

テーマ：対ユーロでも無視できない円高の影響 発表日：11年7月25日(月)

～今年後半75円／ドル推移で今年度の経済成長率を▲0.8pt押し下げ～

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)

- 東日本大震災に端を発した日本経済の停滞が、漸く最悪期を脱しつつある。サプライチェーンの復旧が進展したこと等から日本の生産活動は急激に回復している。
- 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、短期的に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、円高が継続すれば企業業績の足を引っ張り、今後の景気にも悪影響を及ぼす。
- 6月短観における大企業製造業の今期想定レートが82.59円／ドルであることからすれば、今年後半の為替レートが平均でそれぞれ80円／ドル、75円／ドル程度で推移すれば、年度平均では今年度の想定レートに対してそれぞれ+2.7%、+7.2%の円高になると試算される。
- ドルに対して1%の円高となれば、製造業の営業利益を▲0.26%押し下げると試算されるが、ユーロに対して1%の円高となっても製造業の営業利益を▲0.15%押し下げることになる。特に業種別で見れば、ドル安は自動車、ユーロ安は電機といった日本経済を牽引する業種の利益を大きく押し下げる。
- 今年後半のドル円レートの平均がそれぞれ80円／ドル、75円／ドルとなれば、今年度の経済成長率をそれぞれ▲0.7%pt、▲0.8%pt程度押し下げると試算される。
- 今後の円高の進行により自動車や電機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。過去二回の大震災であった関東大震災と阪神淡路大震災の後には、いずれも政治が不安定となる中で、歴史的な円高を通じてデフレに陥った経緯がある。今後も為替の動向を十分注視していくことが先行きの日本経済を見通す上で重要であり、空洞化を通じて日本経済が一層の苦境に陥ることを回避するためにも、今後の金融政策には積極的な緩和姿勢が求められる。

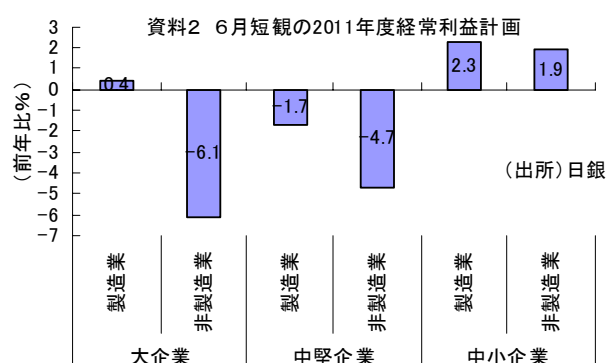
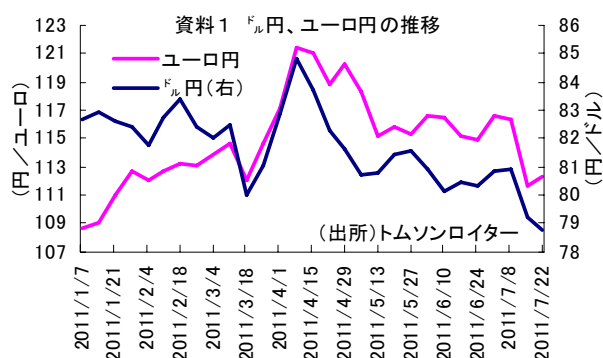
●QE3観測と欧米ソブリンリスク懸念で進む円高

東日本大震災後の協調介入により円高進行は一服していたが、4月下旬ごろから再び円高が進行している。東京市場の週平均データで見れば、ドル円レートは3月中旬の79円台から4月上旬には84円台後半まで回復したが、足元では78円台の円高水準まで戻っている(資料1)。この背景として、4月上旬ごろまではECBの利上げや米国経済の見通し上方修正の見方が強まり、資金の逃避先とされてきた円を売ってドルやユーロを買う動きが広がったが、それ以降は米国経済の減速に伴うQE3観測や欧米のソブリンリスクの高まり等により、ドルやユーロが売られていること等が指摘されている。

今後も円高が進行すれば、各産業の企業業績、ひいては日本の経済成長に影響を及ぼすことが予想される。一般に円高になれば、短期的には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では企業収益を押し上げる側面もある。

