

Mizuho Short Industry Focus

円安の影響をどうみるか

- 10 円円安によって上場企業営業利益は+1.7 兆円、非上場企業営業利益は▲8,000 億円 -

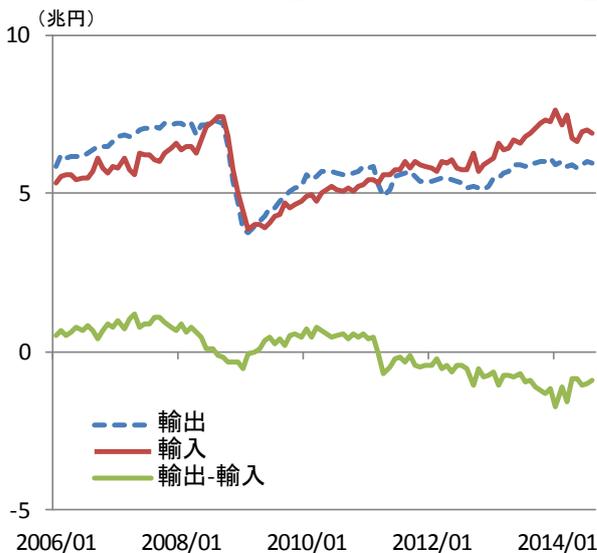
【要旨】

- ◆ 円安が輸出増に与えるインパクトは時代とともに縮小傾向にある。
- ◆ 2013 年度決算に基づく 10 円円安による営業利益額影響は、上場企業では約 1.7 兆円のプラスとなるが、非上場企業では約 8,000 億円のマイナスの推計結果となった。前回調査 (2011 年度決算) からは上場企業のプラス幅、非上場企業のマイナス幅が各々若干縮小したが、為替影響に関するトレンドは不変。
- ◆ 輸出型企業は円安で享受した便益について、単価引下げによる数量増より、収益性改善を優先している可能性があり、数量面での波及効果は期待少。また製造業の賃金・設備投資の増加は共にその端緒がみられた段階。波及効果を評価する上でも、賃金・投資増の動向は今後も注視していく必要。
- ◆ 企業戦略、産業政策共に、需要の価格弾力性が低い (価格以外の差別化要素の余地の大きい) 製品・サービスに注力し、開発促進・事業推進を図るべき。足元の円安基調の中で、価格競争の要素が強い産業を日本に回帰させる戦略・政策はかえって産業競争力を損なうことになる。製品・サービスの質を見分け、その上での経営判断を行うことが、企業に求められよう。

為替が経済・産業に与える影響について足元の動向も踏まえたリバイスを実施

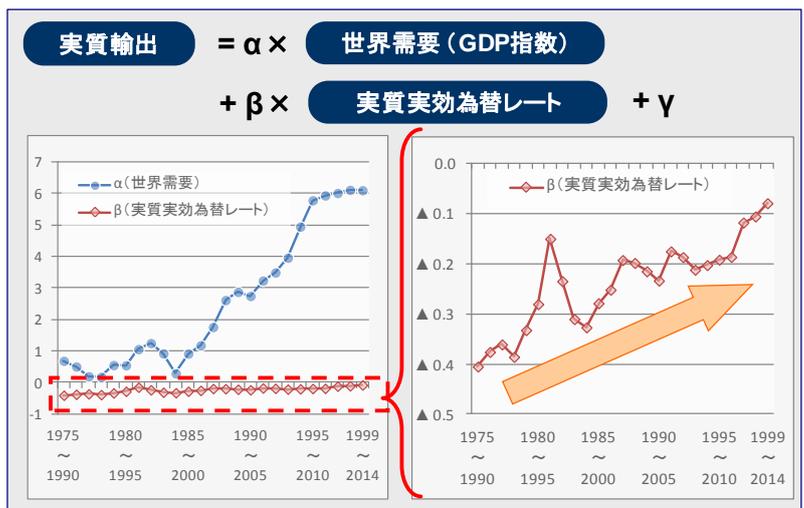
みずほ銀行産業調査部では、為替が日本経済・産業に与える影響は時代を経て変化しているのではないかと、との問題意識から、2013 年 5 月、2014 年 3 月に為替影響に関するレポートを発刊した¹⁾。2014 年 3 月以降、本稿執筆時点まで為替は円安基調で推移しているが、輸出は伸び悩み、貿易赤字が続いている (【図表 1】)。こうした状況に鑑み、本稿では足元の為替動向等も踏まえた分析のリバイスを実施し、為替が経済・産業に与える影響を再度評価した上で、産業政策・企業戦略の方向性について考察した。

