

1999年10月15日

円高と企業収益について ～ 円高抵抗力は高まっているのか ～

【要旨】

円ドル相場は98年8月以降円高方向で推移しており、特に99年に入ってから日本の景気回復期待を背景に円高進展の速度が増している。すでに輸出企業の想定為替レート（経済企画庁）から見て大幅な円高水準での推移となっているが、一方で日本の輸出産業の円高対応力が高まっていると指摘する声もある。実際、加工組立て産業の限界利益率曲線は円高下でむしろ上昇している。

円高対応力を、投入コスト低下・販売価格上昇による限界利益率の上方シフト、輸出債権・輸入債務の均衡化による限界利益率曲線の平準化、現地通貨建て価格への転嫁の3つに分けて考えると、近年の限界利益率上昇は、もっぱら投入コスト低下による限界利益率の上方シフトによるものである。また、真の輸出競争力を示すと言える現地通貨建ての輸出価格はむしろ低下しており、非価格競争力が低下している可能性がある。

95年以降、円安下においても投入コストが低下したのは、原油をはじめとした国際商品市況の下落によるところが大きい。しかし、99年に入り原油価格が急上昇しているため、今後為替が円高水準で推移したとしても投入コスト低下のメリットが出てきにくい。原油価格をはじめとした一次産品価格の変動が加工組立産業の収益に与える影響を試算すると、98年度は価格低下によって1.3兆円収益が押し上げられたが、99年度は価格上昇によって1.1兆円収益が減少することになる。

80年代以降の為替レートの大きな変動を受けて、一部産業においては海外生産や海外調達を拡大することで為替リスクの軽減に努めてきているが、加工組立産業全体で見れば売上に対する輸出比率そのものは引き続き高いため、為替変動が収益に与える影響は依然として無視できない。電気機械を除く加工組立産業について見ると、10%円高が進むと限界利益率が1.6%ポイント低下すると試算できる。また、加工組立産業全体で見ると、円高の進展によって99年度の収益が0.7兆円（輸出売上減少によるマイナス効果が1.9兆円、投入価格低下によるプラス効果が+1.2兆円）減少すると推計できる。

原油価格が高止まりし収益の下押し要因になると、加工組立産業の「円高余裕度」は2000年度に向けて急速に低下して、95年の円高局面に匹敵する水準に近づく恐れがある。



本調査に関するお問い合わせ先
調査部 山村 (E-mail: syamamur@srlic.co.jp)

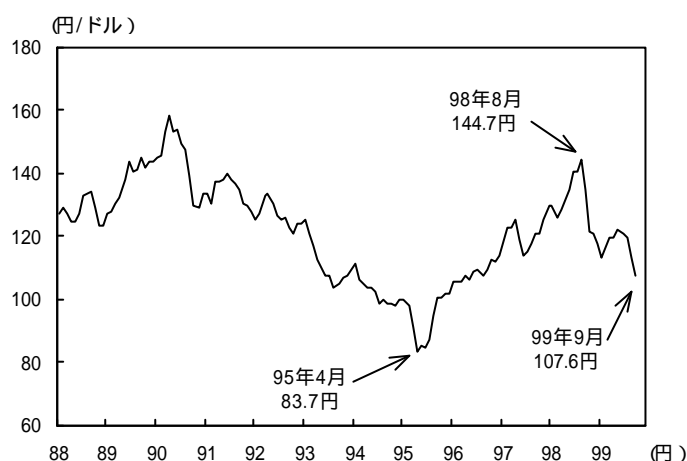
はじめに

円ドル相場は98年8月に144.67円の安値をつけたものの、その後の大蔵省による円買い介入や、米国景気減速懸念もあって円高方向へと反転した。特に足元では、日本の景気回復期待から急速に円高が進展している(図表1)。

企業行動が国境を越えグローバル化していくのに伴い、為替変動に対応することは、一企業のみならず日本経済にとっても重要な課題となっている。特にこうした円高局面で懸念されるのは、輸出産業の収益減少である。経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」(99年1月実施)によれば、輸出企業の採算レートは112.7円程度であり、足元の円高による企業収益への悪影響は免れないように思える。

他方、楽観論も存在する。95年4月には月中平均で83円、瞬間的には80円を割り込む円高をわが国企業は経験している。この超円高期以降、企業の為替リスクに対する対処が進展し、相当程度の円高にも耐え得る構造へと変化した、という見方である。そこで本稿では、まず、わが国企業の為替リスクに対する取組みについて整理し、現状の円高抵抗力について分析した。これを踏まえた上で、現時点での円高が企業収益に与える影響について考察した。

