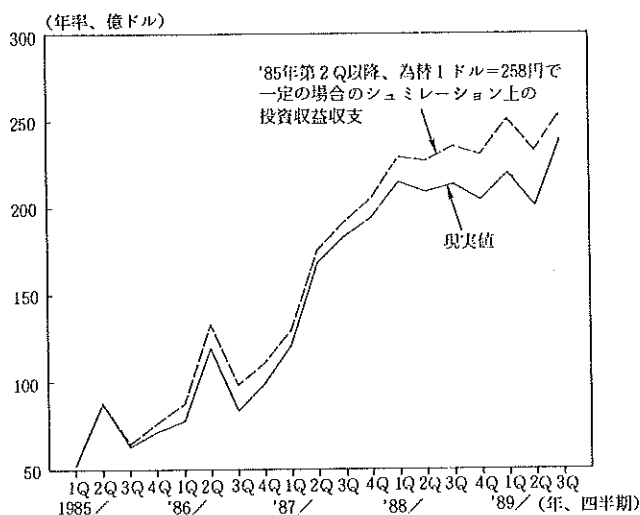
ゆえに、為替の投資収益収支に与える影響としては、受取・支払い両サイドにおける、ドル建て資産（負債）残高に与える影響、もしくは、その収益率（例えば、海外金利や国内金利）に与える影響をみる必要がある。しかし、実際には、後者と為替との関係をモデル上で明確に分析するのは困難であり、ここでは主として前者側の要因（すなわち、為替のドル建て資産残高、もしくはドル建て負債残高に与える影響）を中心に分析する。

為替の対外資産・負債に与える影響について、2つの事を考える必要がある。まず、第1は為替の変化による経常収支の変動を通じたドル建て純資産増加額への影響であり、第2には、特に負債サイドについて、日本の円建て負債（例えば、外国人による日本の公社債・株式保有）のドルへの評価替えの影響である。

第1の要因から考えれば、円高は、Jカーブ効果により、短期的には経常収支の黒字拡大をもたらすことから、それがドル建て純資産の増加を招き、投資収益収支の黒字拡大要因となる。しかし、第2の要因としては、円高は日本の円建て対外負債について、ドルでの評価額を増大させる効果（付注-4）があることから、それが日本の

ドル建て投資収益支払い額の増加につながり、ドル建て投資収益収支の黒字縮小要因となる。つまり、短期的にみるならば、両者の影響の大小関係により、為替の投資収益収支に対する影響は変化することとなる。

図-15 円高の投資収益収支に与えた影響



そこで、'85年第2Q以降、円高が進まなかった場合（'85年第1Qの実績値である1ドル=258円で固定）のシミュレーション上の投資収益収支と、円高が進んだ現実の投資収益収支とを比較すると、円高は当初から一貫して、投資収益収支の黒字縮小要因として働いていることがわかる（図-15）。

つまり、円高の投資収益収支に与える影響としては、短期的なJカーブ効果による経常収支の黒字拡大を通じたドル建て純資産増加の影響よりも、日本の円建て負債残高のドルへの評価変えによるドル負債残高の増加の影響の方が大きいことがわかる。

(3) 円高の経常収支に与えた影響

以上、貿易外収支のうち、主要な2つの項目についてみてきたが、貿易収支に与えた円高の効果と異なり、円高は当初から貿易外収支の赤字拡大要因（経常収支黒字の縮小要因）として寄与することがわかった。つまり、貿易収支に対しては、円高は当初の1年間は黒字拡大効果を持った後、黒字縮小効果を持つに転じるのであるが、旅行収支や投資収益収支、また、ここでは具体的には触れなかったが、運輸収支については円高は当初から黒字縮小効果を持つ。

