



日本企業の通貨戦略

さとう きよたか
佐藤 清隆

横浜国立大学大学院 国際社会科学研究院 教授

【要 旨】

本稿は、2021年から急速に進んだ円安が日本企業の通貨戦略にどのような影響を及ぼしたのかを考察する。2000年1月から2025年4月までの日本銀行の輸出物価指数を用いて、日本企業の輸出における建値通貨選択行動を実証分析によって明らかにしている。

輸出の建値通貨比率の推定式を時変パラメーターモデルで推定した結果、日本の主要輸出産業において、円建て比率の方がドル建て比率よりも高い産業が複数あることが確認された。また、特に2022年からの円安進行時に、日本企業が輸出の建値通貨比率を変更し、為替差益を享受するよう戦略的に行動していることが明らかになった。

1. はじめに

日本経済は過去55年ほどの長期にわたって大幅な為替レートの変動を経験してきた。その大半の時期は大幅な円高であり、1ドル=360円の時代から2011年と2012年には1ドル=70円台後半まで円高が進んだ。この状況は、2012年末に発足した第二次安倍内閣の積極的な金融緩和政策によって大きく変わった。それまでの歴史的とも言える円高が急速な円安へと反転した。以後、日本経済は円安の恩恵のみならず、行き過ぎた円安によるマイナスの影響に苦しむことになる。

図1が示すように、円安がスタートしたのは2021年1月からである。特に2022年2月にロシアがウクライナに侵攻した翌月から円安が急激に進み、2022年10月には一時的に1ドル=151円台の水準まで円が減価した。わずか8か月ほどで円は30%以上減価したことになる。翌2023年の10月から11月には再び1ドル=150円を超える水準まで円安が進み、その後は140円台と150円台の間を行き来しながらも、150円前後の円安水準が定着したようにもみえる。2025年は1ドル=140円台の水準を推移しているが、

米トランプ政権の関税政策などの影響から、今後の為替相場を見通すことは一段と困難になっている。

本稿の課題は、2021年から急速に進んだ円安が日本企業の通貨戦略にどのような影響を及ぼしたのかを考察することにある。本稿で述べる「通貨戦略」とは、為替変動に対して日本企業が行う貿易建値通貨選択や為替リスク回避行動などの戦略的対応のことである。特に本稿では日本企業の輸出における建値（契約）通貨選択に焦点を当てて分析を行う。輸出における建値通貨選択は、輸出者と輸入者の間でどちらが為替リスクを負担するのか、現地市場での販売価格が為替変動の影響を受けて上昇もしくは低下するかを左右する。輸出における建値通貨選択は、日本企業にとって重要な通貨戦略の一つである。

冒頭で述べた円安進行時に、日本企業がどのような通貨戦略をとっていたのかを分析した研究はまだ少ない。その理由は、次節で述べるように、企業レベルの通貨戦略を示すデータを入手することが困難だからである。本稿では、日本銀行の輸出物価指数を用いて、日本企業の輸出における建値通貨選択行動を産業別に推定する。Kalman Filterによる時変パラメーターモデルの推定を行い、日本の輸出の建