一方、6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、2011年度の経常利益計画については製造業で増益を見通していることが確認されている（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82.59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、企業の利益計画は下期回復を見込んでいるが、円高によって輸出関連企業の利益が圧迫され、さらに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、経済成長率に悪影響を与えることが懸念される。そこで本稿では、今回の円高が企業業績やマクロ経済に及ぼす影響を考えてみたい。



●リーマンショック前に戻らない企業の下期利益計画

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。6月調査の日銀短観によると、2011年度の売上高計画は全規模で前年比+1.5%増となっている。これを半期別に見ると、上期で前年比▲0.2%減、下期で同+3.1%増となり、下期にV字回復を見込んでいる（資料3）。

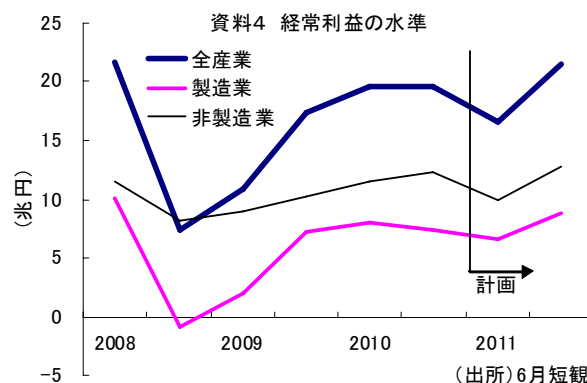
一方、経常利益計画についても、2011年度は全規模全産業で前年比▲2.5%減であるが、2011年度上期の計画に関しては前年同期比で▲15.1%となっているのに対し、下期については同+10.0%増となっており、大幅増益が見込まれている。

ただ、リーマンショック前の水準と比べれば、製造業の利益は2011年度上期に三分の二の水準に下がった後、2011年度下期には9割弱の水準までしか戻らない計画となっていることがわかる（資料4）。

資料3 2011年度の企業収益計画 単位:前年比%

		通期		
		上期	下期	
大企業	売上高	2.5	0.4	4.5
	経常利益	-3.4	-15.8	9.9
中小企業	売上高	-0.7	-1.7	0.3
	経常利益	2.0	-12.1	14.5
全規模	売上高	1.5	-0.2	3.1
	経常利益	-2.5	-15.1	10.0

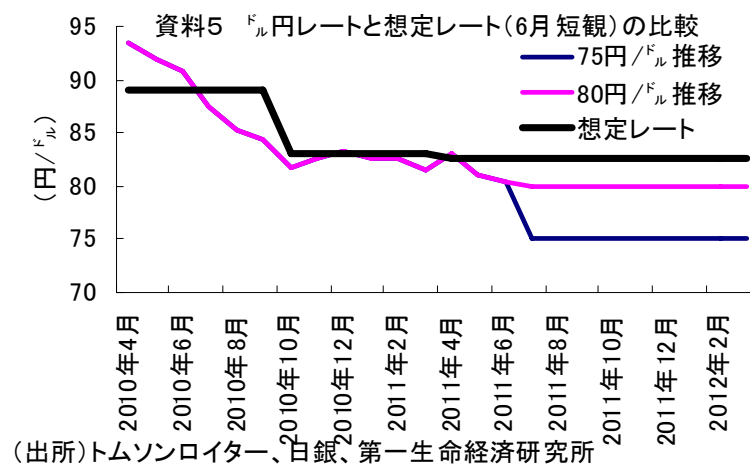
(出所)6月短観



以上の結果は、東日本大震災に端を発した日本経済の落ち込みが大きかったことを示している。一方で、雇用所得環境の低迷を通じて個人消費は低調に推移しているものの、防災・復興・節電特需も出ており、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である。鉱工業生産や大企業の業況判断D Iの先行きが改善を見込んでいることから、大企業の生産活動でほぼ決定されるわが国の景気は、急激に回復している可能性が高い。

● 1%の円高では製造業の営業余剰を対ドルで▲0.26%、対ユーロで▲0.15%押し下げ

このように、国内景気が震災後の最悪期を脱する中で、為替の円高傾向は悪材料と言える。足元の円ドルレートは79円/ドル程度と、6月短観における今年度の想定為替レートの1ドル82.59円/ドルより円高水準で推移している（資料5）。そして、仮に今年後半以降のドル円が80円レベルで推移した場合、今年度平均では企業の想定レートに対して+2.7%の円高となる。また、更に円安が進展して、今後ドル円が75円/ドルまで進んだ場合、想定レートより+7.2%もの円高になると試算される。



