

**テーマ：今期の企業業績を大きく左右する為替** 発表日：09年5月18日(月)

～年間レート10円/ドルの違いで、製造業の利益に3.7%の差～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- リーマンショックに端を発した世界経済の急落が、漸く最悪期を脱しつつある。在庫調整が進展したこと等から日本の景気は既に大底を打った可能性が高い。
- ただ、足元で進行している円高は、国内景気の先行きにとって懸念材料といえる。円高が進行すると、輸出企業を中心に円ベースでの売上が減ることを通じて収益の悪化要因となる。このため、円高が継続すれば今期の業績の足を引っ張り、今後の景気にも悪影響を及ぼす。
- 3月短観における大企業製造業の今期想定レートが97.18円/ドルであることからすれば、今後の為替レートが平均95円/ドル程度で推移すれば、今年度の利益を全産業で計対比▲0.2%pt、製造業で同▲1.0%pt押し下げると試算される。
- また、今年度平均で90円/ドルまで円高が進めば、同様に今年度の利益を全産業で同▲0.5%pt、製造業で同▲2.9%pt押し下げることになる。特に業種別で見れば、輸送機械、電気機械といった景気底打ちを牽引する業種の利益を大きく押し下げることになる。更に、今期の実質GDPもドル円がそれぞれ95円/ドル、90円/ドルとなれば、企業の想定レート通りになった場合に比べ、それぞれ▲0.1%pt、▲0.2%pt程度成長率が押し下げられる。
- 今後の円高の進行により輸送・電気機械を中心に悪影響が及べば、病み上がりの日本経済の回復に水を差しかねない。バブル崩壊後の景気後退局面にあった93年には、6月に政府が景気底入れ宣言をしたが、その後の円高と冷夏により景気底入れ宣言を取りやめた経緯がある。今後も為替の動向を十分注視していくことが先行きの企業業績を見通す上で重要であり、円高の悪影響を緩和させるためにも、今後の金融政策には積極的な緩和姿勢が求められる。

### ●リスク許容度の高まりと財政赤字懸念で進む円高

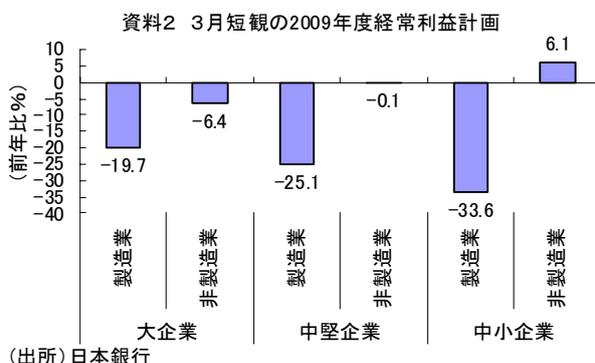
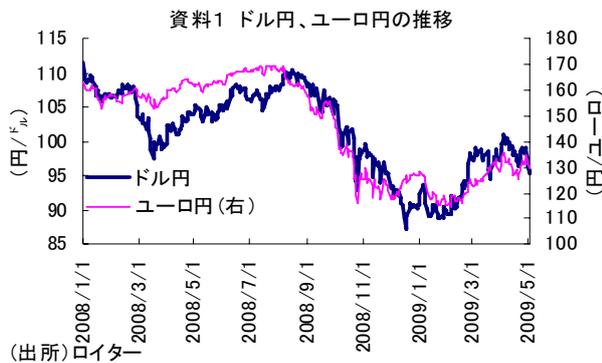
今年に入って円高が一服していたが、足元では円高に振れる気配が見られる。東京市場の週次データで見れば、円ドルレートは12月中旬の87円/ドル台から4月の初めには100円/ドル台にまで突入したが、足元では95円/ドル台の円高水準まで戻っている(資料1)。この背景として、4月初め頃までは米国経済の底割れが回避されるとの見方が強まり、資金の逃避先とされてきた円を売ってドルを買う動きが広がったが、それ以降はリスク許容度の高まりによりドルを売って新興国通貨を買う動きや、米国の財政赤字懸念などによりドルが売られていること等が指摘されている。

今後も円高が定着すれば、各産業の企業業績に影響を及ぼすことが予想される。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が減少し、収益を悪化させる要因となる一方、輸入価格の下落を通じて、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もある。