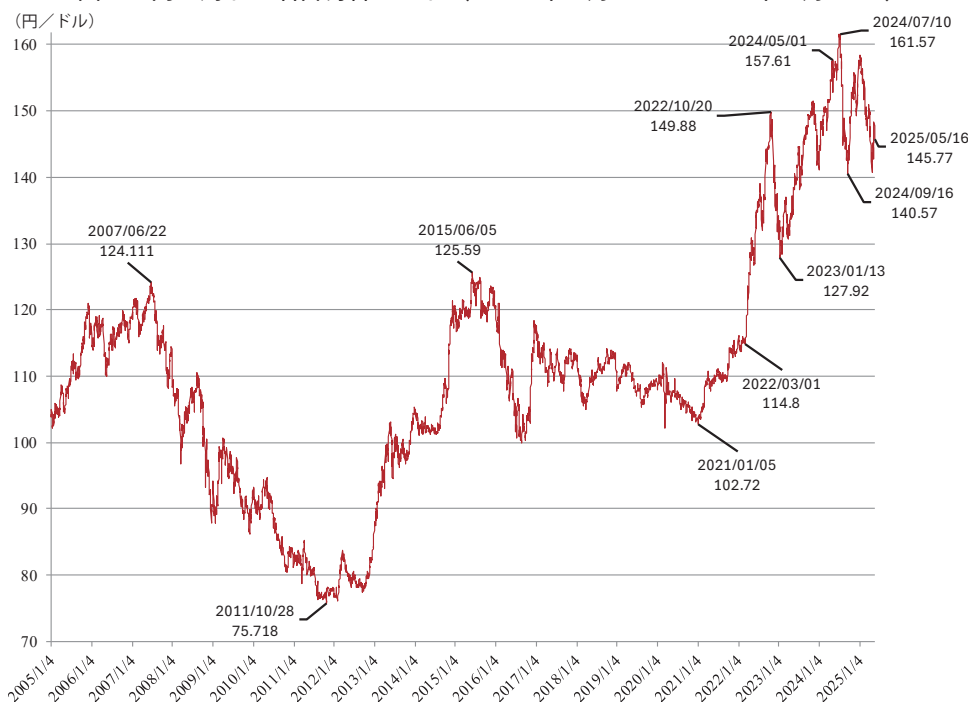
【佐藤清隆氏のプロフィール】

1968年、長崎市生まれ。1991年3月横浜国立大学経済学部卒業。1998年3月東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得満期退学。2001年2月東京大学より博士（経済学）取得。（財）国際東アジア研究センター研究員、横浜国立大学経済学部助教授、准教授、教授を経て、2013年4月より横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授。

専門 国際金融

最近の主な業績 (1)佐藤清隆『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，2023年。(2)Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato and Junko Shimizu, 2018, *Managing Currency Risk: How Japanese Firms Choose Invoicing Currency*, Cheltenham, UK: Edward Elgar. 【2019年度・第62回「日経・経済図書文化賞」受賞】(3)Keddad, Benjamin and Kiyotaka Sato, 2022. “The influence of the renminbi and its macroeconomic determinants: A new Chinese monetary order in Asia?” *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 79 (July), 101586. (4) 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.

図1 円の対ドル名目為替レート（2005年1月4日～2025年5月16日）



出所：Pacific Exchange Rate Service より筆者作成。

値通貨比率が時間を通じてどのように変化してきたのか、特に2021年から22年以降の円安局面で日本企業が輸出における建値通貨選択行動を変化させてきたか否かを検証する。日本の輸出の50%以上がドル建てで取引されていることが広く知られているが、以下の実証分析を通じて、日本の輸出の建値通貨選択行動は産業によって異なり、円建て輸出比率の方が高い産業も複数確認されることを明らかにする。また、2022年頃から建値通貨比率の上下変動が大きくなり、2024年半ばから円建て比率が上昇傾向にあることを示す。最後に、本稿の分析結果を整理し、日本企業の通貨戦略の現状と課題を論じる。

2. 先行研究

企業レベルの貿易建値通貨選択や為替リスク管理を実証的に分析することは難しい。企業レベルのデータを入手することが困難だからである。品目別の貿易統計を使って為替パススルーを研究した論文は数多くあるが、それらはあくまでも輸出や輸入の品目ごとに為替パススルーを分析したものであり、企業レベルの分析を行っているわけではない。

このようなデータの制約を乗り越えるために、日本企業へのインタビューとアンケート調査を通じて企業情報を取得し、そのデータに基づいて実証分析

を行ったのが Ito et al. (2012, 2018)、清水・他 (2021) である。同研究チームは2009年から日本本社企業向けと日系海外現地法人向けにそれぞれ4度のアンケート調査を行っており、企業レベルの貴重な情報を蓄積している。ただし、最新のアンケート調査は2022年度実施の日系海外現地法人向け調査である。佐藤 (2023) は同調査と2021年度実施の日本本社企業アンケート調査の結果に基づく分析を行っているが、2022年3月から急速に進展した円安の影響についての十分な考察は行われていない¹。

企業アンケート調査以外のもう一つの研究として、税関の輸出入申告統計を用いた実証研究がある。税関に申告される輸出・輸入の全ての取引の個票データを活用した研究は2022年から研究者向けに認められるようになった。清水・他 (2022)、Yoshimi et al. (2024)、Yoshida et al. (2024, 2025) は、日本の輸出および輸入の取引レベルのデータを用いて、貿易建値通貨選択の実態やその決定要因を実証的に分析している。また、Yoshimoto et al. (2025) は輸出入申告統計と企業活動基本調査（経済産業省）のデータを紐付けて、貿易建値通貨選択の決定要因を企業レベルで分析している。税関の輸出入申告統計が利用可能になってから、貿易建値通貨選択や為替パススルーに関する研究が一気に進んでいるが、税関の輸出入申告統計は財務省の公募研究に採択されなければ利用することができないという制約がある。

以上のように企業レベルの研究を進めるには依然としてハードルが高い。この制約を踏まえた上で、企業レベルの研究が取り組むべき課題は何か。2022年から急速に円安が進行し、2025年5月時点でも1