<図表1> 足元で急速に進む円高



1. 為替レートと企業収益

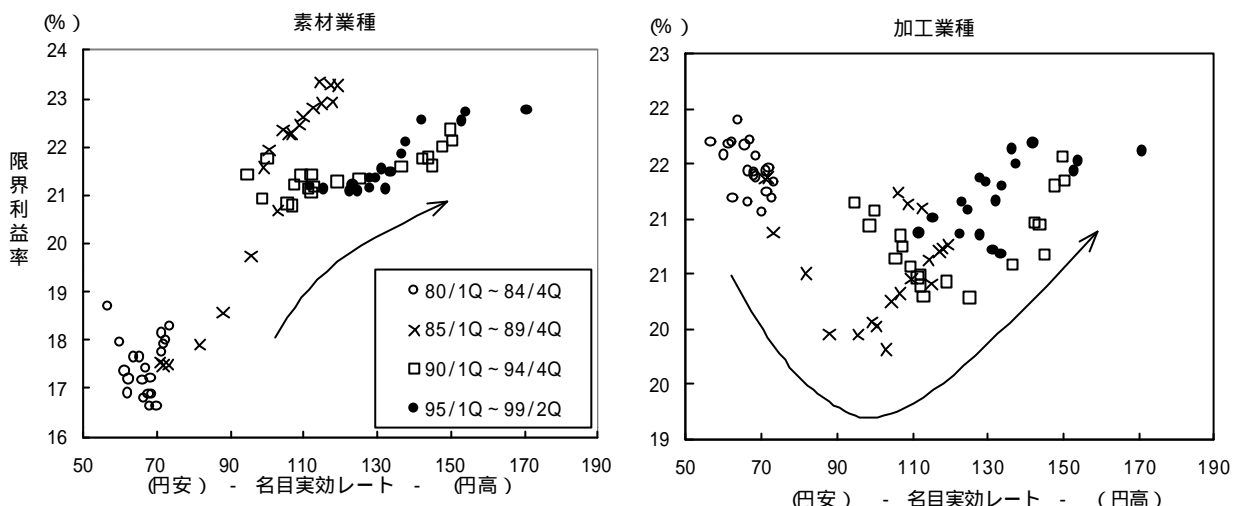
企業の有する為替変動リスクとは、為替レートの変化に伴う収益変動リスクである。これは、製品販売、原材料調達の両面において価格、数量の変化を通して現れる。販売、調達を外貨建てで取引している場合、為替レートが変動すれば、円建てに換算したときの売上高、原材料費に影響が出る。為替レートの変化は、個々の企業の収益にプラス・マイナスの影響をもたらし、差し引きプラスに作用する場合もあれば、逆の場合もある。

企業が有する為替変動リスクについては、通常の財務諸表で明らかにされる部分は限られている。そこで、限界利益率⁽¹⁾の為替レート変化に対する感応度に基づいて企業の為替リスクを見てみると(図表2)、原材料などの輸入比率が高い素材産業では為替レートが円高方向に変化すると限界利益率は上昇している。一方、加工組立産業は輸出型産業であることから為替円高により限界利益率は低下すると思われる

⁽¹⁾ 限界利益率については補論参照。

が、80年代半ば以降は、為替円高に伴いむしろ上昇しているように見える。こうした動きは、加工組立産業において、円高抵抗力が高まったものとして受け止めてよいのだろうか。

<図表2> 為替レートと限界利益率～加工業種でも円高下で利益率上昇



(注) 素材 加工の組み分けは日銀短観によるものを法人企業統計に当てはめて使用。
 素材業種 繊維 衣類、木材 木製品、紙 パルプ、化学、石油 石炭、窯業 土石、鉄鋼、非鉄金属
 加工業種 食料品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械
 (資料) 大蔵省 法人企業統計季報、JPEルガソ