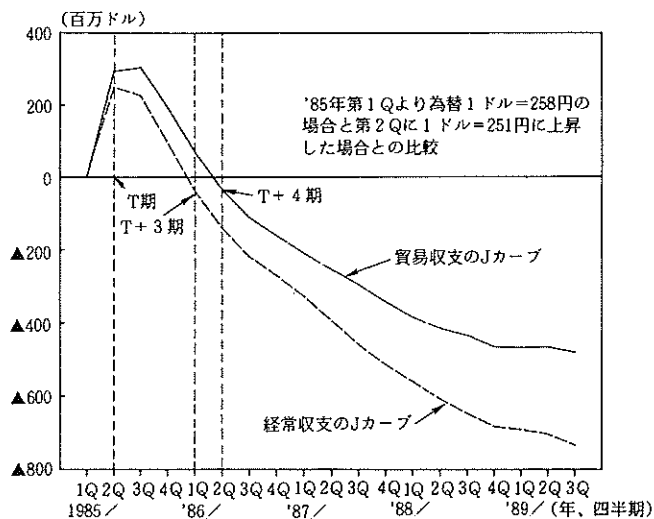
そこでここでは、円高の経常収支に与えるJカーブ効果を分析することにより、貿易収支におけるJカーブ効果との違いを明らかにしたい。

具体的な方法としては、1回限りの円高の影響をみるために、'85年第2Q以降円高がなかったと仮定した場合（'85年第1Qの実際の為替レートである1ドル=258

（付注-4）日本の対外資産・負債残高は、日本銀行により年1回歴年末値が発表されているが、その際に為替の変動による評価調整を行っている。つまり、円高が進行すれば、それは外国資本の持つ日本における円建て資産（日本にとっては負債）の、ドルベースでの評価益が出ることとなる。その評価益（日本にとっては評価損）自体は投資収益支払いに計上されないが、毎年のフローのドル建て支払額は、円高によるドル建て負債残高の増加により増加する。なお、円高のドル建て資産への影響については、日本の円建て資産のウェイトが負債に比べ小さいためここでは省略している。

円で固定)の貿易・経常収支と、'85年第2Qに1ドル=251円となり、それ以降251円で一定の場合の貿易・経常収支とを比較してみる(図-16)。

図-16 円高の経常収支に対するJカーブ効果



このグラフによると、既に分析した通り、円高の貿易収支に対するJカーブの第1フェイズの終点は1年間後であるが、経常収支に対するJカーブの第1フェイズの終点は、3四半期後となっている。つまり、円高のJカーブ効果の第1フェイズの期間は、経常収支の方が短い。また、第2フェイズの黒字削減効果についてみても、経常収支でみた黒字削減効果の方が、貿易収支の黒字削減効果よりも大きいことがわかる。

表-6は、'85年第2Q以降の円高が、貿易・経常収支の各項目に対して、どのような影響をもたらしたかについて表にまとめたものである。

表-6 円高の貿易・経常収支に与えた影響

(単位、億ドル)

	'85年度	'86年度	'87年度	'88年度	'89年度 上期
輸出金額 円高の効果	1,807 +75	2,113 +143	2,334 +37	2,674 ▲117	2,660 ▲304
輸入金額 円高の効果	1,191 +4	1,096 +72	1,394 +146	1,721 +214	1,936 +222
貿易収支 円高の効果	616 +70	1,016 +71	940 ▲109	953 ▲331	724 ▲526
経常収支 円高の効果	550 +54	941 ▲7	845 ▲264	773 ▲593	520 ▲790
貿易外収支 円高の効果	▲47 ▲16	▲51 ▲78	▲57 ▲155	▲135 ▲262	▲183 ▲264
旅行収支 円高の効果	▲40 ▲5	▲64 ▲34	▲97 ▲76	▲175 ▲126	▲200 ▲166
投資収益収支 円高の効果	75 ▲4	106 ▲12	190 ▲10	212 ▲24	223 ▲17

(注) 1. 上段の数値は実績値、下段の数値は現実値と'85年第2Q以降円高が進まなかった場合(1ドル=258円で固定)のシュミレーション値との差額を表したものの。

2. '89年度上期は年率表示。

これをみると、円高の黒字縮小効果が現れたのが、貿易収支では'87年度に入ってからであるのに対して、経常収支については'86年度に黒字縮小効果が現れている。また、'88年度に現れている第2フェイズの黒字縮小効果についても、貿易収支で▲331億ドルであるのに対して、経常収支については倍近い▲593億ドルもの黒字縮小効果を示している。

5. 貿易・経常収支の現状

'89年度入り後、経常収支は上半期に前期比163億ドルもの大幅な改善をしているが、これはほとんどが貿易収支の改善（同158億ドル）によるものであった。そして、この貿易収支の大幅な改善をもたらした要因としては、①日本の景気好調による輸入数量の拡大持続、海外景気の鈍化を反映した輸出数量の鈍化という、内外需要較差の存在が指摘されようが、それ以外にもいくつかの点が指摘される。つまり、②為替の推移が貿易収支の改善に最も有利な推移（つまり、直近1年間は円安で、それ以前は円高であること）に近かったこと、③'89年に入ってから原油価格の上昇により原油輸入金額が増加したこと、等である。