ドル＝140円～150円の間で円安水準が定着している状況下で、日本企業の貿易建値通貨選択行動に変化がみられるか否かを明らかにすることが必要である。財務省の統計によれば、2024年下半期において、日本の輸出の50.5%はドル建てで、35.5%が円建てで取引されている²。また後述するように、日本銀行は日本の輸出の建値通貨比率を産業別に公表している。本稿では Ito et al. (2018) が開発した貿易建値通貨比率の推定方法を用いて、日本の輸出の建値通貨比率が産業別にどのように変化してきたかを時変パラメーターモデルの推定によって明らかにする。

3. 貿易建値通貨比率の推定手法

日本銀行は(1)円ベースと(2)契約通貨ベースの二つの輸出物価指数を公表している。日本企業が円、米ドル、ユーロの3通貨のみを契約通貨（建値通貨）として用いていると仮定すると、(1)と(2)は次のように表される³。

・円ベース：

$$P_{yen}^{EX} = (P_{yen})^{\alpha} (P_{usd} \cdot E_{yen/usd})^{\beta} (P_{eur} \cdot E_{yen/eur})^{\gamma} \quad (1)$$

・契約通貨ベース：

$$P_c^{EX} = (P_{yen})^{\alpha} (P_{usd})^{\beta} (P_{eur})^{\gamma} \quad (2)$$

なお、 P_{yen} 、 P_{usd} 、 P_{eur} はそれぞれ円建て、ドル建て、ユーロ建ての輸出価格、 $E_{yen/usd}$ と $E_{yen/eur}$ はそれぞれ円の対ドルおよび対ユーロ名目為替レートを意味する。

ここで(1)式を(2)式で除すると次の結果が得られる。

¹ 2021年度実施の日本本社企業アンケート調査は伊藤・他 (2024)、2022年度実施の日系海外現地法人企業アンケート調査は佐藤・他 (2024) において調査結果が報告されている。

² 財務省貿易統計の「貿易取引通貨別比率」(<https://www.customs.go.jp/toukei/shinbun/tuukahappyou.html>)を参照。

³ 日本銀行の統計によると、2024年12月時点の輸出の建値通貨は円、ドル、ユーロが94%を占めている (https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/pi/cgpi_2020/crcc2024.pdf)。後掲の表1も参照。

$$\frac{P_{yen}^{EX}}{P_c^{EX}} = \frac{(P_{yen})^\alpha (P_{usd} \cdot E_{yen/usd})^\beta (P_{eur} \cdot E_{yen/eur})^\gamma}{(P_{yen})^\alpha (P_{usd})^\beta (P_{eur})^\gamma} = E_{yen/usd}^\beta \cdot E_{yen/eur}^\gamma \quad (3)$$

輸出価格、為替レートはいずれも時系列データである。(3)式の両辺の自然対数を取り、さらに階差をとることによって、次の回帰式（固定パラメーターモデル）が得られる。

$$\Delta \ln(P_{yen}^{EX}/P_c^{EX})_t = \beta \cdot \Delta \ln E_{yen/usd,t} + \gamma \cdot \Delta \ln E_{yen/eur,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

ここで Δ は階差オペレーター、 ε は誤差項を表す。仮定より、 β はドル建て輸出比率、 γ はユーロ建て輸出比率であり、円建て輸出比率は $\alpha = 1 - \beta - \gamma$ で表される。

本論文では Kalman Filter を用いて、(4)式を時変パラメーターモデルで推定する。時変係数である β_t と γ_t の状態方程式はドリフト項なしのランダムウォーク過程に従うと仮定する。

推定に用いるデータは日本銀行の輸出物価指数と名目為替レートである。いずれも月次データを用いるが、名目為替レート（月中平均）として円の対ドル名目為替レートとユーロの対ドル名目為替レートを IMF, International Financial Statistics から入手し、クロスレートを計算して、円の対ユーロ名目為替レートを算出している。

日本銀行の輸出物価指数について説明しよう。日本銀行は全輸出（総平均）に加えて7産業の輸出物価指数を公表している。表1に示された7産業は輸出物価指数データの最も大きな分類であり、「類別」指数と呼ばれている。この指数は「小類別」、「商品群」、「品目」の順番でさらに詳細な分類となる⁴。本稿では、類別指数の中から三大機械産業で

ある「はん用・生産用・業務用機器」、「電気・電子機器」、「輸送用機器」を分析の対象とする。表1によれば、これら三大機械産業の輸出額の合計は全輸出の67.66%を占める。また、2024年12月時点の建値通貨比率も表1に示されている。本稿は、三大機械産業に焦点を当てながら、類別よりも詳細な分類（小類別もしくは商品群）で推定し、貿易建値通貨選択が産業によってどう異なるか、そしてどのように変化してきたかを明らかにする。時変係数の推定結果は次節の図2に示している。