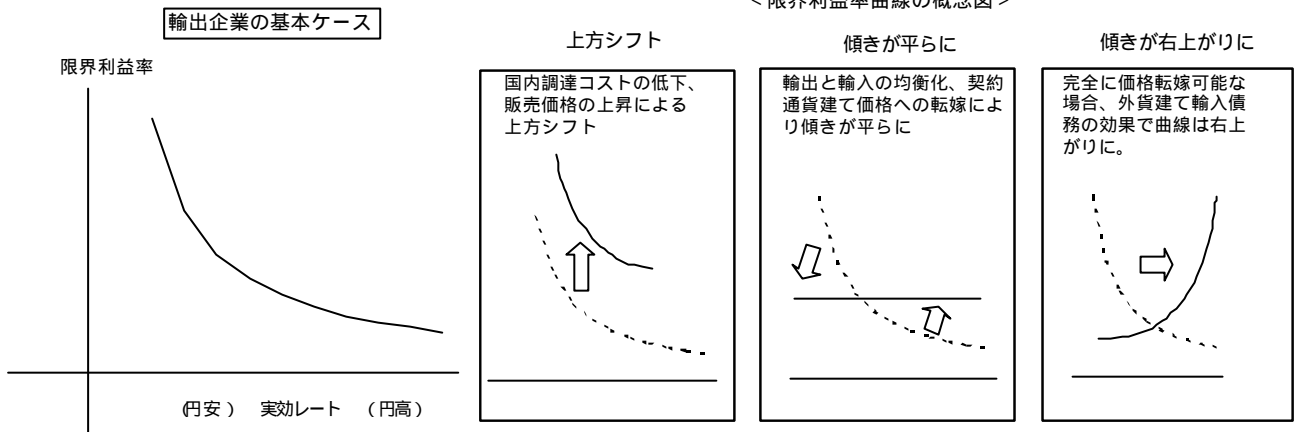
一口に円高抵抗力と言っても3通り考えられる(図表3)。すなわち、調達コストの低下、販売価格の上昇による場合、輸出に占める外貨建て債権、輸入に占める外貨建て債務を均衡することにより為替変動による限界利益率の変動を平準化する場合、さらに、円高による目減り分を現地通貨建て価格に転嫁する場合、である。

のケースは円高リスクに直接対応するものではないが、収益体質の向上によって円高のマイナス効果を吸収するものである。原材料価格の低下が投入価格引き下げに寄与したり、需要の拡大が産出価格の上昇をもたらす場合がこれに当たる。また、製造部門でのリストラといった企業努力によるものもある。このケースは、為替リスクそのものを取り除こうという対応である。円高抵抗力を高めるといふ点ではこちらの方策の方が相応しい。のケースとして、輸出比率を下げることで為替リスクを軽減させる方法(海外現地生産の拡大)と輸出に対するエクスポージャーに見合うように材料輸入を拡大して為替リスクを中立にするもの(輸入調達の拡大)がある。のケースは為替リスクを顧客に転嫁することによって回避しようというものである。これは製品差別化が十分なされて価格支配力が強くなければできない。高い技術競争力も必要であろう。価格転嫁が100%可能であれば、限界利益率曲線はフラット⁽²⁾になる。また、輸入が外貨建てであるとすると、円高によって投入価格が低下するので限界利益率曲線が右上がりになる可能性もある。

(2) 完全に価格転嫁が可能であれば輸出を円建てにすることもできる。ただ、その場合には円安が進んだ場合の円安メリットも目減りする。

< 図表 3 > 円高対応の分類

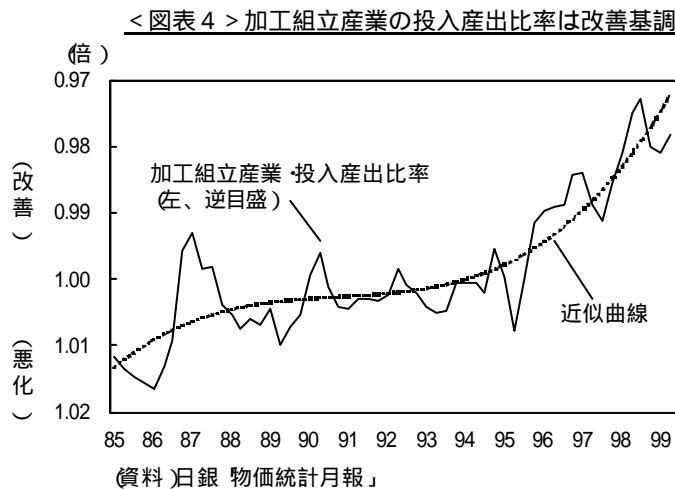
	具体的な企業行動	限界利益率曲線
収益体質の向上	調達コストの低下	上方シフト...
	販売価格の上昇	
	製造段階におけるリストラ	
為替リスクの中立化 (外貨建ての債権・債務の均衡)	海外現地生産の拡大	傾きが平らに...
	輸入調達の拡大	
価格支配力の強化 (技術競争力の向上)	契約通貨建て価格への転嫁	傾きが平らに... (外貨建て輸入債務を考慮すると右上がりに...)