特に、②の効果のうち、'89年度入り後の円安による“逆Jカーブ効果”（このレポートでは、円安のJカーブ効果を“逆Jカーブ効果”と呼び円高と区別する）を試算してみると（具体的には'89年第1Q以降円安が進まず、1ドル=128円で一定の場合の貿易収支と、現実の円安が進んだ場合<'89年第2Q138円、第3Q142円>の貿易収支とを比較する）、'89年度上半期の貿易黒字を30億ドル縮小させる効果があった（表-7）。また、③の原油価格の上昇による黒字削減効果は約15億ドルあり、合計の黒字縮小効果は45億ドルとこの間の貿易黒字の縮小額の約3割のウェイトを占めている。

表-7 円安・原油価格上昇による貿易黒字の縮小効果

(単位、億ドル)

	'89年度上半期
現実の貿易黒字(季節調整値)	362
(前期比縮小幅)	▲158
①内、円安の逆Jカーブ効果	▲30
②内、原油価格上昇の効果	▲15
①+②の効果	▲45

6. 貿易・経常収支見通し

(1) 短期見通し（'89~90年度の貿易・経常収支）について

今までの分析をもとに、今後の貿易・経常収支の短期的な見通しを試みる。まず、'89年度については、貿易収支・経常収支ともに大幅な黒字縮小が見込まれる。それは、①国内景気の堅調が続く一方で、米国を始めとした海外景気が鈍化していること

に加えて、②'85年度～86年度初めまでの急激な円高によるJカーブの第2フェイズの黒字削減効果（円高の黒字削減効果は、約3年後に最も大きくなる）、②'89年度入り後の円安による逆Jカーブの第1フェイズの黒字縮小効果、③原油価格の上昇による原油輸入金額の増加といった要因に加えて、④'85年度からの長期的な円高により、海外旅行者が急速かつ安定的に拡大していること、⑤そして、ここでは詳しく触れなかったが、'88年度、89年度における米国をはじめとした海外短期金利の上昇（付注-5）による日本の投資収益支払いの増加が、日本の投資収益黒字の拡大を抑えることなどの要因による。

しかし、'90年度については、これらの要因のうち、いくつかは剝落、もしくは逆に黒字拡大要因へと反転していくと考えられるものがある。①の内外景気差要因による黒字縮小効果は基本的には続くとみられるものの、日本の内需が設備投資を始めと

表-8 主要外生変数の想定

（太線枠内は予測）

	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度
為替レート	160	138	128	141	136
実質世界輸入	9.7	7.1	8.2	5.2	3.9
米国GDP	2.2	4.5	4.0	2.6	2.1
米国短期金利	5.6	5.8	7.4	7.9	7.3
米国長期金利	7.5	8.9	9.1	8.2	7.9
原油価格	13.7	18.2	14.8	17.8	17.4

- （注）●実質世界輸入（米国除く）、米国GDPの単位は伸び率
 ●原油価格は通関ベースで、単位はドル/バレル
 ●米国短期金利はTB3カ月、長期金利は30年債利回り
 ●為替レートは、'90年第1Qより、前期比2円の円高

してやや減速するために、今までのような輸入の伸びを期待することは困難であろう。②と③におけるような為替の要因としては、'89年度入り後の円安による逆Jカーブの第2フェイズの黒字拡大効果が'90年度に現れてくることは避けられない。また、'90年度については、内外金利差の縮小といった要因から、円高での推移となる可能性が高く、そうなれば、'85年度～86年度にみられたような円高によるJカーブの第1フェイズの黒字拡大効果が現れてくるであろう。

貿易外収支についても、旅行収支の赤字拡大は基本的に続くことが期待されるもの

（付注-5）当調査月報、'89/4月号「最近の日本の貿易外収支の動向について」を参考、日本の対外資産・負債構造をみると、全体（長期）では資産超過となっているものの、短期に限ってみれば、大きく負債超過となっており、このため、海外での短期金利の上昇は、日本のドル建て投資収益支払いを増加させ、投資収益の黒字を減少させる働きがある。