表1 日本の輸出における産業別建値通貨比率
(2024年12月)

	円	ドル	ユーロ	その他
繊維品 (0.92)	32.6	47.5	6.6	13.2
化学製品 (9.84)	34.5	55.3	4.0	6.2
金属・同製品 (10.35)	18.2	79.9	0.9	0.9
はん用・生産用・ 業務用機器 (19.65)	61.4	24.9	10.2	3.6
電気・電子機器 (21.02)	39.6	51.9	6.1	2.4
輸送用機器 (26.99)	28.5	46.1	12.5	13.0
その他産品・製品 (9.32)	37.0	54.1	5.0	3.9
全産業 (100.00)	37.8	48.5	7.7	6.0

注：建値通貨比率およびカッコ内の全産業の輸出額に占めるシェアはいずれも%の数値。

出所：日本銀行

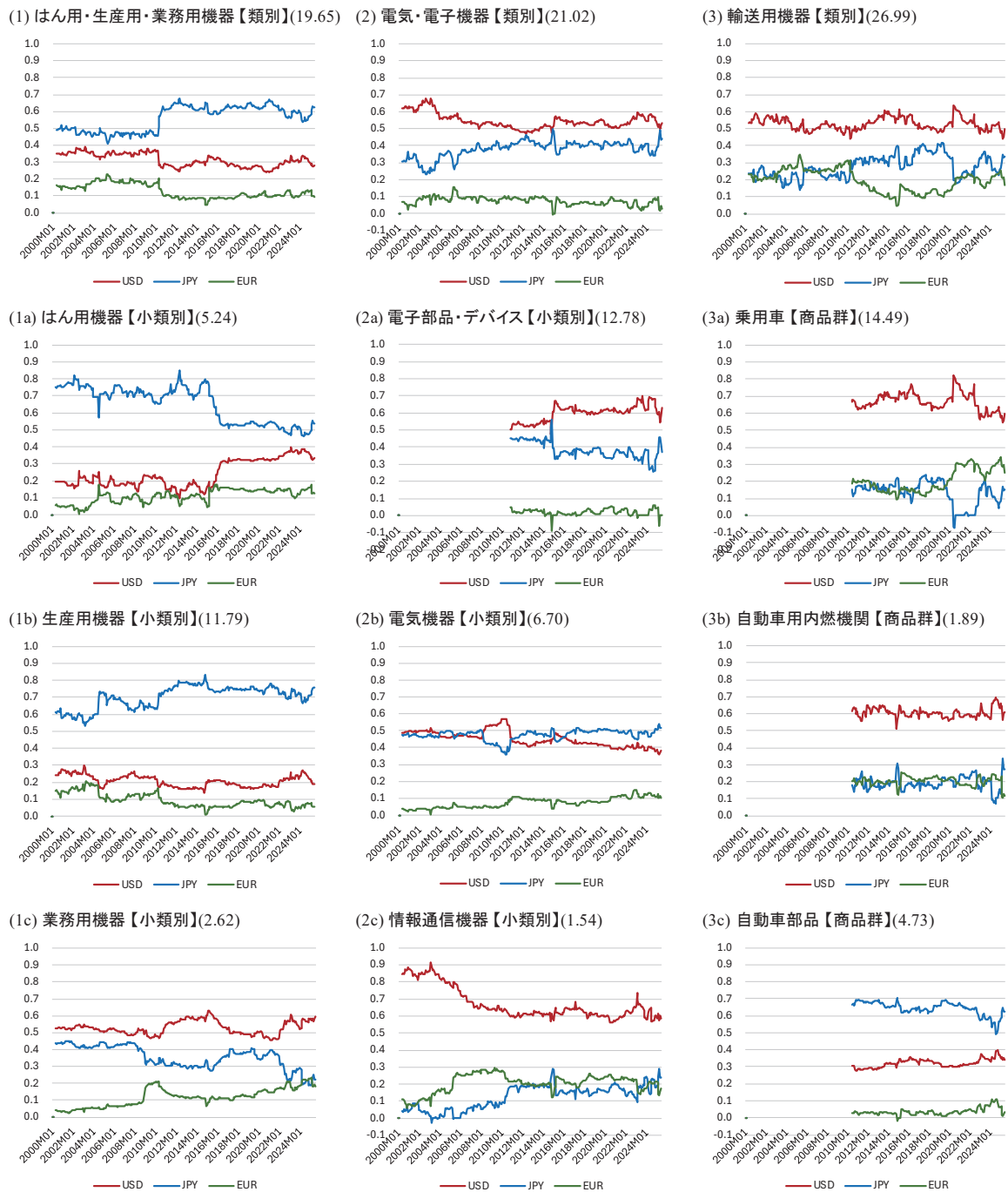
4. 日本の輸出における 建値通貨比率の推定結果

4.1 はん用・生産用・業務用機器の建値通貨比率

図2によれば、はん用・生産用・業務用機器の日本の全輸出に占めるシェアは19.65%であり、3番

⁴ 各分類の項目数は2020年基準のデータで「総平均－類別(7)－小類別(20)－商品群(108)－品目(184)」である。自動車を例にあげると、輸送用機器が「類別」、自動車が「小類別」、乗用車が「商品群」、そして普通乗用車（ガソリン車）が「品目」という分類になる。

図2 日本の機械産業の輸出における建値通貨選択（2000年1月～2025年4月）



注：時変パラメーターモデルの推定結果をドル建て比率（USD）は赤の実線で、円建て比率（JPY）は青の実線で、ユーロ建て比率（EUR）は緑の実線で示している。この図2には示していないが、ドル建て比率の時変係数値は全てのケースで統計的に有意である。ユーロ建て比率の時変係数値も図2（2a）や図2（3c）のように推定値がゼロに近い値の場合を除くと統計的に有意である。各図の見出しの括弧内の数値は、日本の全輸出額に占める当該産業（類別、小類別、または商品群）の輸出額のシェアを表す。

出所：日本銀行のデータに基づく推定結果より筆者作成。

目に大きな輸出産業である。表1によると、同産業の円建て輸出比率は2024年12月の時点で61.4%であ

り、図2に掲載した推定結果もほぼ同じである。図2の中には示していないが、円建て輸出比率の推定

値は2024年12月で58.3%、その4か月後の25年4月は62.7%である。