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、総務省「2005年産業連関表」および日銀「輸出入物価指数の契約通貨別構成比」を用いて、円がドルおよびユーロに対して+1%上昇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6）。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、全産業の営業余剰は対ドル・対ユーロいずれの円高に対しても▲0.03%の減益要因にとどまる（資料4）。しかし、製造業の営業余剰は対ドル1%の円高に対して▲0.26%、対ユーロ1%の円高に対して▲0.15%の減益要因となる。また、対ドルに関しては2010年12月時点で輸出に占めるドル建て比率が56.0%に対して輸入に占めるドル建て比率69.9%と高いことから、ドル安はプラスの恩恵となる側面もある。しかし対ユーロに関しては、同時期の輸出に占めるユーロ建て比率が10.1%に対して輸入は3.4%しかいないため、ユーロ安はプラスの恩恵を受けにくい。従って、取引比率は低くてもユーロ高の悪影響も無視できないといえる。

円高の影響を産業別で見れば、「輸送機械」では対ドルで同▲3.62%、対ユーロで同▲0.74%となるが、「電気機械」では対ドル同▲2.99%、対ユーロ同▲0.82%となり、ユーロ高による悪影響はより大きくなる。また、「石油石炭製品」や「非鉄金属」のように輸入依存度の高い産業では、ドルに対する円高が営業余剰にプラス要因となるが、ユーロに対する円高では「石油石炭製品」でのプラス要因は微々たる物であり、「非鉄金属」においてはマイナス要因に作用することになる。

このように、輸出入物価指数の契約通貨別構成比で見れば、ユーロ建ては必ずしも大きくないものの、円高が短期的に企業業績に及ぼす影響について見れば、ユーロ安の影響を大きく受ける分野が存在することが分かる。従って、今後の欧州経済の動向次第では、企業業績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、円高によって株安や産業空洞化が誘発されれば、消費マインドや雇用環境の悪化につながる可能性があることから、更なる悪影響の拡大が予想される。以上の議論は、円高を放置すれば、日本経済がより厳しい状況に置かれる可能性が高いことを示唆しているといえよう。

資料6 1%円高が営業余剰に及ぼす影響

分野	対ドル %	対ユーロ %	分野	対ドル %	対ユーロ %
飲食料品	0.23	0.01	農林水産業	0.03	0.00
繊維製品	0.18	-0.27	鉱業	-0.10	-0.03
パルプ・紙・木製品	0.32	0.00	建設	0.89	0.04
化学製品	-0.09	-0.10	電力・ガス・熱供給業	0.80	0.04
石油・石炭製品	25.10	0.98	水道・廃棄物処理	0.05	0.00
窯業・土石製品	-0.16	-0.05	商業	-0.10	-0.02
鉄鋼	-0.12	-0.07	金融・保険	0.00	-0.00
非鉄金属	3.38	-0.15	不動産	0.00	0.00
金属製品	-0.03	-0.05	運輸	-0.26	-0.09
一般機械	-1.28	-0.28	情報通信	0.03	-0.00
電気機械	-2.99	-0.82	教育・研究	0.05	-0.12
輸送機械	-3.62	-0.74	医療・保健・社会保障・介護	0.20	0.01
精密機械	-1.78	-0.36	その他の公共サービス	0.12	-0.01
その他の製造工業製品	-0.16	-0.08	対事業所サービス	0.01	-0.00
製造業	-0.26	-0.15	対個人サービス	0.05	-0.00
(注)利益の変化率は2005年営業余剰を基準			非製造業	0.00	-0.01
(出所)総務省「2005年産業連関表」、日銀「輸出入物価指数」より第一生命経済研究所試算			内生部門計	-0.03	-0.03

●空洞化加速によって更なる苦境を余儀なくされる可能性も

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、対ドル、対ユーロのいずれも産業全体で企業収益を押し下げる方向に作用することから、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、外需主導で震災からの持ち直しが期待される経済状況下において、円高は復興の足枷となりうる悪材料といえよう。

