

## みずほマーケット・トピック(2014年7月15日)

### 円相場は損益分岐点か? ~『さくらレポート』などを受けて~

先週7日(月)に日銀より公表された『地域経済報告(さくらレポート)』には、今が円安の損益分岐点なのかもしれない、と思わせる趣があった。特に、支店長会議後の会見で、梅森徹・日銀名古屋支店長が管内(東海地方)企業の受け止めに関し、「さらなる円安を望む声は聞かれない」と述べたことは、自動車産業を中心に円安の恩恵を最も受けていると思われる当地の声であることを踏まえると、考えさせられるものがある。当の『さくらレポート』の中でも円安による仕入れコスト上昇が「自己負担の限界」を迎えていたとの指摘もあって、これ以上の円安が企業にとってコスト増大要因となり、損益分岐点を超える話になってくる可能性も推察される。旅行収支の黒字化などは輸入上振れからすれば依然小さな話。円安というこれまで無条件に受け入れられてきた事象について再考する機会を与えたという点で、アベノミクスには一定の収穫があったと言える。

#### ~円安は今が損益分岐点なのか?~

為替相場は依然膠着が続いているが、本欄2014年6月27日号『「動かない相場」は企業の想定通り? ~プラザ合意以降で最小の月間レンジに~』でも述べたように、狭い値幅は企業からすれば年初の想定通りであった節もある(今年1月に行われた内閣府「平成25年度企業行動に関するアンケート調査」によれば、2015年1月時点のドル/円の予想レートは「105.70円」とその時点からほぼ動かない水準であった)。また、同調査では輸出製造業の採算レートが「92.20円」とされ、これを前提とすれば現水準はかなりの為替差益が期待できる筋合いにある。だが、先週7日(月)に日銀より公表された『地域経済報告(さくらレポート)』には、今が円安の損益分岐点なのかもしれない、と思わせる趣があつたことも事実である。

例えば、支店長会議後の会見において、梅森徹・日銀名古屋支店長は現行の為替水準に対する管内(東海地方)企業の受け止めに関し、業種ごとに異なるとしながらも「現状程度が原料・製品それぞれに心地よい」とし、「さらなる円安を望む声は聞かれない」と述べた。自動車産業を中心に円安の恩恵を最も受けていると思われる当地の声として、そのような声が伝えられたことは興味深い(もっとも梅森支店長の言う“声”的出所が自動車産業かどうかは定かではない)。また、当の『さくらレポート』の中でも、円安に関し、以下のような記述がみられている:

- 【自己負担の限界】電気代や食材価格の上昇、円安による仕入れコスト上昇を企業努力で吸

2014年におけるドル/円の主な節目

日本企業が抱く14年2月時点の採算レート	92.20
購買力平価 (企業物価、73年基準、14年4月)	98.56
想定為替レート (短観、14年6月調査、通年)	100.20
年初来安値	100.76
14年年初来の平均レート	102.50
年初来高値(※)	105.45
日本企業が抱く15年1月時点の予想レート	105.70

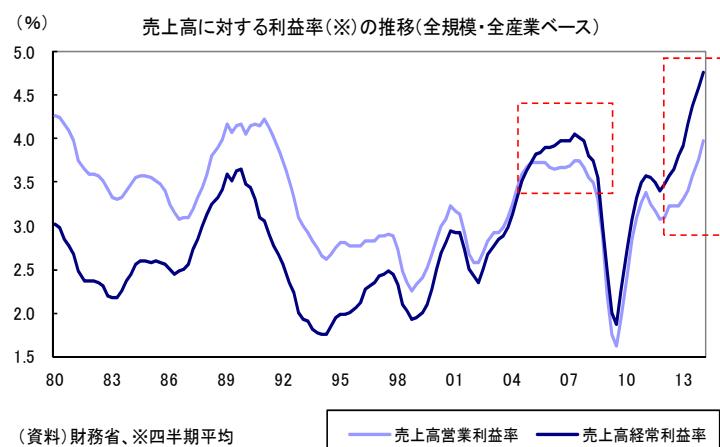
(資料)内閣府、Bloomberg、Datastream。※14年1月2日に記録。

収してきたスーパーや飲食・宿泊等でも、これ以上の負担は困難として、消費税率引き上げにあわせて本体価格を値上げ(新潟、名古屋、大分、本店<埼玉>)

既に消費者物価指数(CPI)の上振れに表れているように、鉱物性燃料の輸入価格が円安で引き上がるに伴い、幅広い財に物価上昇圧力が及んでいる。物価下落を前提とした価格競争型の企業行動を打破するというのは量的・質的金融緩和に期待された1つの効果でもあるため、ある意味で、これは「所期の効果」とも言える。だが、「自己負担の限界」というネガティブな見出しにも現れるように、海外収益が円安で嵩上げされる価格効果を踏まえても、もはやこれ以上の円安は企業にとってコスト増大要因であり、損益分岐点を超える話になる、という事情も透けて見える。

