

Economic Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ: 今回の円安が企業収益に及ぼす影響 発表日: 05年7月21日(木)

～今後も112円台の推移が続けば、製造業の利益計画を+4.0%押し上げ～ (No. N-34)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 世界的なIT在庫の調整に端を発した国内経済の踊り場が予想以上に長引いている。IT関連の在庫調整が進展していること等から景気の踊り場もいよいよ佳境を迎えていると判断する向きもあるが、企業の景況感が先行きに対して慎重なことを勘案すれば、既に踊り場を脱したとは判断し難い状況である。
- 一方、足元で急速に進展している円安は、国内経済の不透明感が漂う中で明るい材料と言える。企業の想定レートより円安が進行すれば、今後の景気局面に好影響を及ぼす可能性が期待される。
- 産業連関表を基に試算すれば、10%の円安は産業全体の営業余剰を+0.8%押し上げる。円ドルレートが今後112円/ドルで推移すれば、今年度の経常利益計画を全産業で+0.6%、製造業で+4.0%押し上げる。また、年末までに120円/ドルまで円安が進めば、今年度の経常利益計画を全産業で+0.9%、製造業で+6.3%押し上げる。
- 業種別で見れば、輸送機械、電気機械、一般機械といったこれまで景気の足を引っ張ってきた業種の収益押し上げ効果が大きい。円安の進展により景気牽引業種の収益や業況が改善すれば、日本経済の踊り場脱却時期を早める可能性もある。
- こうした試算を踏まえれば、円安が景気局面へもたらす影響は非常に大きく、今後の動向次第では日本経済の姿も大きく変わってくると言える。今後もこうした外的要因の動向を十分注視していくことが先行きの景気を見通す上で重要となつてこよう。
- 円安の恩恵を無駄にしないためにも、当局は金融財政政策の引き締めに対して慎重な姿勢を取ることが重要だろう。

●半年で既に10円以上上昇している円ドルレート

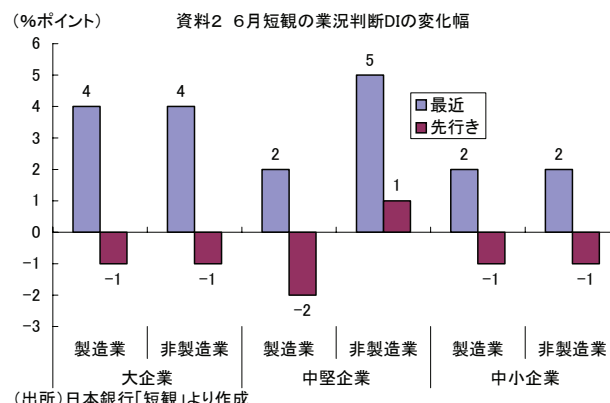
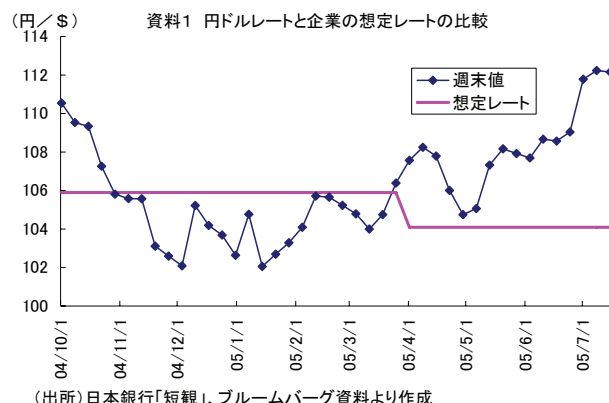
円安が急速に進行しており、各産業の企業収益に影響を及ぼすことが予想される。週次データで見れば、円ドルレートは今年1月の102円程度から先週末では112円台になっており、この半年間で10円近く下落している(資料1)。

一般に円安になると、輸出企業を中心に円ベースの手取りを増加させるとともに、時間の経過を伴って輸出数量が増加するため、輸出企業を中心に収益を増加させる。他方、円安は輸入価格の上昇を通じて、輸入依存度の高い産業を中心に企業収益を押し下げる面も有する。