【図表 1】輸出入金額推移 (月次、名目、季節調整後)



(出所) 財務省「貿易統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 2】輸出と世界需要・為替レートの関係



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、「外国為替相場」、OECD 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 実質輸出、世界 GDP 指数、実質実効為替レートは前期比の数値

(注 2) 1975 年 Q2~1990 年 Q1 を 1 期間とし、4 半期ずつシフトしたローリング推計 (15 年間)

¹⁾みずほ産業調査 42 号「補論 1. 競争力強化と為替水準に対する考察」(有田 (2013/5))

(http://www.mizuho.com/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/1042_01_02.pdf)、

Mizuho Short Industry Focus 100 号「何故足元輸出は伸び悩んでいるのか? その背景と輸出拡大に向けた政策の方向性」(有田 (2014/3))

(http://www.mizuho.com/corporate/bizinfo/industry/pdf/msif_100.pdf)

まずマクロ的な円安の時系列影響を測る観点から、実質輸出額、世界需要と為替レートの関係について推計を行った(推計式・推計結果は【図表 2】)。

円安が輸出増に与えるインパクトは時代を経て縮小

同推計結果からの示唆は大きく3点ある。1点目は『 α の絶対値が β の絶対値よりも概ね大きい』こと、即ち輸出の増減は為替よりも世界需要から大きな影響を受けているということである。2点目は『 β がマイナスで推移している』こと、つまり為替が円安になると輸出は増加するということである。3点目は『 β の絶対値が縮小傾向にある』こと、即ち円安が輸出増に与える影響は、時代を経て小さくなっているということである。尚、本推計は前回評価(有田(2013/5))とほぼ同様の結果を示しており、円安が輸出に与えるインパクトは引き続き縮小傾向にあると考えられる。

円安の輸出に及ぼす影響が縮小している要因としては、内需型であるサービス業の付加価値のウェイトが増加し、製造業の経済に与える影響度が相対的に低下したこと、また製造業のグローバル化が進んだこと、等が想定される(詳しくは有田(2013/5、2014/3)参照)。

輸送用機器、素材産業では円安はプラス、食料品・繊維業や卸・小売業、サービス業はマイナス

次に為替の企業業績に与える影響について、業種別・会社規模別の観点から推計を行った。【図表 3】はFY2013決算に基づく、10円円安による営業利益額の増減の推計結果であるが、大きく3点示唆がある。1点目は輸送用機器や素材産業等では円安は営業利益の増加に確かに結び付いているが、製造業の中でも食料品や繊維・パルプ・印刷等の産業、また卸売・小売業やサービス業等の内需・輸入型産業では円安がマイナスに働くことである。

上場企業では10円円安で約1.7兆円の営業利益増

2点目は上場企業では10円円安で約1.7兆円の利益増が期待されることであり、前回調査(FY2011決算に基づく評価)より縮小したものの、引き続き円安は上場企業にプラスに寄与していることである。

非上場企業では約8,000億円のマイナス

3点目は中堅・中小を中心とする非上場企業への影響が約▲8,000億円と推定されることであり、前回調査時点よりも影響は縮小したが、引き続き円安がネガティブに働く可能性があるということである。中堅・中小企業には内需・輸入型サービス業が上場企業よりも多く存在し、そのことが円安影響がマイナスに働く背景になっていると考えられる。一方で、こうした企業の一部には、円安影響を受けにくい業態への転換や、販売価格へコスト増を転嫁することにより円安影響を軽減した企業等もみられ、前回調査よりも影響度が縮小したと想定される。

【図表3】業種別、上場・非上場企業別の10円円安による営業利益額(企業合計)増減推定(FY2013決算より推計)