同産業の円建て比率が高い理由として指摘されるのが、輸出財の競争力の高さである。図2で小類別の推定結果をみると、生産用機器の円建て比率（図2（1b））は2010年以降70%～80%に達している。2020年に入ってから円建て比率の上下変動が激しくなっているが、2025年4月の円建て比率は75.5%という高い水準にある。生産用機器の全輸出に占めるシェアは11.79%と高く、はん用・生産用・業務用機器の輸出の6割を生産用機器が占めている。

生産用機器を商品群レベルでみると、金属工作機械、半導体製造装置、フラットパネルディスプレイ製造装置、ロボットなどが含まれる。図2の推定結果として報告していないが、2010年1月以降、半導体製造装置とフラットパネルディスプレイ製造装置の輸出は100%円建てで行われている⁵。両品目は圧倒的な製品競争力に基づき、輸入企業に対して強力な価格交渉力を有している。例えば半導体製造装置企業として世界4位の売上高を誇る東京エレクトロンは100%円建てで輸出している（清水・他（2021）、佐藤（2023））。これら半導体製造装置企業も日本から自社の海外現地法人（販売拠点）向けに輸出を行い、現地法人が海外の顧客に販売する。通常、日本の本社企業は海外現地法人に為替リスクを負わせることを避け、相手国通貨建てやドル建てで現地法人向けに輸出を行う。しかし、圧倒的な製品競争力を有する半導体製造装置企業は、現地法人向けにも円建てで輸出し、現地法人が顧客に対して円建てで現地販売している⁶。

図2（1a）のはん用機器においても円建て輸出比率が最も高いが、2015年の78.9%から2016年5月の52.8%へと26ポイントほど円建て比率が低下し、その後は50%前後を推移している。その間にドル建て比率が大きく上昇し、2015年1月の19.2%から2016年5月には31.7%まで上昇している。輸出物価指数を2015年基準に改定するのにもとない、過去の（2010年基準の）輸出物価指数から品目の入れ替えを行ったことが理由であり、2015年以降、時変パラメーター推定値が1年半をかけて徐々に修正されたと考えられる。なお、はん用機器の建値通貨の推定値にこれほど大きな変化があったにもかかわらず、類別レベルのはん用・生産用・業務用機器の建値通貨比率は2015年以降もほぼ安定している。最後に図2（1c）の業務用機器ではドル建て比率が一貫して5割から6割を占めている。円建て比率は3割から4割の間で変動しているが、2021年12月の36.5%から2024年12月には19.3%へと大きく低下している。ただし、業務用機器の輸出が日本の全輸出に占めるシェアは2.62%にとどまっており、はん用・生産用・業務用機器全体への影響も軽微にとどまっている。

