

今、試される円高抵抗

～購買力平価もまた円高方向に変化している～

発表日：2010年8月12日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

円高に反応した株価下落は行き過ぎている感がある。現在、設備稼働率は以前より上昇して、企業収益の基盤は強化されている。また、今の1ドル85円は同じ85円であっても以前と同じ相対価値ではない。日本の物価下落と、海外の物価上昇で、円の購買力は変化している。円高が日本経済に打撃を与えることは間違いないとしても、そのインパクトをあまりに過大評価するのは好ましくない。円高には、中長期的な視点で日本経済の体質強化する政策対応をしていくことも必要だ。

採算ラインが92.9円だと9割が採算割れ

予想外の円高急伸は、日本経済にとって打撃になる。特に、景気拡大の抛り所が、企業収益の回復であるだけに、円高が収益面で足を引っ張れば、景気拡大の前提条件が崩れることになりかねない。こうした心理が、株価下落を誘い、円高＝株安の図式をつくっている側面はあると考えられる。

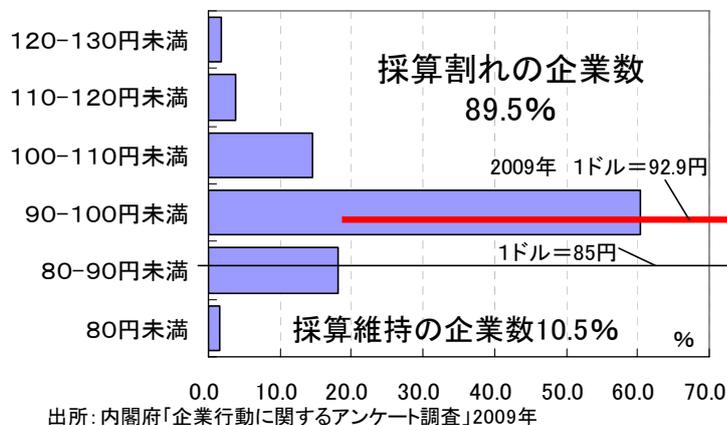
半面、株安が極端に進んでいるのを眺めて、それほど日本企業の収益基盤が円高に対して脆弱なのかと思うところもある。グローバル化が叫ばれて、日本企業がそれなりに為替レートの変動に対して手当をしていないはずがない。また、現在もまた1ドル85円を切るような猛烈な円高にみえて、同じ85円という円高表示は以前に比べて、相対価値が円安化していることも考慮すべきではないか。株式市場が円高に対して過度に悲観的に捉えすぎているかという点を考えてみたいというのが本稿の意図である。

まず、企業収益に対する円高の悪影響は、採算円レートの水準との比較がよく言われる。内閣府が毎年1月に実施をしている「企業行動に関するアンケート調査」では、輸出企業の採算円レートが調査されている。そこでは、2010年1月の調査結果（2009年）が、92.9円/ドルとなっている。調査時点直前のレートが89.6円と採算ラインを下回り、現在の85円を切るような円高はさらに採算レートを割り込んでいる。同調査の採算円レートの分布に基づけば、約90%の企業が85円レベルでは採算割れという結果になる（図表1）。

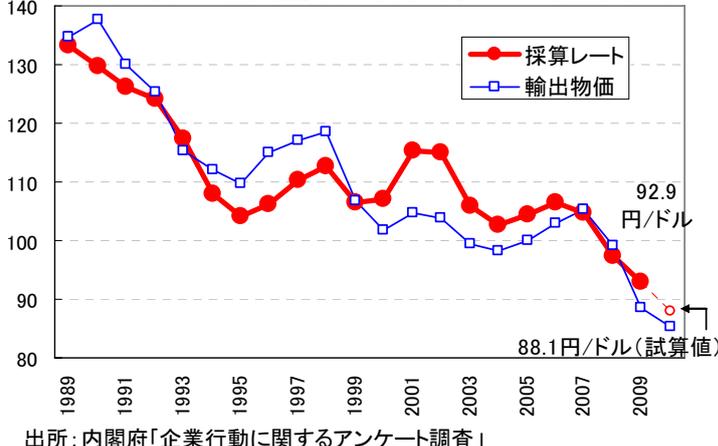
前提条件を変化して再計算した採算円レート

しかし、輸出企業の採算構造は、もっと動的に捉える必要がある。採算性は、輸出価格や稼働率を含めて考えるべきだからだ。例えば、前述の採算レートは、実績の輸出価格※とほぼ平行に動いている（図表2）。輸