6月調査の日銀短観では、製造業、非製造業とも業況判断DIが改善したものの、3ヶ月先の予測については中堅非製造業以外で悪化を見通しており、少なくとも今年前半までは景況感が踊り場にあったことが確認された(資料2)。しかし、同調査における大企業製造業の今年度の想定為替レートは103.95円と、足元の為替レートに比べてかなり円高の想定が置かれている。つまり、業況の改善は依然として芳しくないが、円安が輸出関連企業の価格競争力を高めれば、今後の企業マインドひいて

は景気動向自体に大きな影響を与える可能性も期待される。

そこで本稿では、産業連関表を用いて円安が進行した場合の各産業の企業収益に及ぼす影響について見てみたい。



● 6月短観から見れば、企業は今年度上期の減益を見込んでいる

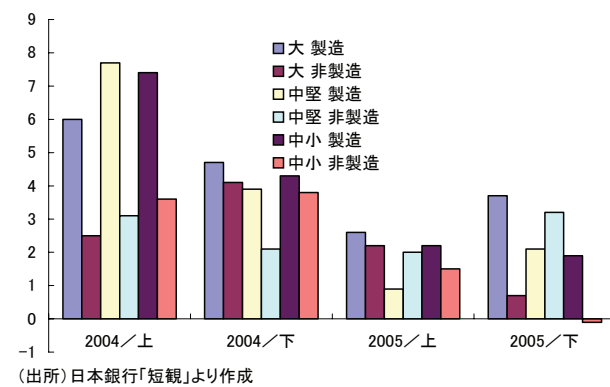
まず、現時点で企業が想定している今期収益見通しについて見てみよう。6月調査の日銀短観によると、2005年度の売上高計画は全規模全産業で前年比+1.8%増、3月調査対比で+1.1%ポイントの上方修正となった。しかし、2004年度実績の+4.0%増に比べれば、売上の伸びは鈍化する見通しとなっている。そこで半期別に見ると、売上の伸びは2004年度下期実績で前年比+4.1%増、2005年度上期計画同+2.0%増、下期計画同+1.6%増と一貫して鈍化傾向にある(資料3)。

経常利益計画についても、2005年度は全規模全産業で前年比+2.7%増、3月調査比では+2.7%ポイントの上方修正であるが、2004年度実績の同+20.3%に比べれば、伸びは大きく低下している。特に2005年度上期の計画に関しては、3月調査比でも▲3.8%ポイント下方修正され、前年同期比で▲6.7%と比較的大幅な減益見通しとなっている(資料4)。一方、下期については同+11.4%増と増益率が再び大きく拡大することが見込まれているが、売上高の伸び鈍化が続く中での増益率の大幅な拡大となっている。つまり、一部の企業が上期の利益計画を下方修正しても年度計画を変更せずに、上期の下方修正分が下期にのっている可能性がある。下期の売上高経常利益率計画が6.45%と前年同期の5.92%を大幅に超過することから見ても、年度利益計画はかなり楽観的といわざるを得ない。

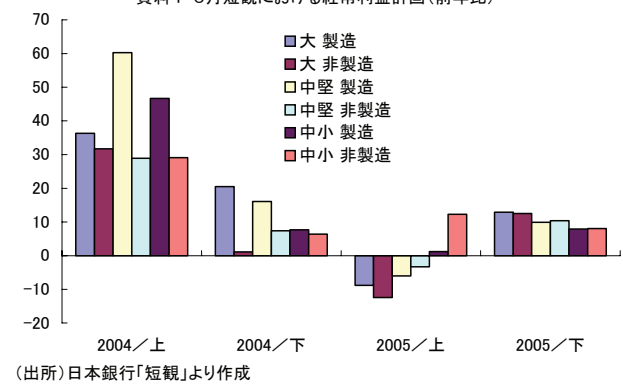
また、仮に下期の増益率拡大が売上高鈍化の中で達成されとしても、その裏ではコスト削減が進むこととなり、足元堅調な雇用所得環境や個人消費にとってマイナス要因となる。従って、やや楽観的と見られる2005年度下期の収益見通しも、今後の動向次第では、計画が下方集計される可能性も否定できない。