一方、3月調査の日銀短観では、大企業における業況判断D Iの先行きが改善を示したものの、2009

年度の経常利益計画については中小非製造業以外で減益を見通していることが確認された(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97.18円と、足元の為替レートに比べて円安の前提が置かれている。つまり、企業の利益計画は芳しくないが、円高によって輸出関連企業の収益期待の頭を押さえ、輸出関連企業のウェイトが高い日本株のネガティブ要因になれば、今後の企業や家計のマインドひいては景気自体にまで悪影響を与えることも懸念される。

そこで本稿では、産業連関表やマクロ計量モデルを用いて、今回の為替の推移が企業の利益計画やマクロ経済に及ぼす影響を考えてみたい。



### ●決して楽観的でない企業の利益計画

まず、現時点で企業が想定している今期の収益見通しについて見てみよう。3月調査の日銀短観によると、2009年度の売上高計画は全規模で前年比▲5.7%減となっている。これを半期別に見ると、上期で前年比▲10.1%減、下期で同▲1.0%減となり、一貫して減少を見込んでいる(資料3)。

一方、経常利益計画についても、2009年度は全規模全産業で前年比▲9.0%減であるが、2008年度計画の同▲41.4%に比べれば、減少幅は大きく縮小している。特に、2009年度上期の計画に関しては前年同期比で▲35.0%となっているが、下期については同+60.5%増となり、微減収・大幅増益が見込まれている。

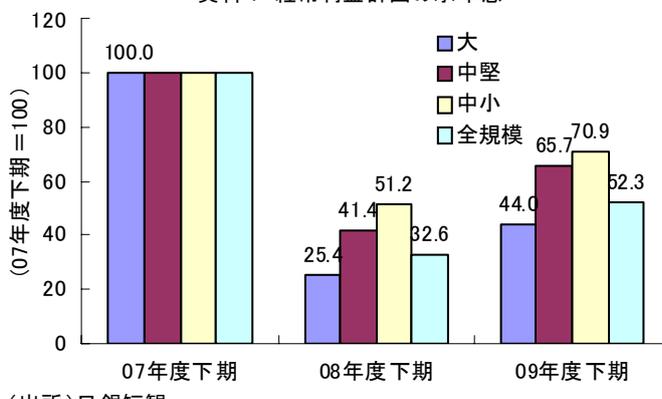
ただ、2007年度上期の経常利益を100%とすれば、大企業の利益は2008年度下期に25.4%の水準に下がった後、2009年度下期には44%の水準までしか戻らない予想となっており、必ずしも楽観的な計画でないことがわかる(資料4)。

資料3 2009年度の企業収益計画 単位:%

		通期		
		上期	下期	
大企業	売上高	-5.1	-9.3	-0.6
	経常利益	-11.0	-33.5	73.3
中小企業	売上高	-6.4	-10.4	-2.3
	経常利益	-2.8	-34.4	38.4
全規模	売上高	-5.7	-10.1	-1.0
	経常利益	-9.0	-35.0	60.5

(出所)日銀短観

資料4 経常利益計画の水準感

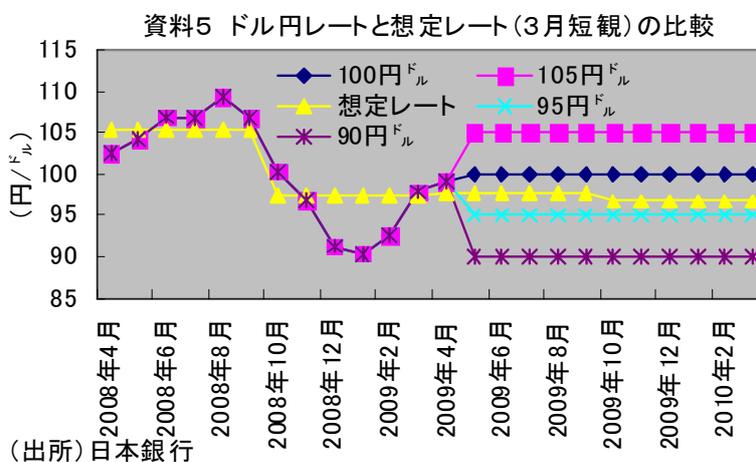


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

以上の結果は、リーマンショックに端を発した世界経済の落ち込みがあまりにも大きすぎたことを示している。一方で、雇用所得環境の悪化を通じて個人消費は低調に推移しているものの、史上最大規模の追加経済対策も打ち出されており、個人消費の先行きについても、必ずしも悲観一色ではない状況といえる。鉱工業生産の予測指数や大企業の業況判断DIの先行きが改善を見込んでいることからすれば、大企業の生産活動でほぼ決定されるわが国の景気は、すでに底打ちした可能性が高い。