4.2 電気・電子機器の建値通貨比率

表1によると、2024年12月において電気・電子機器の輸出の51.9%はドル建てで行われている。同産業、特に半導体や電子部品などは世界的にドル建て取引が主流であると考えられている。最終財を生産するまでのサプライチェーンに沿って、アジア域内で国境を越えた生産・販売が活発に行われ、最終財

⁵ 半導体製造装置とフラットパネルディスプレイ製造装置（いずれも品目レベル）の円ベースの輸出価格と契約通貨ベースの輸出価格は完全に一致している。これは両品目の輸出が円建てで行われていることを意味する。なお、フラットパネルディスプレイ製造装置の輸出は2005年1月から一貫して円建てで行われている。両品目の輸出額が日本の全輸出額に占めるシェアは5.07%である。

⁶ この点は佐藤（2023）の第4章3（4）節で詳細に論じている。

は米国に輸出されるか、グローバル企業（Apple や Samsung など）に販売される。買い手が米国の場合はドルで取引されるのが一般的であり、グローバル企業もドルでの取引を基本としている。Ito et al. (2012) は2000年代後半に実施した、日本の大企業向けのインタビュー調査から得た情報により、電気機械産業の対世界輸出の71%がドル建てで取引されていると報告している⁷。図2(2)の電気・電子機器のドル建て輸出比率は2000年代前半に6割を超え、7割近くに達した時期もあった⁸。この推定結果はIto et al. (2012) ととも整合的である。

しかし図2(2)によれば、電気・電子機器のドル建て輸出比率は少しずつ低下し、2000年代後半以降は5～6割の間を推移している。これは表1のドル建て比率とも整合的である。特に2025年2月には5割をわずかに下回る水準までドル建て比率が低下している。他方で円建て輸出比率は2000年初めの31%から徐々に上昇し、2010年前後から4割付近を推移するようになった。注目すべきは、2025年2月に49%まで円建て輸出比率が上昇している点である。なぜこのような変化が特に2020年代で起きているのか。小類別のデータを用いた推定結果をみてみよう。

電気・電子機器の中で最大のシェアを占めるのは電子部品・デバイス（図2(2a)）であり、日本の輸出全体に占めるシェアは12.78%である。その中には半導体素子や集積回路等が含まれており、それらはプロダクトサイクルが短い。日本銀行の輸出物価指数は5年ごとに改定されるが、電子部品の場合は品目の入れ替え・見直しも多く行われる。そのため、本稿では2010年からの時変パラメーター推定の結果を報告しているが、2015年の基準改定による品目入れ替え・見直しの影響が大きく、2015年付近の

時変係数の推定値が大きく変動している。それ以降、ドル建て輸出比率は概ね6割前後、円建て輸出比率は3割台を推移していたが、2022年の急激な円安局面で円建て比率が低下し、ドル建て比率が2022年2月の60.1%から同年12月には68.7%まで上昇している。

なぜ2022年からドル建て輸出比率が上昇し、円建て輸出比率が低下したのか。一つの可能性は、ドル建て輸出比率を高めることで為替差益を最大限に享受しようという、輸出企業の戦略的な行動の結果である。もう一つ注目すべきは、2024年8月の26%から25年2月には45.5%まで円建て比率が急上昇している点である。同時にドル建て輸出比率も54.5%にまで低下しており、電子部品・デバイスを輸出する日本企業の建値通貨選択が戦略的に変わったことを示唆している。図1が示すように、2024年7月10日に1ドル＝161.57円まで円安が進んだ後、同年9月16日には140.57円まで20円以上の円高が進んだため、企業は今後の円高進行の可能性を意識して、ドル建て輸出から円建て輸出へと戦略的に建値通貨を変更したと考えられる。

最後に、他の小類別の推定結果もみておこう。電気機器（図2(2b)）は、円建て比率とドル建て比率が拮抗しており、2011年頃から円建て比率の方がドル建て比率を上回るようになった。その後、2016年に入ってから、円建て比率がドル建て比率を一貫して上回っている。電気機器に含まれる商品群や品目は多岐にわたるが、電動機、電力変換装置、電子応用装置、工業計器、リチウムイオン蓄電池などが主要な品目である。いずれも電子部品・デバイスと比較すると、日本製品の海外市場での競争力が高い品目であり、その競争力を背景とした価格交渉力に