以上の結果は、世界的なITの在庫調整に端を発した国内経済の踊り場が予想以上に長引いていることを示している。一方で、雇用所得環境の改善を通じて個人消費は堅調に推移しているものの、増税議論も活発化してきており、個人消費の先行きについても予断を許さない状況といえる。景気の踊り場もいよいよ佳境を迎えていると判断する向きもあるが、企業が先行きの景況感を再び悪化と見込んでいることからすれば、既に踊り場を脱したとは判断し難い状況といえよう。

資料3 6月短観における売上高計画(前年比)



資料4 6月短観における経常利益計画(前年比)



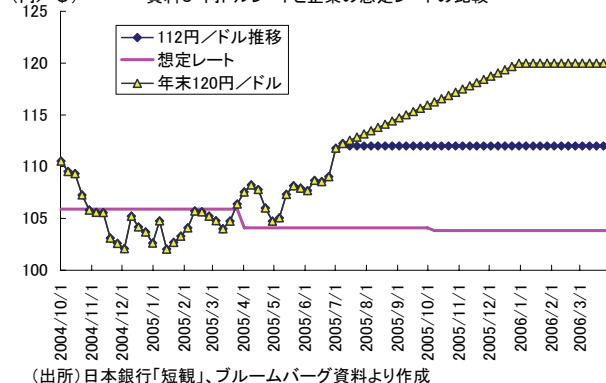
●今後もドル円が112円レベルで推移すれば、企業の想定レートより6.7%円安

このように国内経済の不透明感が漂う中で、急速に進展する円安は数少ない明るい材料と言える。今年4－6月期平均の円ドルレートは107.44円程度と、6月短観における今年度上期の想定為替レートの1ドル104.09円より円安傾向で推移している(前掲資料1)。人民元の切り上げに伴う円の連れ高リスクが指摘されているものの、足元の為替レートは、1ドル112円を突破するなど企業の想定レートよりも大幅に円安方向に振れていることも事実である。

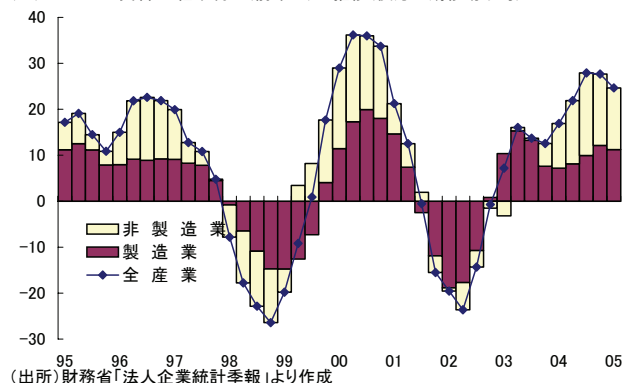
そこで、仮に今後もドル円が112円レベルで推移した場合のドル円レートと企業の想定レートを比較してみると、今年度平均のドル円レートは110.9円/ドルとなり、企業の想定レートから6.7%円安となることがわかる。また、更に円安が進展して、年末までに120円/ドルまで進んだ場合を想定すれば、今年度平均の円ドルレートは114.85円となり、企業の想定レートより10.5%円安となる(資料5)。

2004年後半以降は外需の低迷により製造業が低迷する一方で、非製造業が堅調に推移してきた。つまり、非製造業では雇用所得の改善により消費や住宅関連が堅調に推移しているにもかかわらず、製造業では仮需による在庫積み上がりを主因とした輸出低迷を通じた生産活動の停滞が、収益の伸びを鈍化させる方向に作用してきた(資料6)。こうした状況で、円安により収益計画を上方修正する企業数が下方修正を余儀なくされる企業数を上回れば、企業の景況感も改善される可能性がある。