なお、マクロ計量モデルをもとに、今年後半以降のドル円レートが80円/ドルおよび75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、今年度の経済成長率をそれぞれ▲0.7%pt、▲0.8%pt ずつ押し下げると試算される(資料8)。これに株価を通じた影響も加われば、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。

既に日本の景気は震災後の最悪期を脱しており、それを主導しているのは自動車や電機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がこれら業種の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震災による脆弱な日本経済の回復力を弱める可能性がある。事実、過去二回の大震災であった関東大震災と阪神淡路大震災の後には、いずれも政治が不安定となる中で、歴史的な円高を通じてデフレに陥った経緯がある。

資料7 円高がマクロ経済に及ぼす影響

①11年後半以降80円/ドルケース

年度	2009	2010	2011
実質GDP	-0.2	-0.6	-0.7
個人消費	-0.0	-0.1	-0.2
設備投資	-0.3	-1.1	-1.5
輸出	-0.7	-1.4	-1.6
経常利益	-1.7	-2.8	-3.1

(出所)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%pt

②11年後半以降75円/ドルケース

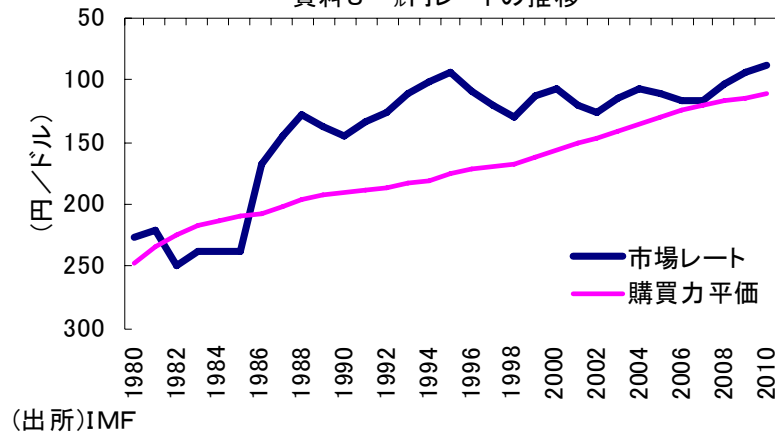
年度	2009	2010	2011
実質GDP	-0.2	-0.6	-0.8
個人消費	-0.0	-0.1	-0.2
設備投資	-0.3	-1.1	-1.7
輸出	-0.7	-1.4	-1.9
経常利益	-1.7	-2.8	-3.9

また、これまでも長年にわたって円が購買力平価に対し割高に推移してきたことが、日本経済にどのような影響を与えたかについて把握しておくことは重要である(資料8)。簡単なメカニズムとしては、①円高により日本製品の価格競争力が低下し、日本国内で利益をあげることが困難になる→②グローバル企業が日本国内から海外へ活動拠点を移す→③国内の生産や雇用へ影響を及ぼす→④日本の経済成長率が低下する→②…といった経路で日本経済の停滞に作用してきた。また、東日本大震災をきっかけに国内で電力不足が長期化する可能性も高まっており、これも更なる空洞化に拍車をかけることになろう。更に、復興財源捻出に伴い法人税率引き上げが議論されているほか、TPP・EPAなどの経済連携協定の遅れも生じており、これらも企業の海外移転を促す要因になる。

ここで重要なのは、いたずらに将来の日本経済を憂うことではなく、震災により日本経済が大きなダメージを受けている中で、財政不安を抱えている国の通貨が、なぜ相対的に上昇しているかについて理解することであろう。米国ではFRBによるQE3の可能性は払拭されておらず、安心してドルを保有しにくい状況にある。また、欧州でも南欧諸国の財政問題は解決を見通せる状況に無い。従って、専らこうした外的要因によって、消去法的に円が買われている側面が強いといえる。

こうした中、日本の金融政策を見れば、既にデフレに陥って15年以上も経過しているにも拘わらず、まだデフレに陥っていない米国よりも消極的な量的緩和策にとどまっている。こうした状況で日銀が諸外国に比べて消極的な通貨政策を続ければ、更なる円高と空洞化促進により、ますます財政再建が手遅れとなってしまう可能性も否定できない。こうした最悪の事態にならないためにも、政府・日銀は一刻も早く足元の円高に対して断固たる措置を取ることが求められている。

資料8 ドル円レートの推移



(出所)IMF