⁷ Ito et al. (2012) が明らかにしたドル建て輸出比率は、2007年度と2008年度に実施したインタビュー調査に基づいて推計した値である。

⁸ 図2には明示されていないが、2003年2月にはドル建て比率の推定値が68%にまで上昇している。

よって円建て比率が高くなっていると考えられる。また、電子部品・デバイスの輸出と同様に、2024年2月の46.2%から2025年2月の53.8%へと電気機器の円建て輸出比率が上昇している。情報通信機器（図2（2c））では2010年以降もドル建て比率が約6割を占めており、円建て比率は10%台にとどまっている。ただし、ここでも2024年3月の13.8%から、2025年2月には29.3%へと円建て比率が上昇している。電気・電子部品における2024年から2025年にかけての円建て比率の上昇は、全ての小類別においても観察される動きである。

4.3 輸送用機器の建値通貨比率

表1によると、2024年12月の輸送用機器の建値通貨として、円、ドル、ユーロ以外の通貨が13%を占めている。Ito et al. (2018)、佐藤（2023）は、日本の自動車企業が先進国向け輸出において相手国通貨建てで輸出する傾向が強いことを指摘している。したがって、図2（3）の円建て輸出比率の推定値はやや過大評価されている可能性があることに留意しながら、時変係数の推定結果をみてみよう。

輸送用機器の輸出でドル建て比率が最大であるのは図2（3）からも明らかであるが、2010年頃を境として、円建て比率がユーロ建て比率を上回るようになった。2019年に入ると、円建て比率は4割を超えるほど上昇している。しかし、2020年5月から6月にかけて円建て比率は32.7%から19.7%へと急落する。この円建て比率の急落を説明するのは難しい。2020年からの新型コロナウイルス感染拡大が影響を及ぼしている可能性もあるが、輸出物価指数を2020年基準に改定したことが影響している可能性も否定できない。最も注目すべきは、2020年以降に、円建

て比率が上下変動を繰り返している点である。

上記のような輸送用機器輸出の建値通貨比率の変化を理解するために、より詳細な商品群レベルの輸出物価指数を用いた推定結果をみてみよう。図2（3a）は、輸送用機器の中で最大のシェアを占める乗用車の輸出の建値通貨比率の推定値を示している。データ上の制約から、商品群レベルの輸出物価の推定は2010年からのデータを用いて行っているが、2010年から2019年にかけて、ドル建て比率は70%前後の水準でやや大きく上下変動をしているのに対して、円建て比率は10%から20%程度の水準を推移している。日本の自動車輸出では市場別の輸出価格安定化（Pricing-to-Market：PTM）行動が強く観察されるという Ito et al. (2012, 2018) などの先行研究と整合的な推定結果である。

図2（3a）では、2020年に入ると同年3月の66.5%から翌4月の82%へとドル建て輸出比率が急上昇している。これも輸出物価指数の基準年変更の影響だと考えられるが、注目すべきは2020年8月から2022年8月まで、円建て比率がゼロの値で推移している点である⁹。円建て輸出比率が突然ゼロになることは考え難い。また、これが新型コロナウイルスの感染拡大の影響か否かを判断するのは難しい。なお、この時期にはドル建て比率の上昇よりも、ユーロ建て比率の上昇の方が目立っている。

次に、自動車部品の輸出における建値通貨選択をみてみよう。図2（3b）は自動車部品の中でも特に基幹的な部品である内燃機関（エンジン等）の輸出の建値通貨比率を示している。日本の自動車メーカーは日本国内から完成車（あるいは完成品）を輸出するだけでなく、現地で可能な限り部品を調達し、現地で生産販売を行う企業も多い。後者の海外

⁹ 図2（3a）では2020年6月の円建て比率がマイナスになるという異常値が出ているが、これは基準年変更の影響だと考えられる。このようなマイナスの異常値は図2全体で数件観察される。

現地法人が日本から輸入するのは、エンジン等の基幹部品に絞り込む傾向がある。ハイブリッド車のエンジンなどはその代表例であるが、こうした基幹部品は日本でしか製造できないほど製品競争力が高い。しかし図2(3b)の推定結果が示すように、製品競争力が高いエンジン等の内燃機関であっても、ドル建てで輸出される傾向が強く観察される。

他方で、内燃機関を除く自動車部品の輸出をみると円建て比率が6割から7割を占めており、ドル建て比率は3割程度にとどまっている。なお、2020年以降、円建て輸出比率は低下傾向にあり、2024年5月から7月には5割を切るほどまで円建て比率が低下した。しかし、その後は再び円建て比率が上昇し、2025年2月には65%まで円建て比率が回復している。

Ito et al. (2012, 2018) は完成車と自動車部品の輸出ではグループ企業（海外現地法人）向けの取引、すなわち企業内貿易のウェイトが高いことを指摘している。グループ企業向けに日本本社から輸出を行う場合は、現地法人が為替リスクを負わないように現地通貨建てで日本から輸出を行うという説明がなされるが、日本からの自動車部品輸出の建値通貨選択には、上記のような説明が妥当しないことがわかる。なぜ企業内貿易を通じた部品輸出の多くが円建てで取引されているのかについては、今後さらなる検証が必要である。