	上場企業	非上場企業 (注2)	法人企業合計		上場会社	非上場企業 (注2)	法人企業合計
	(億円)	(億円)	(億円)		(億円)	(億円)	(億円)
1 水産・農林業	0	0	0	10 金属製品・その他製造	▲ 363	▲ 1,518	▲ 1,881
2 鉱業	268	262	530	11 卸売・小売業	▲ 726	▲ 3,246	▲ 3,972
3 食料品	▲ 1,050	▲ 784	▲ 1,835	12 物流業	340	▲ 732	▲ 392
4 繊維・パルプ・印刷	76	▲ 1,054	▲ 978	13 金融業	0	0	0
5 化学・医薬	1,772	1	1,773	14 情報通信業	▲ 291	▲ 141	▲ 433
6 石油・石炭製品	2,737	▲ 1,491	1,246	15 サービス業	▲ 2,883	▲ 157	▲ 3,040
7 鉄鋼・非鉄金属・硝子	1,600	456	2,055	16 建設・不動産	509	1,578	2,087
8 輸送用機器	6,582	▲ 1,498	5,084	合計	17,436	▲ 8,048	9,388
9 機械・電気機器	8,867	278	9,144	【参考】前回調査結果(FY2011決算)			
(※) 円安デメリットを受ける業界				合計	19,295	▲ 12,714	6,581

(出所) 東洋経済「会社四季報ワイド版 2014年夏号」、各社有価証券報告書、財務省「法人企業統計」等よりみずほ銀行産業調査部作成
(注1) 東洋経済によるアンケート調査(有効回答 20.7%)のため、各社 IR 公表値と異なる可能性があることに留意が必要。本推計ではアンケート結果に基づき収支影響を業種別に分類・集計し、同結果を踏まえ非回答会社、非上場会社にも適用して算出。
(注2) 非上場会社の営業利益額影響は上場会社から法人企業合計の数値を按分して算出。但し、上場会社は連結ベース、法人企業合計は単体ベースの為、必ずしも正確な数値にならないことに留意が必要

以上の分析を踏まえると、円安は法人企業合計では企業収益に対してプラスに寄与するものの、個別企業でみると内需・輸入型中小企業へのマイナスの影響があることに留意する必要がある。但し、本分析はあくまで個別企業への直接的な影響を評価したものであり、中期的な影響をみる上では輸出型大企業から中堅・中小企業への波及についても考慮すべきである。

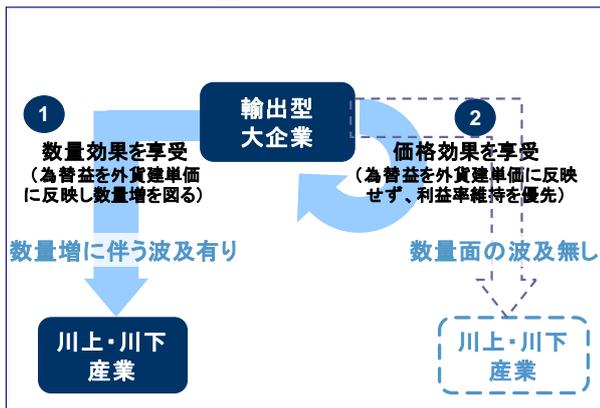
輸出型大企業の数量増による波及は期待し難い

円安メリットを享受した輸出型大企業から中堅・中小企業への波及効果は大きく2つの視点で捉えるべきであり、1点目は生産量の増加による直接的な波及の有無である(【図表4】)。輸出型大企業には円安により享受した便益を、外貨建輸出価格の引き下げに充当することにより販売量を増やすか(数量効果)、価格を変動させず収益性の改善を図るか(価格効果)の2つのパスが想定される。その観点では、契約通貨建の輸出物価指数をみると、1990年代までは為替変動に応じて物価が変動していたが、2000年以降その傾向はあまりみられない(【図表5】)。言い換えれば、数量効果による波及が期待しにくい状況にあると推察される。

