

テーマ：円高が業種別の収益に及ぼす影響

発表日：07年3月14日(水)

～今後1ドル110円で推移すれば、来年度の製造業の営業利益を▲5.2%押し下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部

永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

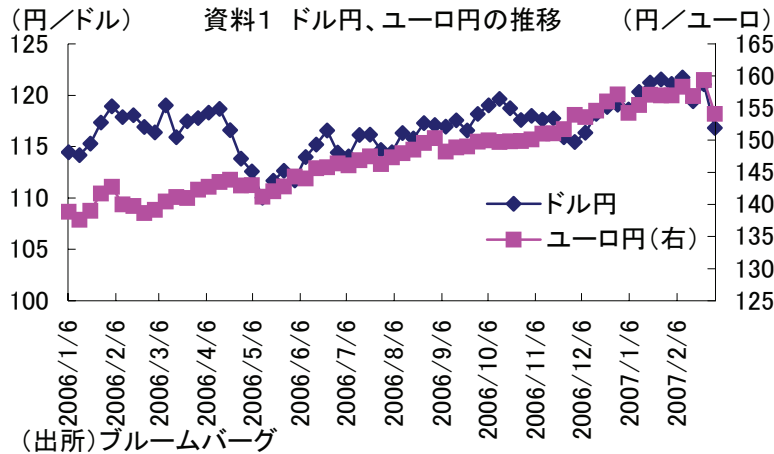
- ドル円レートは2007年3月以降円高に転じており、一時1ドル115円台まで上昇した。最近の円高は米国経済の不透明感を映したのもあり、先行きが注目される。一般に円高になれば、輸出企業を中心に円ベースでの売上げが減少し、収益を悪化させる要因となる。このため、円高が進行すれば、今後の景気に悪影響を及ぼすことが懸念される。
- 産業連関表を基に今後の円ドルレートが110円で推移した場合の企業収益に及ぼす影響を推計すると、全産業の営業利益が▲0.9%押し下げられることになる。特に、製造業(▲5.6%)の中でも輸送機械(▲27.8%)や電気機器(▲16.5%)一般機械(▲10.5%)といったこれまで景気を牽引してきた加工組立型産業に悪影響が及ぶ。この背景には、ドル建て輸出価格の転嫁率上昇の影響を相殺して余りある輸出依存度の高まりがある。
- 経済のグローバル化により、企業収益に対する輸出入の割合が最近拡大していることもあり、円高が日本経済全体に及ぼす影響は大きくなっている。特に、輸送機械や電気機械などの輸出依存度の高い産業を中心に円高は利益を押し下げる要因と考えられる。IT関連産業では、円高によって外貨建ての価格上昇を通じて、やがては輸出数量の減少につながり在庫調整の影響を増幅する可能性がある。
- 円高の進展により景気牽引業種の収益や業況が悪化すれば、日本経済の減速度合いが強まる可能性もある。こうした試算を踏まえれば、円高が景気局面に及ぼす影響は非常に大きい。よって、為替の動向が先行きの景気を見通す上で重要となり、円高の悪影響を増幅させないためにも、今後の金融政策変更には慎重な配慮が必要である。

●円高が進んだ為替レート

2月末のいわゆる世界同時株安以降、為替相場は安定していない。今後円高が定着すると、各産業の企業収益に影響を及ぼすことが懸念される。週次データで見れば、円ドルレートは2月第二週の121円台後半から先週末で116円台に突入しており、この4週間で5円近く値上がりしている(資料1)。円はユーロに対しても上昇しており、主要通貨で最も強い通貨となっている。この背景には、これまで高騰してきた中国株が調整したことや、米景気減速懸念により世界的に株安が連鎖したことにより、円キャリートレードの解消を含めた投機的資金のポジション解消の動きが現れたことが指摘されている。

一般に円高になれば、輸出企業を中心に円ベースでの売上げが減少し、収益を悪化させる要因となる。一方で、輸入価格の低下を通じて、輸入依存度の高い産業を中心に企業収益を押し上げる面はあるが、円高が輸出関連企業の価格競争力を低めれば、今後の企業マインドひいては景気動向自体にまで影響を与える可能性も懸念される。そこで本稿では、産業連関表を用いて円高が企業収益に及ぼ