5. 結 語

日本の輸出の円建て比率が産業ごとに異なることは、日本銀行が公表するデータ（表1）によってすでに知られていた。本稿の貢献は、表1の類別指数による建値通貨比率の情報を超えて、小類別あるいは商品群の輸出における建値通貨比率を明らかにしたことにある。時変パラメーターモデルによる推定はIto et al. (2018) でも行われているが、本稿の場

合は最新の（2025年4月までの）輸出物価指数を用いた分析を行っている。2020年からのコロナ禍を経て、2022年からの円安局面まで分析期間を拡張し、建値通貨比率が同年からの円安進行にともない円建てとドル建ての両方で変化していることを明らかにしている。急激に円安が進む局面で、日本企業はドル建て輸出比率を引き上げて、為替差益を享受する行動をとったことが確認された。この2022年以降の建値通貨選択の変化を明らかにしたのは、筆者の知る限り本稿が初めてである。日本企業が輸出の建値通貨を頻繁かつ戦略的に変更するか否かについては、過去の研究でも十分に明らかにされていない。本稿は2022年からの急激な円安局面において輸出の建値通貨選択が戦略的に変更されていることを明らかにしたが、この点については単に建値通貨比率の推移をみるだけでなく、その変化がどのような要因によって生じているかをさらに分析することが必要である。

なお、本稿にはまだ課題も多い。日本の輸出物価指数は5年ごとに基準年の改定が行われるが、特定の基準年変更時に、建値通貨比率の推定値が大きく変動するという問題がある。また、十分に説明することが難しいような建値通貨比率の変化も複数観察された。本稿では、日本の輸出の建値通貨が円、ドル、ユーロの3通貨のみであるという強い仮定の下で建値通貨比率の推定を行ったが、例えば輸送用機器など、この仮定から大きく逸脱する（3通貨以外の建値通貨比率が10%を超える）産業もある。分析手法の改良も含めて、今後の研究課題として取り組みたい。

参考文献

Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato and Junko Shimizu, 2012. “The Choice of an Invoicing Currency by Globally Operating Firms: A Firm-

- Level Analysis of Japanese Exporters,” *International Journal of Finance and Economics*, 17(4), pp.305-320.
- Ito, Takatoshi, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato and Junko Shimizu, 2018. *Managing Currency Risk: How Japanese Firms Choose Invoicing Currency*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Yoshida, Yushi, Junko Shimizu, Takatoshi Ito, Kiyotaka Sato, Taiyo Yoshimi, and Uraku Yoshimoto, 2024. “Invoicing Currency Choice: Strategic Complementarities and Currency Matching,” NBER Working Paper No. 32276, March.
- Yoshida, Yushi, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, Kiyotaka Sato, Taiyo Yoshimi, and Uraku Yoshimoto, 2025. “A Test of Dominant Currency Hypothesis: Evidence From a Non-USD-non-Euro Country,” NBER Working Paper No. 33454, February.
- Yoshimi, Taiyo, Uraku Yoshimoto, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, and Yushi Yoshida, 2024. “Invoice Currency Choice in Intra-Firm Trade: A Transaction-Level Analysis of Japanese Automobile Exports,” NBER Working Paper No. 32142, February.
- Yoshimoto, Uraku, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, Yushi Yoshida, and Taiyo Yoshimi, “The Myth of U.S. Dollar Dominance in Japanese Exports: New Evidence from Japanese Customs Level Data,” NBER Working Paper No. 33748, May.
- 伊藤隆敏・鯉渕賢・佐藤清隆・清水順子・吉見太洋（2024）「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：2021年度『日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査』結果概要」RIETI Discussion Paper Series 24-J-004.
- 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・鯉渕賢・伊藤隆敏・清水順子・吉見太洋（2024）「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択：2022年度日本企業の海外現地法人に対するアンケート調査結果概要」RIETI Discussion Paper Series 24-J-002.
- 清水順子・伊藤隆敏・鯉渕賢・佐藤清隆（2021）『日本企業の為替リスク管理：通貨選択の合理性・戦略・パズル』日本経済出版社.
- 清水順子・伊藤隆敏・佐藤清隆・吉見太洋・安藤健太・吉元宇楽（2022）「日本企業の貿易建値通貨選択—税関データを集計した各国別インボイス通貨シェアからわかること—」PRI Discussion Paper Series (No.22A-04).