資料5 円ドルレートと企業の想定レートの比較



資料6 経常利益(前年比)の推移(後方四期移動平均)

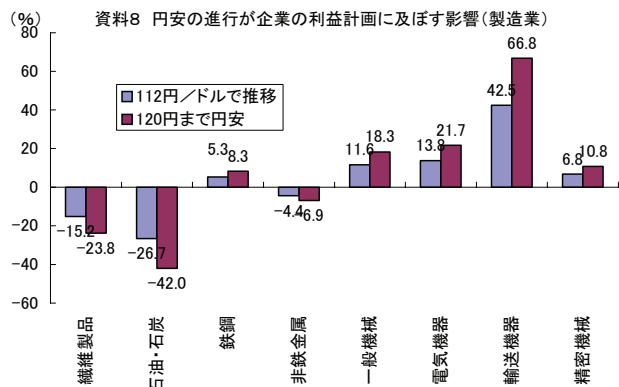
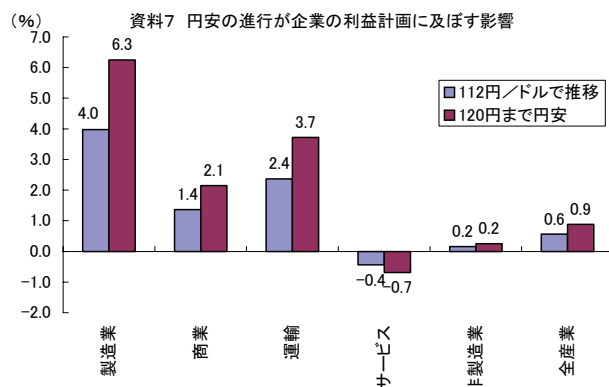


●今後もドル円が112円レベルで推移すれば、製造業の利益計画を+4.0%押し上げ

では、円安が企業収益に与える総合的な影響はどうなるのだろうか。そこで以下では、輸出入の所得および価格弾性値と2000年の産業連関表を用いて、今後ドル円が112円レベルで推移した場合の

営業余剰の変化率を産業別に試算してみた（注1－3）。結果は、円安が生じた後の輸出入価格の変化とその後の輸出数量の増加を考慮すれば、全産業の営業余剰は+0.6%増加（製造業：+4.0%増加）することとなる（2000年産業連関表ベース）。そして、年末までに120円／ドル程度まで円安が進んだ場合も同様に算出すれば、同+0.9%（製造業：+6.3%）の押し上げとなる（資料7）。

また、業種別で見れば、サービス業のように円安がマイナスに作用する業種も見られる。更に、円安の影響が大きい製造業について産業別にブレイクダウンすれば、企業収益における外需依存度の高まり等を受けて輸送機械、一般機械への影響への恩恵が大きい。これに対して、石油石炭や繊維製品のような輸入依存度の高い産業では、円安により輸入金額が拡大するため、むしろ円安が利益に悪影響を及ぼすことが窺える（資料8）。このように、円安が企業収益に及ぼす影響は産業全体で見れば小さいものの、産業間で見れば、良くも悪くも円安の影響を大きく受けるセクターが存在する。従って、今後の為替レートの動向次第では企業の収益計画の姿も大きく変わってくることが想定されよう。