す影響を見てみたい。

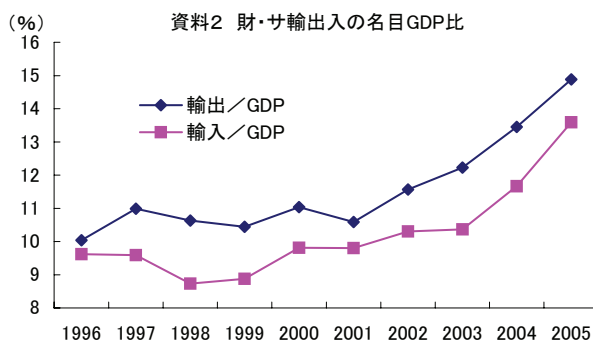


●上昇する我が国の輸出入比率

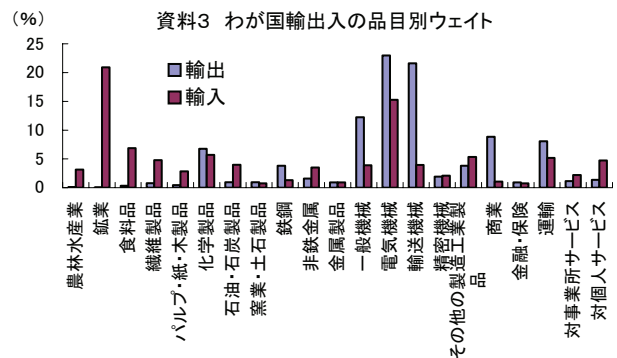
まず、日本経済にとって輸出入がどのような位置づけにあるのかを見てみよう。名目GDPに対する輸出入の割合を見ると、90年代後半にアジア通貨危機の影響などにより一旦もたついたが、2002年度以降は上昇を続け、2005年度には輸出では14.9%、輸入では13.6%にまで拡大していることがわかる(資料2)。これは、2002年度以降に中国を中心としたアジア経済が好況となり他地域をリードするようになった結果、アジア向けの貿易が相対的に上昇したことや、これまでの原油高を受け、中東からの輸入が金額ベースで増えたためと考えられる。

続いて、輸出入の業種別シェアを見ると、2005年時点では財・サービス輸出全体の6割近くが輸送機械、電気機械、一般機械といった加工組立型製造業となっている(資料3)。一方、輸入の動きを見ると、2005年時点ではその5分の1を鉱業が占め、うち9割近くは原油・石炭・天然ガスで占められていることがわかる。

総じて見れば、日本経済における輸出入は、以前に比べてその位置づけが大きくなっているといえよう。



(出所)内閣府「国民経済計算」



(出所)経済産業省「2005年産業連関表」

●円高の影響を受けにくくなっている輸出価格

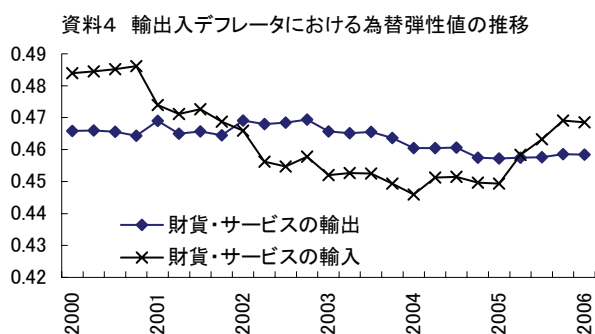
一方、為替が変動した場合、その影響がすべて円ベースの輸出入価格にそのまま反映されることは

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。

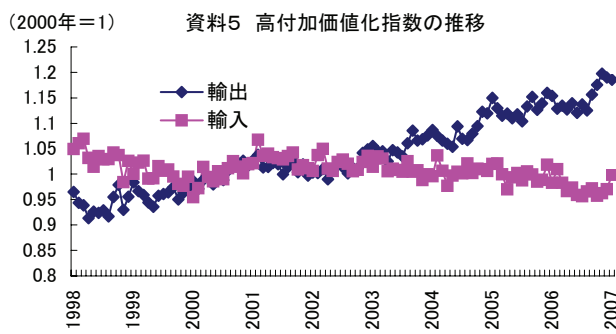
一般的にありえない。つまり、円高が進んでも、輸出入される財およびサービスの非価格競争力があれば、円ベースの輸出入価格は低下しにくくなるものと考えられる。

そこで、為替が変動した場合に、円ベースで見た我が国の輸出入価格が変動する度合い（輸出入の為替弾性値）を計算してみよう。SNAベースの財・サービス輸出入デフレーターの為替弾性値を計測すると、足元の弾性値は輸出で45.8%、輸入で46.9%となる。つまり、+10%の円高になっても、我が国の財・サービス輸出入価格はそれぞれ▲4.58%、▲4.69%しか低下しないことになる。