製造業の賃金・投資増は端緒がみえた段階であり、波及効果を評価する上でも引き続き注視要

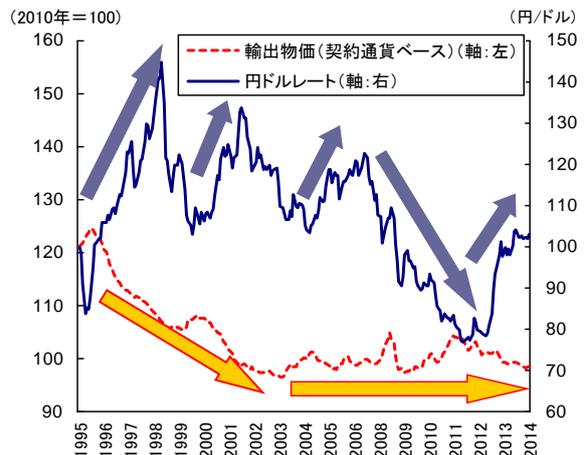
2点目は輸出型大企業が円安で享受した利益を何に使うか、或いは使わないかである。同企業が円安メリットを活用して賃金増や国内投資拡大を図れば、内需・サービス型産業や設備産業への波及が想定される一方、内部留保として蓄積する場合にはそうした波及は期待できない。その観点では、2014年5月以降製造業の実質賃金は増加に転じているものの、まだその端緒がみえた段階である(【図表6】)。同様に設備投資に関しても、製造業の

【図表4】輸出型大企業の波及経路(1)
-数量効果か価格効果か

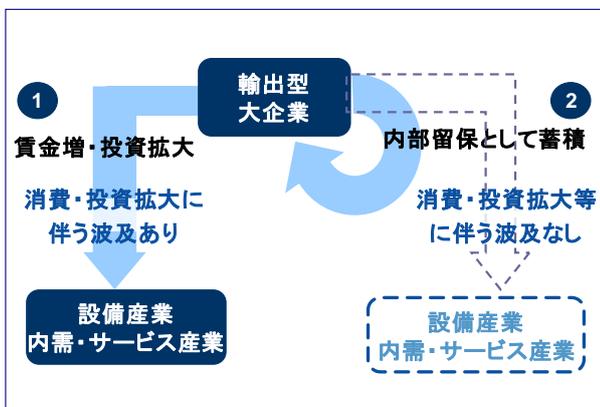


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

【図表5】契約通貨建の輸出物価と名目為替レート推移

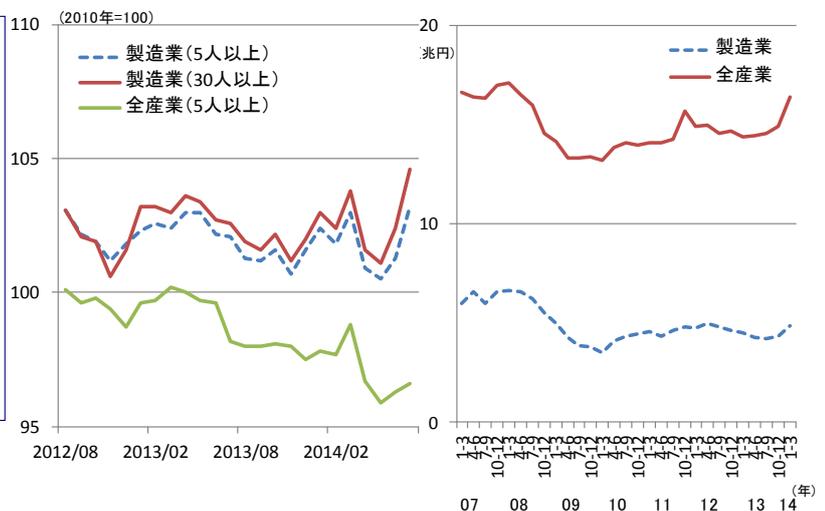


【図表6】輸出型大企業の波及経路(2)
-賃金増・投資拡大か内部留保か



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

【図表7】実質賃金指数(左)、及び実質新設投資額(右)推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」内閣府「民間企業資本ストック」より
みずほ銀行産業調査部作成

(注1) 実質賃金指数は2010年基準、現金給与総額、月次、季節調整済指数
(注2) 実質新設投資額は2005年基準、四半期、季節調整済

国内投資は現時点では拡大基調に転じたとはいえない(【図表 7】)。日銀短観(2014/9 調査)によれば、製造業(大企業)の今年度の設備投資計画は前年比 13.4%増と例年に比して高い水準にあるものの、まだ予断を許さない状況にある。円安影響を評価する上でも、賃金、投資動向を引き続き注視していく必要がある。