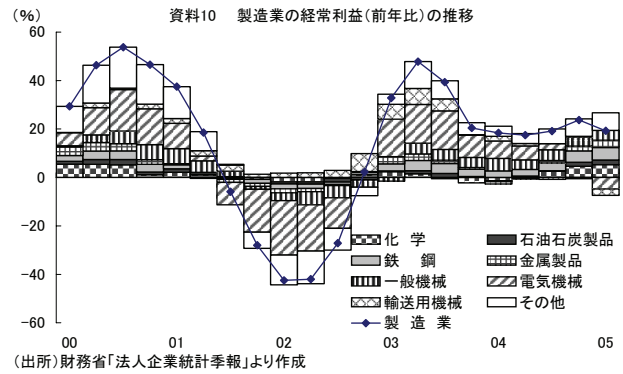
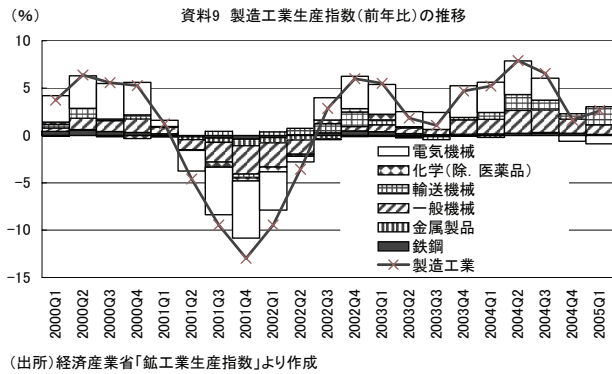
（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済月報」、「企業物価指数」、総務省「産業連関表」等より当社試算。

●円安が景気牽引業を後押しすれば、踊り場脱却が早まる可能性も

以上をふまえて、円安が我が国経済に及ぼす影響を考えれば、輸入依存度の高いセクターでは収益に悪影響を及ぼすものの、産業全体では企業収益を押し上げる方向に作用するため、円安は景気に対してもプラス方向に作用すると考えられる。特に、これまで外需主導で変動してきた経済状況下において、円安は今後の景気にとって好材料といえよう。

現在、景気は踊り場にあるが、それまでの回復を牽引していたのは、電気機械、輸送機械、一般機械といった一部の特定業種である（資料9）。一方、昨年度下期以降鈍化傾向にある我が国法人企業の経常利益に関しても、その伸び鈍化の殆どが電気機械、輸送機械、一般機械の3業種によって説明できる（資料10）。しかし、先に見たとおりこれらの産業は外需依存度が高いため、円安による恩恵を受けやすい。特に、足元で回復を続けている輸送機械に関しては、10%の円安が+60%以上の増益要因となる計算になり、影響は甚大だ。

従って、外需の減速を相殺して余りあるほど内需が景気を牽引する期待が持てない中で、外需頼みの状況が続くことを勘案すれば、円安は輸入依存度の高い業種への悪影響を考慮しても、景気牽引業種を中心に我が国の景気動向に大きな好影響を与える可能性があると評価すべきだろう。つまり、今後更なる円安の進展によってこれまで景気の足を引っ張ってきた業種の収益や業況が回復すれば、外需の持ち直しを後押しするかたちで不透明感漂う日本経済の踊り場脱却時期を早める可能性がある。