これを時系列で見ると、輸出入とも2000年当時と比べれば低下傾向にあるものの、輸入については足元で上昇傾向にあることが分かる（資料4）。この背景としては、近年の原油高により為替弾性値が相対的に高い原油が輸入全体に占めるウェイトが高くなっていることが示唆される。一方、輸出価格の弾性値低下は、2000年代以降、デジタル家電や自動車を中心に日本の資本財の高付加価値化が進み、非価格競争力が一層向上した可能性を示唆しているといえよう（資料5）。



（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行「外国為替相場」より試算



（出所）財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より作成

（備考）為替弾性値は、以下の推計式から得られる α の値とした。

$$\text{推計式 } \Delta \ln(\text{財・サービスの輸出入デフレーター}) = \text{定数項} + \alpha * \Delta \ln(\text{円ドルレート})$$

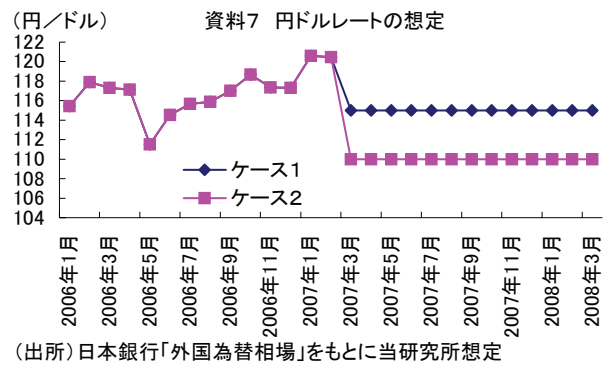
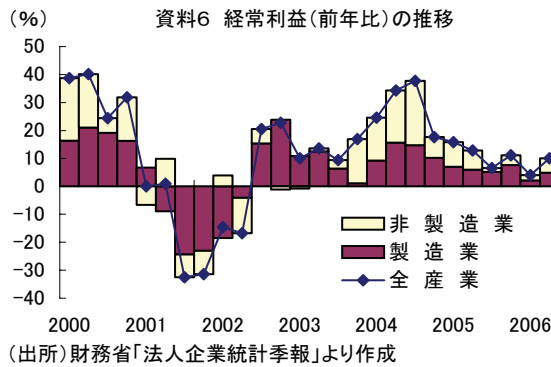
最小二乗法により、1994年2Qを始点としたローリングリグレッションにて推計

●ドル円レートが110円／ドルで推移すれば来年度は+5.4%の円高

足元の企業収益の動向を見ると、2005年後半以降は個人消費の低迷により非製造業が低迷する一方で、製造業が堅調に推移してきたことがわかる（資料6）。この背景には、製造業では海外経済の拡大や円安により輸出や設備投資関連が堅調に推移しているにもかかわらず、非製造業では賃金の伸び悩みなどによる個人消費の停滞が、収益の伸びを鈍化させる方向に作用してきたことがある。こうした状況で、円高により収益の稼ぎ頭である製造業の収益が下方修正されれば、企業の景況感も悪化する可能性がある。したがって、米国経済の不透明感が漂う中で、急速に進展する円高は懸念材料と言えよう。

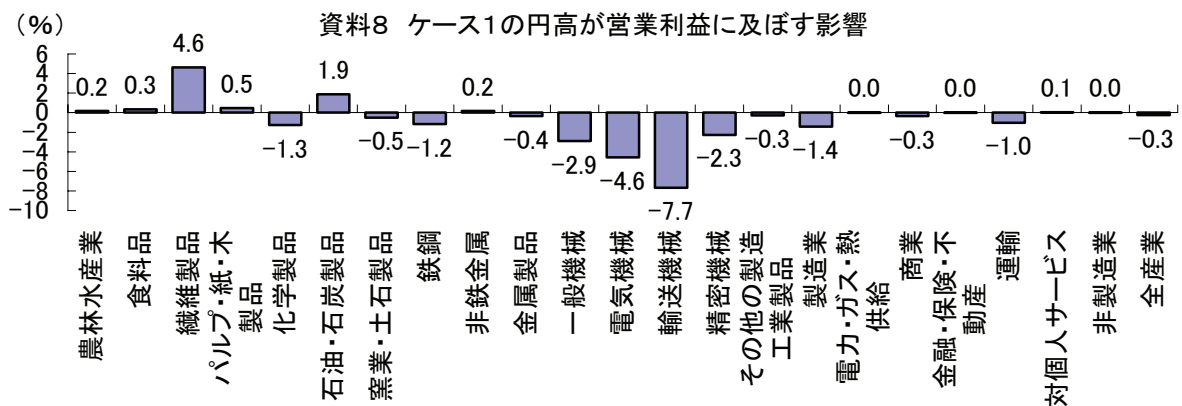
以上を踏まえ、産業連関表を用いて今後も円高で推移した場合の産業別の企業収益に与える影響を見てみよう。まず、今後のドル円が115円レベルで推移した場合をケース1とし、来年度のドル円レートと今年度のドル円レートを比較してみると、今年度平均のドル円レートは116.3円／ドルとなり、来年度のドル円レートは+1.5%の円高にとどまることになる。しかし、更に円高が進展して、今後のドル円レートが110円／ドルで推移した場合をケース2と想定すれば、来年度平均の円ドルレートは今年度の円ドルレートより+5.4%円高となる（資料7）。