### ● 1ドル=95円推移で製造業の利益計画を▲0.8%押し下げ

このように、国内景気が底入れする中で、為替の動向は不確定な材料と言える。足元の円ドルレートは95円/ドル程度と、3月短観における今年度の想定為替レートの1ドル97.18円/ドルより円高水準で推移している(資料5)。そして、仮に今後もドル円が95円レベルで推移した場合、企業の想定レートに対して+2.2%の円高となる。また、更に円安が進展して、今後ドル円が90円/ドルまで進んだ場合、想定レートより+7.6%もの円高となる。



では、円安が企業収益に与える総合的な影響はどうなるであろうか。以下では、輸出入の所得および価格弾性値と2005年の産業連関表を用いて、今後ドル円が95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(資料7)。結果は、円高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、全産業の利益計画を▲0.1%pt、うち製造業を▲0.8%pt押し下げることとなる。同様に、今年度平均で90円/ドル程度まで円高が進んだ場合は同▲0.4%pt、うち製造業では▲2.6%ptの押し下げ要因となる。一方、逆に今度のドル円が100円/ドルおよび105円/ドルレベルの円安で推移すれば、全産業の利益計画をそれぞれ+0.2%pt・+0.5%pt、うち製造業をそれぞれ+1.0%pt、+2.9%pt程度押し上げることとなる。

これを業種別で見れば、企業収益における外需依存度の高まり等を背景に輸送機械、電気機械への影響が大きいことがわかる。また、石油石炭や非鉄金属のような輸入依存度の高い産業でも為替により輸入金額が変化するため、利益計画に影響を及ぼすことが窺える。このように、為替が企業収益に及ぼす影響は産業全体で見れば必ずしも大きくないものの、産業別に見れば、良くも悪くも為替の影響を大きく受ける分野が存在する。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可能性があるだろう。

更に、今回の試算には織り込んでいないが、為替によって株価への影響が誘発されれば、消費マイ

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。

ンドの改善につながる可能性があることから、非製造業にとっても株価を通じた影響が予想される。

資料7 円安が今期の利益計画に及ぼす影響

分野	09年度平均レート				分野	09年度平均レート			
	90円	95円	100円	105円		90円	95円	100円	105円
飲食料品	1.1	0.3	-0.4	-1.2	農林水産業	0.1	0.0	-0.0	-0.1
繊維製品	-1.9	-0.6	0.7	2.0	鉱業	-0.7	-0.2	0.3	0.8
パルプ・紙・木製品	1.4	0.4	-0.5	-1.5	建設	4.2	1.3	-1.7	-4.6
化学製品	-1.4	-0.4	0.6	1.5	電力・ガス・熱供給業	3.8	1.1	-1.5	-4.1
石油・石炭製品	116.6	35.4	-45.8	-127.0	水道・廃棄物処理	0.2	0.1	-0.1	-0.2
窯業・土石製品	-1.2	-0.4	0.5	1.3	商業	-0.7	-0.2	0.3	0.7
鉄鋼	-1.2	-0.4	0.5	1.3	金融・保険	-0.0	-0.0	0.0	0.0
非鉄金属	13.0	3.9	-5.1	-14.1	不動産	0.0	0.0	-0.0	-0.0
金属製品	-0.6	-0.2	0.2	0.7	運輸	-2.0	-0.6	0.8	2.2
一般機械	-8.2	-2.5	3.2	9.0	情報通信	0.1	0.0	-0.0	-0.1
電気機械	-20.8	-6.3	8.2	22.7	教育・研究	-0.9	-0.3	0.4	1.0
輸送機械	-22.7	-6.9	8.9	24.8	医療・保健・社会保障・介護	0.9	0.3	-0.4	-1.0
精密機械	-11.2	-3.4	4.4	12.2	その他の公共サービス	0.4	0.1	-0.2	-0.5
その他の製造工業製品	-1.4	-0.4	0.6	1.6	対事業所サービス	0.0	0.0	-0.0	-0.0
製造業	-2.6	-0.8	1.0	2.9	対個人サービス	0.2	0.1	-0.1	-0.2
					非製造業	-0.1	-0.0	0.0	0.1
					内生部門計	-0.4	-0.1	0.2	0.5