(図表1) 輸出企業の採算円レートの分布



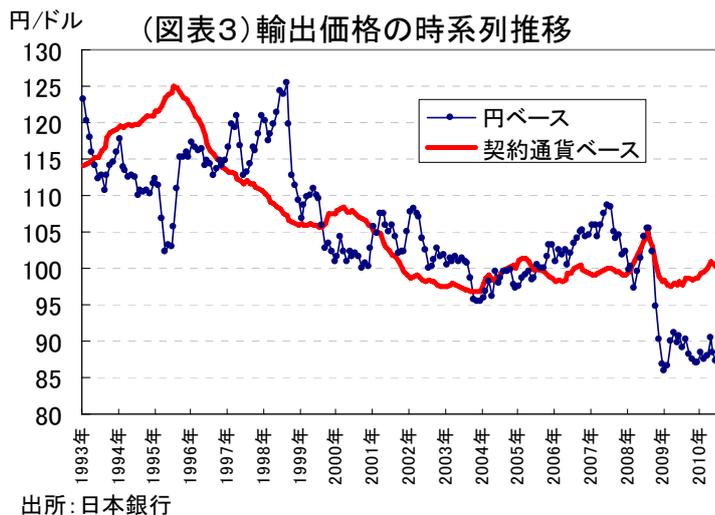
(図表2) 輸出企業の採算円レートと輸出物価



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。

出価格が趨勢的に低下しているのは、輸出企業の生産性上昇やコストダウンが効いていることもある。輸出企業の採算性は、時間とともに改善されていると言える。さらに、製造業の損益分岐点を考えると、2008・2009年はリーマンショック後の輸出数量の落ち込みで極端に採算性が悪化していた。前述の2009年の輸出企業の採算円レートは、極端に設備稼働率が下がったときに、92.9円/ドルという水準が導かれており、最近のように稼働率水準が復元した状況下ではもっと円高であっても採算が得られる体質になっていてもおかしくはない。そこで、輸出価格と稼働率の変動を加味して、直近の輸出企業の採算円レートを再計算すると、92.9円/ドルから4円程度改善して88.8円/ドル（図表の2010年の試算値データ）まで下がっていた。この結果は、引き続き、1ドル=85円のレベルでは採算割れであることには変わりはないが、2009年の「企業行動に関するアンケート調査」よりは採算悪化の幅が縮まっている。

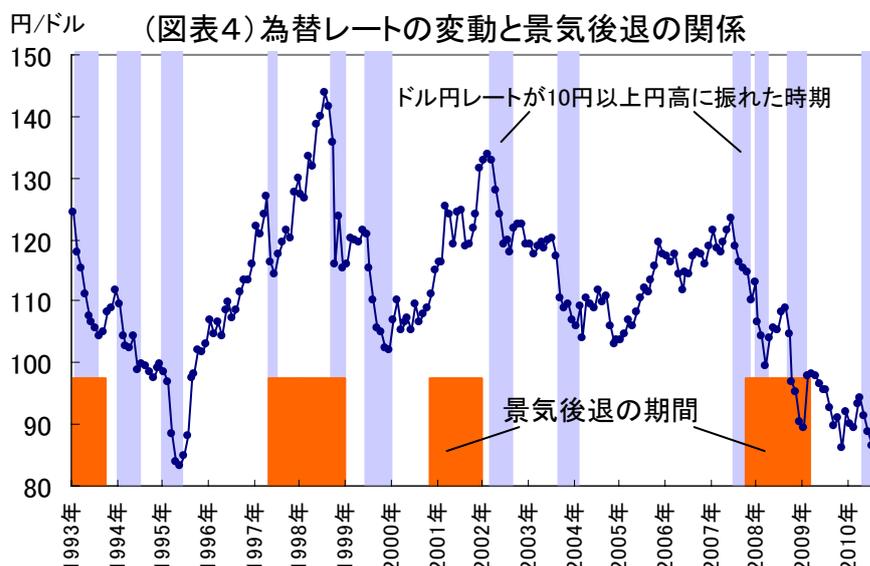
※図表2のように、輸出価格と企業アンケートで回答された採算レートが対応していたことは意外な結果である。輸出価格には、円表示の価格と、契約通貨ベースの価格の2つがある。契約通貨ベースの輸出価格は、時系列でみてもほとんど変化しておらず、採算レートとも対応していない（図表3）。円表示の輸出価格は、ドル円レートの変動によって見かけ上の変化を起こすことがある。だから、企業の採算レートが、むしろ契約通貨ベースに対応する方が自然だとも考えられる。そうならず、採算レートが円表示の輸出価格の方に対応するのは、企業のコスト構造が為替変動に合わせて動いていることを暗示している。仮説としては、輸出企業は円高のときは原材料などの調達で輸入メリットを享受するかたちでコストを切り下げて、一定の採算性を確保しているという見方もできる。