'88年度の日本の投資収益黒字は239億ドルであったが、もし'88年度の長期金利・短期金利が前年と同じ水準であったならば、'88年度の投資収益黒字は266億ドルに達していたであろう。これは、'88年度の長期金利の上昇により、投資収益の受取が5億ドル増える一方で、短期金利の上昇から、支払いが32億ドル増えたことによるものである。

また、既に'89年度には米国で金融緩和が始まっているが、年度平均比較では、'88年度よりも'89年度の方が短期金利は高くなるとみられること、また、海外短期金利が上昇してから日本のドル建て投資収益支払いが増えるまでには1四半期程度のラグもみられることから、'89年度についても、短期金利要因により日本の投資収益黒字は抑えられるものと判断される。

の、既に、'89年度入り後に始まっている米国での金融緩和による短期金利の下落により、日本のドル建て投資収益支払い額が減少すれば、それは投資収益黒字の拡大要因となろう。そこで、表-8のような前提で、'89年度と'90年度の貿易・経常収支の見通しを行ってみた。

まず、貿易収支に関しては、'89年度は775億ドルの黒字と、178億ドルもの大幅な黒字の縮小が見込まれるものの、'90年度には、上記のような理由から921億ドルの黒字となり、今度は逆に146億ドルもの大幅な黒字拡大を示す(表-9)。

これらのうち、'89年第2Q~第4Qまでの円安による逆Jカーブ効果と、'90年第1Q以降の円高のJカーブ効果との合成Jカーブ効果をシュミレーションにより試算してみた(表-10)。

この結果によると、'89年度の貿易黒字の縮小額178億ドルのうち、'89年第2Qから'89年第4Qまでの円安の黒字縮小効果が▲45億ドル、また、'90年第1Qの円高による黒字拡大効果が+3億ドルあり、為替の合計の効果としては▲42億ドルほど'89年度の黒字を縮小させている。また、'90年度に対する影響としては、'89年第2Qから'89年第4Qまでの円安による逆Jカーブの第2フェイズの黒字拡大効果が+42億ドル、また、'90年第1Q以降の円高のJカーブの第1フェイズの黒字拡大効果は+26億ドルあり、合計で+68億ドル'90年度の黒字を拡大させている。つまり、'89年度に比べて'90年度は+146億ドル貿易黒字が

表-9 貿易・経常収支の短期見通し

(単位、億ドル)

	87年度	88年度	89年度	90年度
貿易収支	940	953	775	921
輸出	2334	2674	2730	3048
輸入	1394	1721	1955	2127
経常収支	845	773	552	747
貿易外収支	▲57	▲135	▲173	▲113
旅行収支	▲97	▲175	▲182	▲202
投資収益収支	190	212	229	321

(太線内は予測数値)

表-10 円安と円高の合成Jカーブ効果の試算

(単位、億ドル)

	89/2Q	3Q	4Q	90/1Q	2Q	3Q	4Q	91/1Q
為替(円/ドル)	138	142	143	141	139	137	135	133
①89年4Qまでの円安の効果	▲12.6	▲17.4	▲11.7	▲3.1	+3.8	+9.1	+13.0	+15.9
②90年1Qからの円高の効果	0	0	0	+2.7	+5.3	+6.7	+7.0	+6.5
①+②の合計	▲12.6	▲17.4	▲11.7	▲0.4	+9.1	+15.8	+20.0	+22.3
年度合計の影響	①の効果は▲45億ドル、②の効果は+3億ドル、合計の効果は▲42億ドル			①の効果は+42億ドル、②の効果は+26億ドル、合計の効果は+68億ドル				

(注) 1. +は貿易黒字拡大、▲は貿易黒字縮小

2. ①と②の具体的な計算は以下の通り行った。

①の計算について、次の2つのシュミレーションの差額を計算する。

その1. '89年第1Q以降為替が一定の場合(1ドル=128円)