上述の分析結果を前提に、以下では足元の為替動向等も踏まえた産業政策・企業戦略の方向性について考察する。

価格競争の要素が強い産業を日本に回帰する政策は、産業競争力を損なう

まず、産業政策という観点に立てば、国内立地でも輸出競争力を保ちうる産業に焦点を当て、投資を促す環境整備を行う必要がある。新興国等に比べ労働コストが高い我が国では、価格が競争の優劣を決めるに際して大きな役割を果たす産業(需要の価格弾力性が高い産業)は、競争劣位になる可能性が高い。言い換えれば、足元の円安基調の中で、価格競争の要素が強い産業を日本に回帰させるような政策は、かえって中長期的に日本の産業競争力を損なう恐れがある。

価格以外の差別化要素が強い産業・事業に焦点を絞り、支援を行う必要

従って価格以外の差別化余地の大きい産業・事業に焦点を当てるべきであり、具体的には、ブランド力のある製品、技術で差別化できる製品(含、部材・素材)、高付加価値サービス等が対象となろう。こうした分野での投資を促すために、政府にはハード・ソフト面の基盤整備、対象産業分野に関する研究開発支援、競争力のある企業の呼び込みによる産業クラスター形成の推進等の政策が求められよう。

観光産業は円安基調を契機に伸ばすべき分野

また足元の円安基調を活用して育成すべき内需産業の一つに観光産業が挙げられる。円安による追い風もあり、訪日外国人客数は2014年1-8月で前年比25.8%増の864万人と、過去最高の水準となっている。こうした外国人観光客の増加により、日本製品・サービスの認知度やブランド価値が向上すれば、輸出促進を含め日本企業の海外での事業展開にも寄与すると考えられる。そうした観点で、政府には外国人観光客受入に関するハード面・ソフト面の整備・促進を行い、訪日外国人客数の極大化及び満足度の向上に向けた取組が求められよう。

グローバル競争の中での現地化はネガティブに捉えるべきではない

企業戦略の視点でも基本的な考え方は産業政策と同様である。グローバル展開を行う大企業は、欧米・アジア企業との競争の中で、為替影響を受けにくい体質を構築してきた。代表的輸出産業である自動車に関しても、競争力を維持・強化する観点から現地生産へのシフトを進め、時代を経て輸出比率は低下している。このことが足元の円安基調が輸出増に繋がりにくい要因にもなっているが、グローバル競争の中での現地化は、必ずしもネガティブに捉えるべきものではないと考える。

価格競争要素の強い分野は生産立地最適化、付加価値の高い生産工程・製品に日本は注力

むしろグローバル企業に求められるのは、価格が競争要因になっている事業分野については積極的にグローバルサプライチェーンを構築し、生産立地の最適化を図ると共に、日本では付加価値の高い生産工程・製品に注力し、また価格以外で差別化できる製品・サービスを開発し、市場の創出、輸出展開を図っていくことである。その観点では、製品・サービスの特徴を見分け、その上での経営判断を行うことが、各企業にとってますます重要となっている。

中堅・中小企業の戦略は外国人客取込や輸出展開であり、政策的支援が必要

また内需・輸入型の中堅・中小企業の戦略としては、円安基調を脅威ではなく機会ととらえ、外国人観光客向けサービスの強化や、海外展開などによる内需依存からの脱却、円安によるコスト増をカバーする為の生産性、付加価値の向上等に取り組む必要がある。一方でこうした企業は、足元では円安に伴うコスト増等のマイナスの影響を受けており、また人的・資金的リソースに乏しい企業も多いことから、体質改善を促す為の政策的な支援も同時に検討していく必要がある。

円安をイノベーション創出の機会と捉え、新たな製品・サービスの創出を期待

以上述べてきたように、足元の円安基調は必ずしもポジティブな面ばかりではないものの、見方を変えれば新たな製品・サービスの開発、言い換えればイノベーション創出を行うための立地競争力の確保に向けた基盤を整備する環境が、少なくとも為替の面では整ったとみることも可能である。産業政策としても、企業戦略としても、円安のプラス効果を極大化することによって、中長期的に競争力を高めるような取組を期待したい。

みずほ銀行 産業調査部

総括・海外チーム

TEL: 03-5222-5145

有田 賢太郎

E-mail:kentaro.arita@mizuho-bk.co.jp

© 2014 株式会社みずほ銀行

本資料は金融ソリューションに関する情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘・取次ぎ等を強制するものではありません。また、本資料はみずほフィナンシャルグループ各社との取引を前提とするものではありません。

本資料は当行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることがあります。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。本資料の著作権は当行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他の如何なる手段において複製すること、②当行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。