円高によって必ずしも景気後退する訳ではない

これまで企業の採算レートを割り込むような円高になっても、それを乗り越えられた経験はいくつもある。最近では、2009年11月に一時84円台になるような円高急伸があった。このとき、さかんに「二番底懸念」が言われたことは記憶に新しい。しかし、その後、時間が経過するとアジア向けの輸出数量が伸びて、輸出企業を中心に企業収益が増加し、2009年10-12月の実質GDPは前期比年率4.6%増（一次速報）となった（実質輸出は5.0%増）。これは、輸出企業の稼働率上昇の要因が、円高に伴う変動利益の喪失以上にプラス効果を及ぼしたのだと理解できる。

また、過去に円高が継続して10円以上も為替レートが変動した時期がいつだったかを振り返ってみても、そのときに必ず景気が景気後退に陥っていた訳ではない（図表4）。急激な円高に対して、あたかも景気情勢がそれだけで左右されるという見方には幅を持ってみることも必要だろう。



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。

購買力平価は低下して円の過大評価も改善

輸出企業のコスト競争力は、輸出先の国の物価水準と、日本の物価水準の格差によって決まるといふ考え方がある。おそらく、購買力平価の考え方は、長期的な為替水準が内外価格差に基づくといふことで、それに対応するのだろう。

日本の場合はデフレであり、米国をはじめ海外諸国はインフレである。日本の企業物価と米国の生産者物価の伸び率を比較しても、ほとんどの期間で米国の物価上昇のペースが上回っている（図表5）。そうした物価の相対関係に基づくと、日本円の購買力平価は趨勢として円高方向に変化していくことになる。円の購買力は高まり、同時に国内財を海外へ安く売るためのコストダウンも進んでいるということであろう。

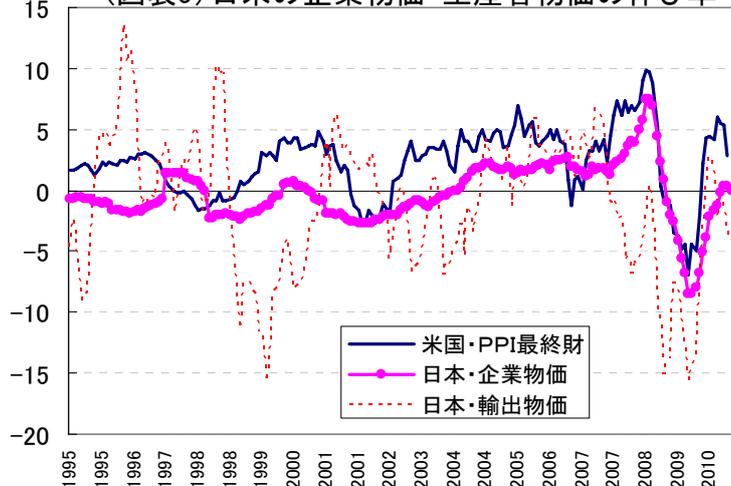
日本円の購買力平価は、IMFデータに基づく2010年予想で111円/ドルになっている（図表6）。この水準は、現在の85円前後の為替水準からみれば円の過大評価が起こっていることにはなるが、以前にあった購買力平価と現実の為替レートとの乖離幅でみると、過大評価は改善していることがわかる。このことは、裏返して言えば、日本の国内価格が安値の輸入品の浸透によってデフレ化していく圧力が趨勢的には減圧されていることを物語っている。

貿易取引通貨の比率

円高の悪影響は、輸出企業の販売価格が他国通貨建てで値上げすることに伴う販売数量減がある。また、販売数量減を恐れて、現地で通貨変動の部分を価格転嫁ができなければ、それも採算悪化につながる。