その2. '89年第4Qまで実績、その後は143円で一定

②の計算についても同様に、次の2つのシュミレーションの差額を計算する。

その2. '89年第4Qまで実績、その後は143円で一定

その3. '89年第4Qまで実績、その後は四半期ごとに2円の円高

拡大しているが、この為替の合成 J カーブの効果は、+68億ドル-(▲42億ドル)=+110億ドルあり、そのほとんどを占めている。

また、経常収支に関しては、'89年度は552億ドルの黒字と前年比約220億ドルもの黒字縮小を示していたのが、'90年度には747億ドルの黒字と、貿易黒字の拡大額を50億ドルも上回る195億ドルもの黒字拡大を示している点に留意する必要がある。これは、主として投資収益黒字の拡大によるものである。既に説明した通り、'88年度～89年度にかけては、米国短期金利上昇によるドル建て投資収益支払い額の増加を主因として、投資収益黒字の拡大が純資産の増加額に比べて比較的小さなものに収まっていた。しかし、'90年度には、米国の金融緩和の影響から米国短期金利が低下することから、日本のドル建て投資収益支払い額が減少するため、経常収支が'89年度に大きく縮小するにもかかわらず、投資収益収支の黒字額は'90年度に321億ドルと、前年比で92億ドルもの黒字拡大を示すことが予測される。

ここで仮に、'90年度も円安での推移が続くと仮定してみよう。既に分析した通り、貿易収支に対する J カーブ（逆 J カーブも同じ）の第 1 フェイズの終点は 1 年、経常収支で 3 四半期であることから、'90年度にも円安が続けば、'90年度の貿易・経常収支はこれほど拡大しないであろう。そこで、上記想定とは異なり、'90年第 1 Q 以

表-11 為替円安の場合の貿易・経常収支見通し (単位、億ドル)

	89年度	90年度
貿易収支	770 (▲5)	872 (▲49)
輸出	2725 (▲5)	2982 (▲66)
輸入	1955 (0)	2110 (▲17)
経常収支	548 (▲4)	734 (▲13)
貿易外収支	▲171 (+1)	▲76 (+37)
旅行収支	▲181 (+1)	▲183 (+20)
投資収益収支	229 (0)	329 (+8)

(注) () 内の数値は円高ケースとの差異額

降、前期比 2 円の円安での推移が続くと仮定してみると、'89、90年度の貿易・経常収支は左の通りとなる（表-11）。

これをみると、'90年度の貿易黒字額は、円高が進行した場合に比べて49億ドルほど黒字拡大額が少なくすむ。一方、経常収支については、円安が当初から貿易外収支については黒字拡大効果を持つことから、これが貿易黒字の縮小効果を相殺するため、

▲13億ドルの黒字縮小と円高ケースとあまり大差はない。

(2) 為替の貿易・経常収支への中期的インパクト

次に、為替の貿易・経常収支に与える中期的なインパクトを分析してみる。まず'90年第 1 Q の為替レートを143円と仮定し、その後為替が143円で一定の場合を標準ケース（ケース A）とし、年率15%（IMF方式、以下同じ）の円高の場合をケース B、年率10%の円高ケースの場合をケース C、年率 5%の円高の場合をケース D、年率 5%の円安の場合をケース E、年率10%の円安の場合をケース F として'95年度

までの貿易・経常収支のシュミレーションを行い、為替の貿易・経常収支に対するマクロ的なインパクトを分析する（表-12）。

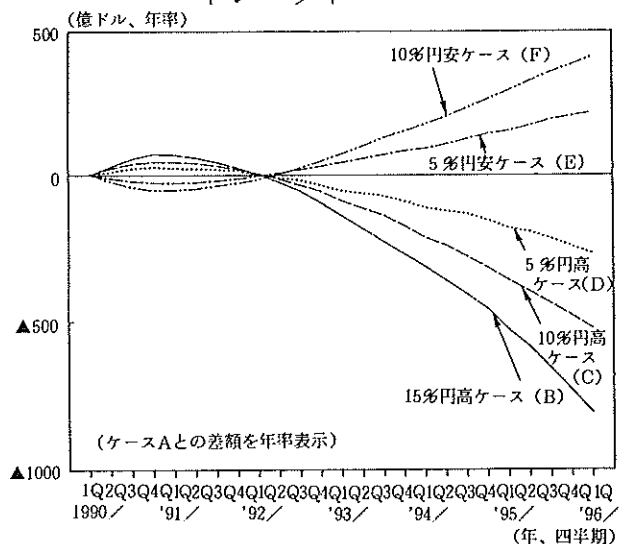
表-12 ケース別為替の想定 (円/ドル)