(注) 利益の変化率は2005年営業余剰を基準

(出所) 総務省「2005年産業連関表」より第一生命経済研究所試算

(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。

(備考) 為替弾性値は、以下の推計式から得られる $\alpha$ の値とした。

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

## ●円高による輸出関連産業後押しで景気回復力が弱まる可能性

以上をふまえ、円高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好影響を及ぼすものの、産業全体では企業収益を押し下げる方向に作用するため、円高は景気に対してもマイナ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、円高は今後の景気にとって悪材料といえよう。

既に日本の景気は底打ちをしている、それを主導しているのは電機・輸送機械を中心とした加工組立型製造業である。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、為替による影響を受けやすい。従って、今後の更なる円高の進行によってこれらの業種の収益や業況回復に水をさせば、外需の持ち直しの足を引っ張るかたちで不透明感漂う日本経済の回復力を弱める可能性がある。事実、バブル崩壊後の景気後退局面にあった93年には、6月に政府が景気底入れ宣言をしたが、その後の円高と冷夏により景気底入れ宣言を取りやめた経緯がある。

また、仮に今後も企業の想定レートから為替が乖離した場合の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。簡単なメカニズムとしては、①為替変動により輸出入物価が変化し、企業収益が増減する→②総需要が変化し、物価に変化圧力がかかる→③生産や雇用へ影響を及ぼす→④企業収益が増減する→②…と行った経路で景気に作用する。つまり、為替変動によって価格効果（ドル建て輸出価格の変化）が働き、実質輸出が変化することになる。また、法人企業の経常利益も変化し、

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。

結果的に実質GDPも変化することになる。

なお、マクロ計量モデルをもとに、今期のドル円レートが95円/ドルおよび90円/ドルで推移した場合に経済成長率に及ぼす影響を試算すれば、企業の想定レート通りに為替が推移したときと比較して、今年度、来年度の経済成長率をそれぞれ▲0.1%pt、▲0.2%pt ずつ押し下げると試算される(資料8)。一方、今期のドル円レートが100円/ドルおよび105円/ドルで推移すれば、企業の想定レート通りに為替が推移したときと比較して、今年度、来年度の経済成長率をそれぞれ+0.1%pt、+0.2%pt ずつ押し上げると試算される。これに株価上昇の影響も加われば、経済成長率への影響はさらに拡大することが予想される。

ただ、ここで重要なのは、いたずらに楽観論や悲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理解することであろう。為替レートは振れが大きく、ここで想定したほど円高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安へ向かうリスクもある。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。

足元の経済政策について考えると、財政面では世界各国で史上最大規模の追加経済対策が打ち出されており、金融面において長期金利が上昇しやすい状況になっている。こうした状況で日銀が諸外国に比べて金融緩和に消極的な姿勢をみせれば、更なる金利上昇と円高により、景気回復の芽を摘んでしまう可能性も否定できない。従って、金融当局は金融緩和の持続に対して積極的な姿勢を採ることも円安維持のためには重要となろう。

#### 資料8 為替がマクロ経済に及ぼす影響

##### ①09年度平均100円/ドルケース

年度	2009	2010	2011
実質GDP	0.08	0.08	0.03
個人消費	-0.00	0.03	0.03
設備投資	0.06	0.14	0.09
輸出	0.32	0.17	0.11
経常利益	0.45	0.12	0.19

##### ②09年度平均105円/ドルケース

年度	2009	2010	2011
実質GDP	0.21	0.21	0.09
個人消費	-0.01	0.07	0.07
設備投資	0.16	0.39	0.25
輸出	0.90	0.46	0.29
経常利益	1.24	0.32	0.53

##### ③09年度平均95円/ドルケース

年度	2009	2010	2011
実質GDP	-0.06	-0.06	-0.03
個人消費	0.00	-0.02	-0.02
設備投資	-0.05	-0.11	-0.07
輸出	-0.25	-0.13	-0.08
経常利益	-0.35	-0.09	-0.15

##### ④09年度平均90円/ドルケース

年度	2009	2010	2011
実質GDP	-0.19	-0.19	-0.08
個人消費	0.01	-0.07	-0.07
設備投資	-0.15	-0.36	-0.23
輸出	-0.82	-0.42	-0.27
経常利益	-1.14	-0.30	-0.49

(出所) マクロ計量モデルより第一生命経済研究所試算

(注) 年度の変化率に及ぼす影響。単位は%ポイント。