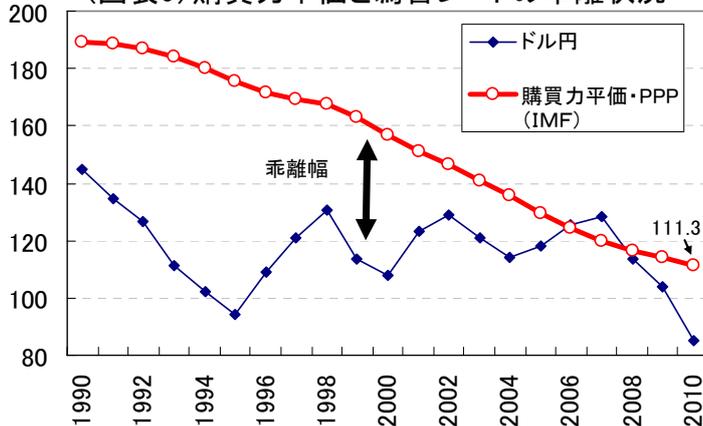
ただし、その場合、契約通貨を円ベースで行えば、輸出企業が直接的に価格転嫁のリスクを負いにくいので採算悪化が相対的に生じにくいという見方もできる。財務省資料に基づいて、貿易取引通貨別比率（2010年上半期）をみると、輸出全体では米ドル48.6%で、円41.0%を上回っている（図表7）。とはいえ、円ベースの割合は相対的に大きく、ドルの割合に近い。アジア向けの輸出では、米ドル48.1%に対して円48.1%とほぼ匹敵する割合である。アジア向けに輸出数量が伸びている中では、円高の影響は相対的に

前年比% (図表5) 日米の企業物価・生産者物価の伸び率



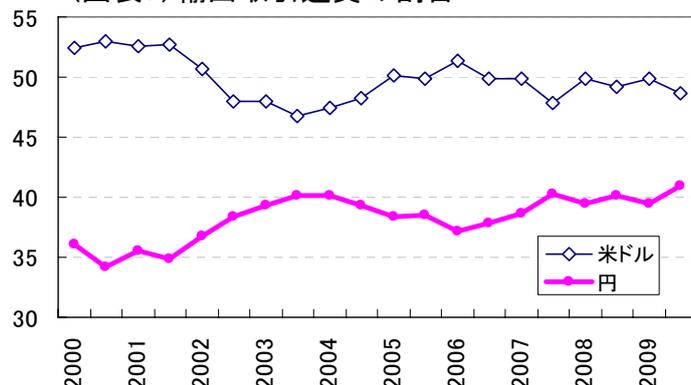
出所: 日本銀行、米労働省

円/ドル (図表6) 購買力平価と為替レートの乖離状況



出所: IMF

% (図表7) 輸出取引通貨の割合



出所: 財務省

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。

打撃が小さくなっている。

また、輸入面では、米ドルは71.7%と円の23.6%を大幅に上回っていて、円高による輸入メリットを享受しやすくなっている。ドル建ての輸出金額の規模と、ドル建ての輸入金額の規模を比べて考えてみると、個々の企業には意識しにくいだろうが、円高メリットも小さくないとみられる。

円高の悪影響とは

円高の悪影響については、短期的な輸出採算でみると、以上のように相対的には緩和されているというのが筆者の見方である。円高の悪影響については、計量分析で企業収益が減益になる弾性値の計算結果がよく用いられるが、過去の時系列データに表現される円高の影響度は、構造的に変化していることは加味されにくい。時系列データを用いて平均化された構造を前提に悪影響を導くと、最近の企業体質が強化されていることを過小評価してしまう可能性は否定できない。

なお、株価が円高に対して過剰反応しすぎることは、円高が企業収益に与える影響とは別の要因があることを意識しておかねばなるまい。日本株投資をする海外投資家が、ドル建て表示の日本株の時価評価額をベースに運用するとき、円高になることは日本株の時価評価額が見かけ上増える。そうすると、内外株式の保有シェアでみて日本株は時価が大きくなりすぎて、シェア調整のために売られることになる。これは、日本企業の期待収益とは直接的ではないところで、円高に伴って日本株が売られる事情である。グローバル化した日本企業の中で、海外投資家の持ち株比率が高い企業ほど、円高要因で株式が売られるリスクが大きくなる。この動きを観察する日本の投資家は、円高になると輸出企業が売られるというパターンから、円高はきっと輸出企業の期待収益率を下げるのだと認識してしまう。もしくは、円高になると企業価値の過小評価のアノマリーが生じることを日本の投資家は熟知していて、連想売りに追随するのかもしれない。

中長期的な円高対策

最後に、円高に対する評価について誤解のないように加えておくと、筆者は日本企業には円高抵抗力があるので、政策当局が円高に対して何もしなくてもよいと考えている訳ではない。円高が長期化すると、企業収益以外にも弊害が起こる。それは、

- (1) 輸入価格の低下を通じて、国内における競合激化が起こり、それがデフレ圧力になること、
 - (2) 輸出企業が国内生産のメリットを感じにくくなって、円高環境が定着するほどに、国内設備投資を手控えて、海外に生産拠点を移すような流れを強めてしまうこと、つまり産業空洞化の圧力が高まるということ、
- といった内容である。

円高の急伸に対しては、金融政策などによる短期的な痛み止めだけではなく、政府がしっかりした国内購買力の増強策と産業空洞化策を打っておく必要があると考える。