	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度
A. 標準ケース (横這い)	143	143	143	143	143	143
B. 大幅円高 (15%)	131	114	99	87	75	65
C. 中幅円高 (10%)	134	123	111	100	91	83
D. 小幅円高 (5%)	138	131	125	119	113	108
E. 小幅円安 (5%)	148	156	164	172	181	191
F. 中幅円安 (10%)	153	170	190	210	234	260

(注) 為替の上昇率は、IMF方式で計算

図-17は、貿易収支について、各ケースのケースA（標準ケース）との差額を年率で示したものである。この図から以下のことが言えよう。すなわち、①為替が'90年第2Q以降、一定の率で変化していくと仮定した場合、ちょうど'92年第2Q（2年後）には、いずれのケースも同じ貿易収支となること、②為替が変化し始めて2年間は、円安が大きければ大きいほど、逆Jカーブの第1フェイズの黒字縮小効果は大きくなり、逆に、円高が大きければ大きいほど、Jカーブの第1フェイズの黒字拡大効果は大きくなること、③為替が変化し始めてから2年経過後は、円安であればあるほど逆Jカーブの第2フェイズの黒字拡大効果は大きく、逆に、円高が大きければ大きいほどJカーブの第2フェイズの黒字削減効果も大きいことである。

図-17 為替の貿易収支に対する中期的インパクト



例えば、最も円高のスピードが速いケースB（年率15%の円高）の場合、'90年度のJカーブの第1フェイズの貿易黒字拡大効果は+56億ドルに達する一方、第2フェイズの貿易黒字縮小効果は、'95年度には▲695億ドルにも達している（表-13）。また、逆に最も円安のスピードの速いケースF（年率10%の円安）の場合、'90年度

の逆Jカーブによる第1フェイズの貿易黒字縮小効果は▲41億ドルに達しているが、第2フェイズの貿易黒字拡大効果は'95年度には+368億ドルに達している。

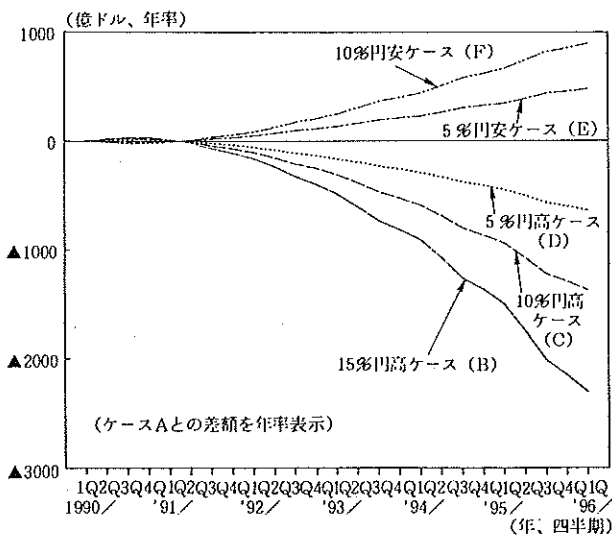
表-13 円高の対外不均衡・GNPに与える
中期的インパクト
(単位、億ドル、%)

	'90年度	'91年度	'92年度	'93年度	'94年度	'95年度
ケースB						
貿易収支	+56	+32	▲78	▲248	▲439	▲695
経常収支	+25	▲90	▲358	▲763	▲1,299	▲2,053
実質GNP	▲0.6	▲2.7	▲5.7	▲9.0	▲12.3	▲15.7
ケースC						
貿易収支	+37	+24	▲47	▲160	▲299	▲461
経常収支	+16	▲56	▲228	▲487	▲822	▲1,239
実質GNP	▲0.4	▲1.8	▲4.0	▲6.4	▲8.9	▲11.3
ケースD						
貿易収支	+21	+14	▲28	▲84	▲148	▲231
経常収支	+9	▲30	▲120	▲240	▲388	▲573
実質GNP	▲0.2	▲1.0	▲2.2	▲3.5	▲4.8	▲6.2
ケースE						
貿易収支	▲21	▲14	+24	+75	+131	+196
経常収支	▲10	+27	+106	+204	+318	+446
実質GNP	+0.2	+1.1	+2.3	+3.7	+5.3	+7.1
ケースF						
貿易収支	▲41	▲30	+36	+138	+248	+368
経常収支	▲19	+48	+192	+384	+596	+829
実質GNP	+0.4	+2.1	+4.8	+8.0	+11.8	+16.1