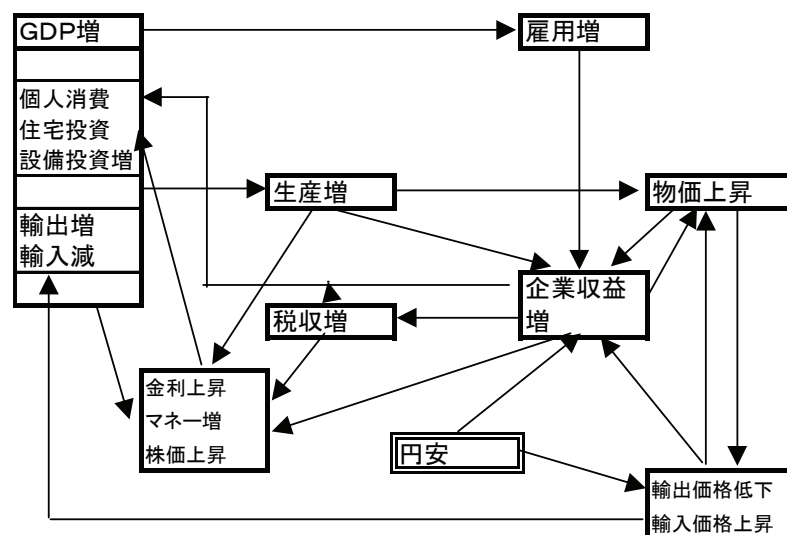
●円安がデフレ脱却時期や金融政策等にも影響を及ぼす可能性も

このように、今回の試算結果によれば、円安が企業収益へもたらす影響は非常に大きいと言える。従って、仮に今後も企業の想定レート以上に円安が進展した場合における日本経済への影響についても把握しておくことは重要であると考えられる。簡単なメカニズムとしては、①円安により輸出入物価が変化し、企業収益が増加する→②総需要が拡大し、物価に上昇圧力がかかる→③生産や雇用へ好影響をもたらす→④企業収益が増加する→②…と行った経路で景気にプラスの要因として働く。具体的には、円安によって価格効果(ドル建て輸出価格の低下)が働き、実質輸出が増加することになる。また、法人企業の経常利益も増加し、結果的に実質GDPも拡大することになる。また、物価についても押し上げ効果があり、デフレ脱却時期や金融政策等にも影響が及んでくるものと思われる。

ただ、ここで重要なのは、いたずらに楽観論を唱えることではなく、想定されるシナリオの元で、為替レートに代表される外的要因が、企業収益にどの程度影響を及ぼす可能性があるかについて判断することであろう。為替レートは振れが大きく、ここで想定したほど円安が進展しない可能性もある。また、海外経済や金融・通貨政策によっては円高へと向かうリスクもありうる。従って、こうした外的要因の動向を十分注視していくことが先行きの景気を見通す上で重要となってくるだろう。

また、足元の経済政策について考えると、財政面では増税や歳出削減の議論が活発になされており、金融面においても量的緩和の出口を窺う状況になっている。こうした状況で円安に伴い景気が回復基調を維持する兆候が強まれば、拙速な金融財政政策の引き締めによって、逆に景気後退局面入りしてしまう可能性も否定できない。従って、循環的な景気回復の芽を摘まないためにも、当局は金融財政両面からの引き締め策の実行に対して慎重な姿勢を取ることが何よりも重要だろう。

円安が日本経済に及ぼすメカニズム



<参考文献>

経済企画庁調査局〔2000〕『日本経済の現況 平成12年版』大蔵省印刷局

(注1) ドル建輸出価格関数推計結果

$$\ln \text{EXP} = C + \alpha \ln \text{FREX} + \beta \ln \text{PPI} + \gamma \ln \text{CGPI}$$

EXP: 財貨・サービスの輸出デフレータ (ドルベースに換算)、C: 定数項、

FREX: 名目為替レート (US\$/円)、PPI: 米国企業物価指数、CGPI: 国内企業物価指数

推計期間	α	β	γ	C	R * R
80年Ⅰ～ 04年Ⅲ	-0.839602 (-57.35231)	0.170627 (4.283901)	1.389114 (16.52632)	-1.744546 (-3.268118)	0.983657

(注2) 輸入価格関数推計結果

$$\ln \text{IMP} = C + \alpha \ln \text{FREX} + \beta \ln \text{PPI} + \gamma \ln \text{OIL}$$

IMP: 財貨・サービスの輸入デフレータ (ドルベースに換算)、C: 定数項、

FREX: 名目為替レート (US\$/円)、PPI: 米国生産者物価指数、OIL: 原油価格

推計期間	α	β	γ	C	R * R
80年Ⅰ～ 04年Ⅲ	0.385700 (7.655184)	0.459553 (6.550751)	0.190330 (9.594365)	3.247387 (7.144752)	0.969013

(注3) 輸出数量関数推計結果

$$\ln \text{EXQ} = C + \alpha \ln \text{USIM} + \beta \ln \text{FREX} (-5)$$

EXQ: 財貨・サービスの輸出 (実質、季節調整値)、C: 定数項、USIM: 米国実質輸入 (季節調整値)、

FREX: 名目為替レート (US\$/円)

推計期間	α	β	C	R * R
81年Ⅱ～ 04年Ⅲ	0.797944 (25.05210)	0.318542 (6.924941)	3.934309 (9.327101)	0.950611