法人企業統計を見る限り、現状の企業

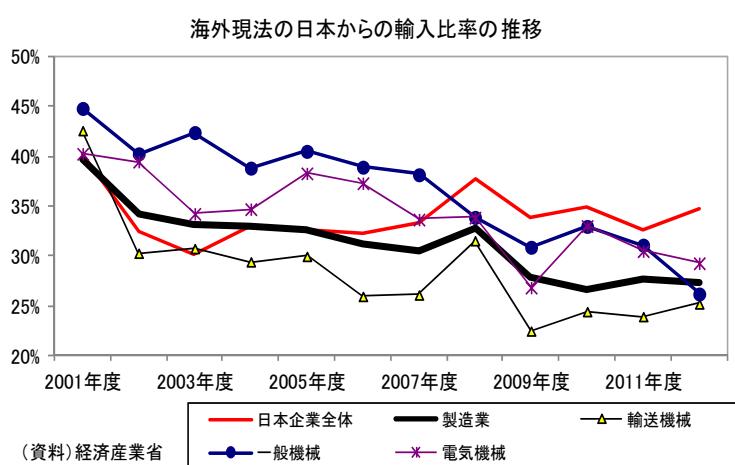
収益は経常利益が営業利益を大きく凌駕して伸びているが(図)、これは為替差益を柱とする営業外収益に起因したものである。それ自体は悪いことではないが、上述のような梅森支店長や『さくらレポート』のコメントから察するに、これ以上の円安進行は企業の損益分岐点を割り込み、経常利益の増加すらもたらさない可能性もあるのではないか。やはり望ましい姿は円安を受けて輸出数量が増加し、「生



産増→所得増→消費増」の好循環が回り、本業の儲けである営業利益が積極的に伸びていく動きである。しかしながら、周知の通り、「円安→輸出数量増」のパスはもはや強い期待を寄せられるものではなく、Jカーブ効果の発現を期待する声も大分小さくなつた印象がある。なお、経常利益が営業利益を大きく凌駕する動きは「円安バブル」とも呼ばれた前回の景気回復局面(2002年1月～2008年2月)でも見られたが、同局面が「実感なき景気回復」と呼ばれていたことを思い返すに、良い予感はあまりしない。

## ～対外直投による輸出誘発効果も減衰気味～

日銀が4月に公表した「展望レポート」では、輸出回復の遅れをもたらしている要因として「駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動き」や「わが国経済との結びつきが強い ASEANなどの新興国経済のもたつき」そして「わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因」などが指摘された。しかし、既に消費税の反動増減に係るノイズは一巡したと見るのが自然で



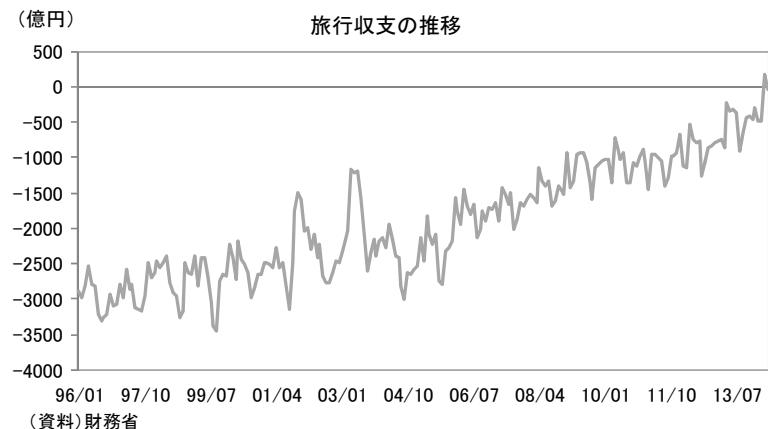
あり国内向け出荷が優先されていたから輸出が伸びなかつたという理屈はやや苦しくなっていると考えられる。それよりも「わが国製造業の海外生産移管の拡大といった構造的な要因」などを直視すべきであり、こうした動きは計数面でもはつきり確認できる。例えば、少子高齢化による市場縮小という大前提に加え、慢性的な円相場の騰勢もあって、本邦輸出企業は対外直接投資という格好で生産体制の移管を進めてきた。こうした動き自体は「円安→輸出増」という動きにブレーキを掛けるものだが、当初段階では海外生産に必要な財が本邦から輸出されることによる輸出誘発効果も期待される。しかし、前頁図にも示されるように、海外現地法人(特に製造業)の仕入高に占める日本からの輸入割合は着実に低下している。要するに、これは輸出誘発効果の減衰を示しており、いよいよ日本からの輸出が増えるというシナリオが肯定しにくい状況が想像される。

### ～円安のメリットを享受する旅行収支も…～

一方、『さくらレポート』を見る限り、円安を巡っては以下のような好意的なコメントもあった：

- 【百貨店等】円安等による訪日外国人観光客の増加が売上の下支えとなり、反動減は想定内に収まっている(札幌、名古屋、京都、福岡)。
- 【ホテル】円安を背景に外国人観光客が増加していることが、宿泊稼働率上昇に寄与している(札幌、新潟、京都、大阪、神戸)。