(注) 数値はケースAとの差を貿易・経常収支については差額、GNPについては率で表示したもの

貿易収支と同様のグラフを経常収支についても書いてみると(図-18)、2つのことが指摘される。つまり、①貿易収支に対する効果とはやや異なり、Jカーブ効果はほとんど現れないようになってきていること(具体的には、合成Jカーブの第1フェイズの終点は1年間となっており、貿易収支のそれよりも1年間短く、金額的にも第1フェイズの効果は小さいこと)、②為替の経常収支に与える第2フェイズの効果は、貿易収支に与える効果よりもはるかに大きいことである。

図-18 為替の経常収支に対する
中期的インパクト



とがその最大の要因である。

8. まとめ

現在進んでいる貿易・経常収支の黒字縮小に与えた'85年度以降の円高の効果には非常に大きなものがあり、もし'85年度以降のドル高調整がなかったならば、日本の貿易・経常黒字は、現在1,300億ドルもの規模に達していたであろう。

これは、①については、'85年度以降の円高が進んだ時期と比べて、貿易外取引の貿易取引に対するウェイトが格段に上昇してきているためである。つまり、為替の変化が、短期的には貿易収支と貿易外収支に対して反対の方向に作用するため、為替の経常収支に対するJカーブの第1フェイズの効果が現れにくくなっているのである。また、②については、'85年度以降の円高により、日本の海外旅行者が急増していることから、今後とも円高が進んだ場合に、旅行収支の赤字額が大きく拡大していくこ

このように、'85年度以降の長期的な円高による Jカーブの第 2 フェイズの黒字縮小効果が現在働いていることは疑いの余地がないが、'89年度以降の円安の“逆 Jカーブ効果”による黒字縮小効果や、原油価格の上昇による輸入金額の増大により、黒字縮小スピードが過大に現れているのもまた事実であろう。そのため'90年度については、'89年度の円安による逆 Jカーブの第 2 フェイズの黒字拡大効果や、足下の円高の Jカーブ効果により、'88年度の数值に近い貿易・経常収支の黒字を計上する可能性がある。特に、経常収支に対しては、'90年度の短期金利の下落により、日本の投資収益収支が100億ドル近い黒字拡大をするとみられることから、貿易黒字の拡大額を50億ドル程度上回る黒字拡大を示すこととなろう。

円安が今後とも継続した場合には、円安の逆 Jカーブの第 1 フェイズの黒字縮小効果から、貿易黒字については 2 年間程度、経常黒字については 1 年間程度の黒字縮小効果を持つであろうが、より中期的には円安のスピードが大きければ大きいほど巨額の黒字拡大効果を持つため、現在の円安は中期的にはかなり問題であると言えよう。

つまり、今後中期的に對外不均衡を是正していくために、円高が一つの解決策になることは確かである。ただ、あまり急激な円高は、国内へのデフレーションパクトが大きくなるうえ、貿易収支については、'85年度のような Jカーブ効果により、短期的にせよ、黒字額を水増しさせるため、必ずしも好ましいとは言えないであろう。

また、貿易黒字については、今までの貿易構造を前提とする限り、円高による黒字縮小効果は経常収支に比べて相対的に小さい。ゆえに、日本の貿易黒字を解消させるためには、日本の貿易構造（例えば、輸出入の所得弾性値や価格弾性値）を一層主体的に変えていく必要があるだろう。例えば、円高により所得弾性値の高い製品輸入比率が上昇、輸入全体の所得弾性値が高まること、円高を契機とした海外直接投資の増加による現地生産の本格化とそれによる輸出代替効果を通じた輸出の所得弾性値の低下等である。

もちろん、日本におけるさまざまな輸入の規制緩和や自由化による輸入拡大努力や、海外旅行者が持続的に増加していくための制度的仕組みを整える努力（例えば、空港の整備により輸送能力を高めたり、サラリーマンの長期有休暇制度の充実により、物理的にもっと多くの人々が海外旅行に行けるようにすること）も必要なことは言うまでもない。

現在進みつつある米国での保護主義の台頭や、日本の準管理貿易への移行の兆しは世界経済の長期的進展にとって良い結果をもたらさないであろう。過去の為替の對外不均衡の是正効果を再認識し、適切な為替政策や財政・金融政策での国際協力を図ることによって自由貿易制度を堅持すべきであろう。