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。



●今後の110円／ドル推移は、全産業の営業利益を▲0.9%押し下げ

では、今後も円高が継続した場合、企業収益に与える影響はどのようなのだろうか。そこで以下では、輸出入の為替弾性値と平成17年延長産業連関表を用いて、今後ドル円が115円レベルで推移したケース1の場合の営業余剰の変化率を産業別に試算してみた(資料8)。結果は、円高が生じた後の輸出入価格の変化を考慮すれば、全産業の営業利益は▲0.3%減少(製造業：▲1.4%減)することとどまる。これを業種別で見れば、農林水産業や対個人サービスのように円高がプラスに作用する業種も見られるが、円高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や電気機械、一般機械への悪影響が大きいことがわかる。これに対して、繊維製品や石油・石炭製品のような輸入依存度の高い産業では、円高により輸入金額が下落するため、むしろ円高が利益に好影響を及ぼすことが窺える。このように、今後も円ドルレートが115円／ドル程度の水準で推移すれば、個々の産業の円高が企業収益に及ぼす影響は比較的小さいことがわかる。



(出所)経済産業省「平成17年簡易延長産業連関表」、日本銀行「外国貿易概況」、内閣府「国民経済計算」を元に試算

(注)「平成17年延長産業連関表」を用いて、円高差益・差損の営業余剰に対する比率として算出。

なお、円高差益・差損＝輸出代金変化－輸入支払い変化＋国内価格への波及とし、以下の通り算出。

輸出代金の変化＝2005年の輸出金額(円建)×円高率×輸出価格の為替弾性値

輸入支払の変化＝2005年の輸入金額(円建)×円高率×輸入価格の為替弾性値

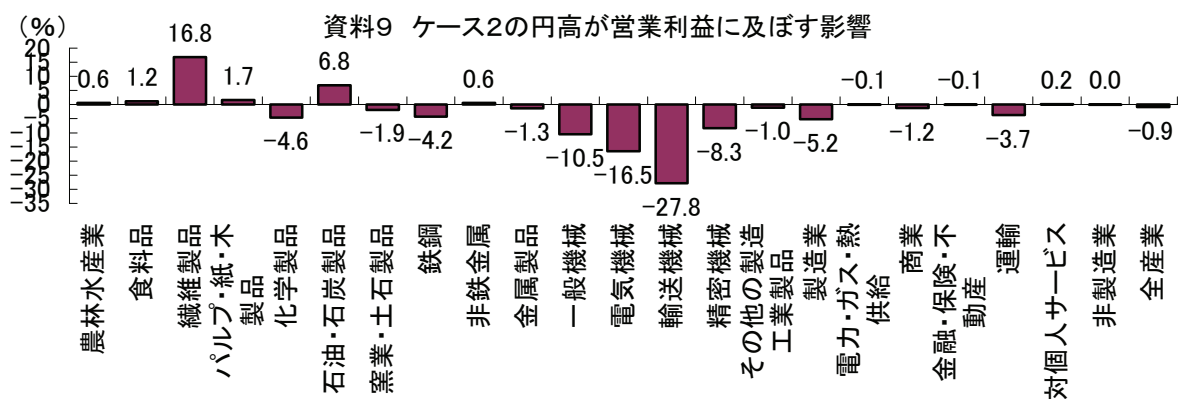
国内価格への波及は、輸入価格低下によるコスト減の50%分が国内価格の低下にも結びつくとした。