こうしたコメントを裏付ける計数もあつて、今年4月には旅行収支が44年ぶりに黒字化するという動きもみられた。旅行収支は2000～2005年で月平均▲2300億円の赤字を出していたことを思えば、過去1年(2013年5月～2014年5月)で月平均▲380億円まで縮小し、足許では断続的に黒字化し得る水準にまで至っていることは決して小さな動きではない(図)。とはいえ、旅行収支の水準 자체は、円安に伴う輸入の上振れからすれば「誤差の範囲」とも言え、上述の「これ以上の円安は企業の損益分岐点に関わる」という大きな議論の前にはどうしても重要性に劣るよう思える。



### ～円安再考の契機を与えたことはアベノミクスの収穫～

我が国の輸出を支える自動車産業の中核である名古屋から「これ以上の円安を望む声はない」とのコメントが聞かれたことは、改めて「円安は本当に良いことなのか」を考える契機を提供しているように思う。なお、昨年4月には米倉経団連会長(当時)が100円近辺で足踏みするドル/円相場に關し、「このへんが限度かなという気もする」、「(円安進行により)海外投資は成長分野を除き、なかなか難しくなる」などと述べているが(共に2013年4月22日、ロイター)、長い歴史の中でも経団連

会長が円安方向への動きを牽制するというのは非常に珍しいことだろう。

2012年11月に自民党が強烈なリフレ志向を掲げるまでは、「円安のコスト」といった論点は議論の俎上にすらのばらなかつた。そう考えると、これ以上の円安を牽制する機運が芽生え、議論をする素地がある現状を見るにつけ、国として新たな局面に差し掛かっているようにも思われる。円安と  
いうこれまで無条件に受け入れられてきた事象について再考する機会を与えたという点で、アベノ  
ミクスには一定の収穫があったと言えるかもしれない。

以上

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月14日	FRB、「今の中上げ」は「将来の中下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ボルトガルの銀行不安を受けて~金融不安は日本化懸念のダメ押し~)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて~市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき~)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー~QEを仄めかしつつ現状維持~
2014年6月27日	週末版(動かない相場)は企業の想定通り?~ブラザ合意以降で最小の月間レンジに~)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に~史上最小レンジが視野に~
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」~ユーロ圏労働コストなどについて~
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて~縮小均衡?~
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場~ユーロに買い安心感、円に売り安心感~)
2014年6月19日	FOMCを終えて~アップサイドリスクを考える時?~
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について~雇用規制はあらゆる問題の遠因~
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象~金利・為替の現状から~
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて~「百害あって一利なし」のマイナス金利導入~)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー~プラスアルファの読み方~
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高~過去最大の対外純資産に~
2014年5月27日	「5-23」ショックから1年で思うこと~「魅せる」政策は限界に~
2014年5月26日	労働時間規制について~「第三の矢」の担う雇用規制改革~
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向~順調に織り込まれるECBへの期待~)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合~緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か~
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について~財政出動はもはや義務~
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?~需給面からの解説~
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1~3月期GDPについて~6月緩和は既定路線に~)
2014年5月15日	EU議会選挙プレビュー~「真の危機」はブリュッセルにあらず~
2014年5月13日	米金利低下の背景~むしろ間違っているのは米株か?~
2014年5月12日	13年度国際収支統計~強まる「成熟した債権国」の傾向~
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて~賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦~)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について~利上げ観測の牽制~
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー~無駄打ちを避け現状維持~
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて~マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン~)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因~国債管理体制に組み込まれるユーロシステム~)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較~PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後~)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの~實上げ犠牲の果てに~
2014年4月16日	米為替政策報告書~滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満~
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制~通貨政策への傾斜を考える~
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差~豪州出張を終えて~
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて~14年4月3日は日銀化記念日~
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて~「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ~)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳~ユーロ比率はボトムアウト?~
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー~マジックを見せるなら今~
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について~貸出減少は本当に年内までか?~)
2014年3月26日	本邦10~12月期資金循環統計~際立つリスク性資産の伸び~
2014年3月25日	遂に動き出す欧洲銀行同盟~不安を抱えながらの船出~
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差~対照的な日米需給動向~
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて~金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か~)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味~「稼ぐ力」の誤解~
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて~年度赤字転落が視野に~
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて~予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定~)
2014年3月6日	最近の証券投資動向~スタートダッシュに躊躇した日本株~
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー~「手ぶら」は想定し得ない情勢~
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて~デフレの分析~
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集~プレ・プレビュー~
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方~高コスト温存の代償として~
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10~12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?~各種指標で見るユーロ圏の期待インフレ~)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営~マイナス金利報道を受けて~
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場~2013年国際収支を受けて~
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて~現状維持というよりも緩和先送り~)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察~「資本流出への防波堤」~
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う~最近の為替・株式相場について~
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー~3つの要素で判断する「次の一手」~
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について~需給面で支えられるユーロ相場~)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて~CPIピークアウトへの布石~
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定~ユーロ圏のデフレ確率は10~20%~
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について