しかし、今後の円ドルレートが110円／ドルで推移した場合には、全産業の営業利益は▲0.9%減

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。

少（製造業：▲5.2%減）の押し下げとなる（資料9）。そして、製造業の内訳を見ると、輸送機械の▲27.8%を筆頭に電気機械▲16.5%、一般機械▲10.5%というように、加工組立型製造業に大きなマイナスの影響が及ぶことがわかる。これは、既にみたように利益に占める輸出比率が高いことを背景としたものである。一方、好影響が及ぶセクターを見ると、繊維製品の+16.8%や石油・石炭製品の+6.8%、紙・パルプ・木製品の+1.7%となっている。これらのセクターは、利益に対する輸入比率が高いことが指摘できる。

以上より、今後の円ドルレートが110円レベルで推移すれば、一部の産業では来年度の企業収益に大きな影響が生じることが予測される。特に、経済活動全体に占める輸出入の割合が最近拡大していることもあり、輸送機械や電気機械など輸出依存度の高い産業を中心に、円高は利益を押し下げる要因と考えられる。更にIT関連産業では、循環的に見て在庫調整による影響が懸念されている。従って、円高によってドル建てでの価格が上昇し、やがては輸出数量の減少につながり、在庫調整の影響を増幅させる可能性があることにも注意が必要であろう。



(出所)経済産業省「平成17年簡易延長産業連関表」、日本銀行「外国貿易概況」、内閣府「国民経済計算」を元に試算

●求められる慎重な金融政策運営

以上を踏まえれば、これまで外需主導で変動してきた経済状況下において、円高は今後の景気にとって悪材料といえよう。これまでの鉱工業生産の動向を振り返れば、景気回復を牽引していたのは、電気機械、輸送機械、一般機械といった加工組立型製造業であることがわかる（資料10）。また、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11）。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、円高による悪影響を受けやすい。特に、足元で回復を続けている輸送機械に関しては、110円台の円高が▲20%以上の減益要因となる計算になり、影響は甚大だ。

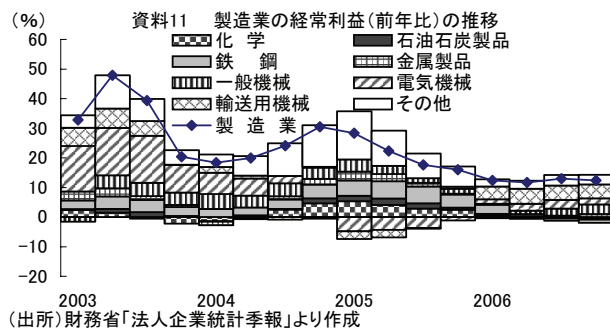
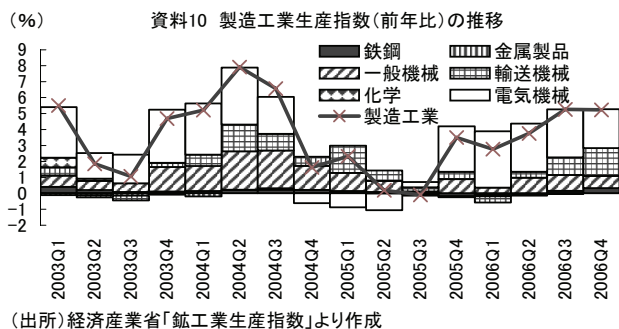
更に円高の波及メカニズムとして、①円高により輸出価格が下落し、企業収益が減少する→②総需要が縮小し、物価に低下圧力がかかる→③生産や雇用へ悪影響をもたらす→④企業収益が減少する→②…といった経路で景気にマイナスの要因として働くことが考えられる。結果的に、円高は実質GDPも押し下げ、物価についても押し下げ効果があるとなれば、日銀の金融政策運営にも影響が及んでくるものと思われる。

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、円高は輸入依存度の高い業種への好影響を考慮しても、我が国の景

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。

気動向に大きな悪影響を与える。つまり、今後更なる円高の進展によってこれまで外需によって景気を牽引してきた業種の収益や業況が悪化し、日本経済の不透明感払拭を遅らせる可能性がある。

また、金利の正常化に向けて追加利上げの時期を窺う状況となっている足元の金融政策についても、拙速な追加利上げによって更なる円高や株安をもたらせば、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、日銀は追加利上げに対して慎重な姿勢を取ることが何よりも重要だろう。



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。