2. 収益体質の向上～限界利益率の上方シフト

(1) 改善基調にある投入産出比率

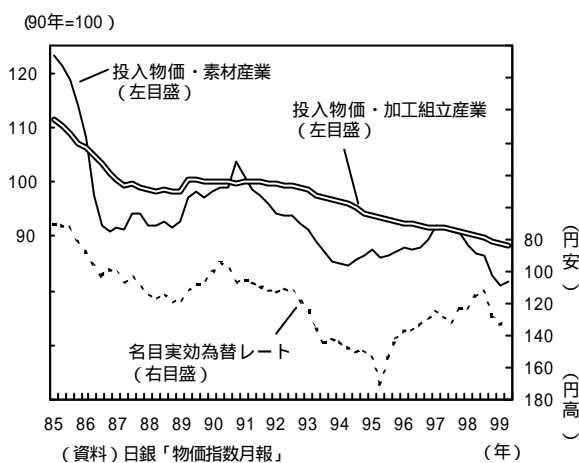
製造販売過程において、原材料の価格が安いほど、また販売価格が高いほど製品一単位当たりの利益は高まる。こうした観点からコスト比を表わしたものが投入産出比率であり、「投入物価÷産出物価」で表される。加工組立産業の投入産出比率は短期的な為替変動の影響を受けてはいるが、中期的に改善傾向を示している(図表4)。



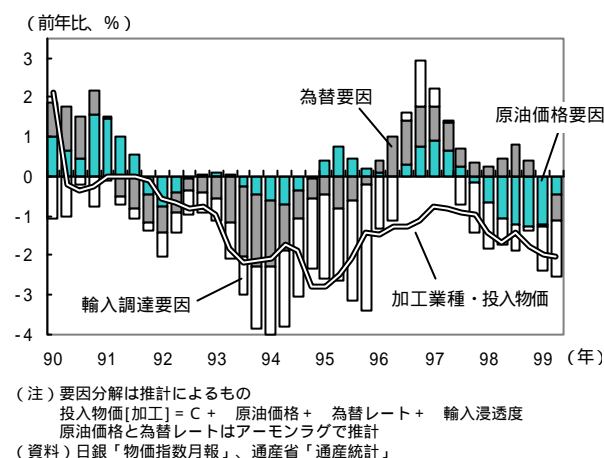
投入産出比率改善の背景～投入コストの低下

素材産業の投入物価は、原材料の海外調達が多く、商品市況や為替レートの変化に左右されやすい。一方、加工組立産業の原材料は、部品・半製品などの製品原材料が多く国内調達の比率が高いことに加え、川上財の価格変動が川下財である製品に波及するまでにはラグが発生する。このため、加工組立産業の投入物価は、短期的な商品市況や為替相場の動向に直接的には影響されにくく、中期的な円高傾向に沿って安定した低下基調にあった(図表5)。また、95年以降、円安が進展する中でも投入物価の低下が続いたことには、原油を中心とした一次産品価格の下落が貢献していたことがわかる(図表6)。このように、投入産出比率改善の背景には中期的な投入価格の低下があり、足元では原油価格下落の寄与が相当にあったことが指摘できる。

<図表5> 投入物価は低下基調



<図表6> 原油価格下落による投入物価押し下げ効果



3. 為替リスクの軽減～限界利益率曲線の平準化

(1) 為替リスクの中立化

海外進出による輸出代替効果～輸出比率の低下にはつながっていない

80年代後半から90年にかけては、海外需要への迅速な対応を目的とした直接投資が大幅に増加した。対外直接投資の為替リスク軽減に対する効果の一つとしては、海外需要に対し現地生産で対応する輸出代替効果が考えられる。

実際、海外生産比率を高めることによって、80年代後半と90年代半ばに輸出比率が一時的に低下した局面はあった。しかし足元では、国内向け出荷の低迷と海外需要の好調から輸出比率はむしろ以前よりも高まっており、海外進出が為替リスクの軽減に必ずしも寄与しているとはいえない(図表7)。

輸入調達の増加

一方、輸入面の取組みとしては、海外からの調達を増やすことによって、輸出債権の為替リスクを相殺する手段が考えられる。

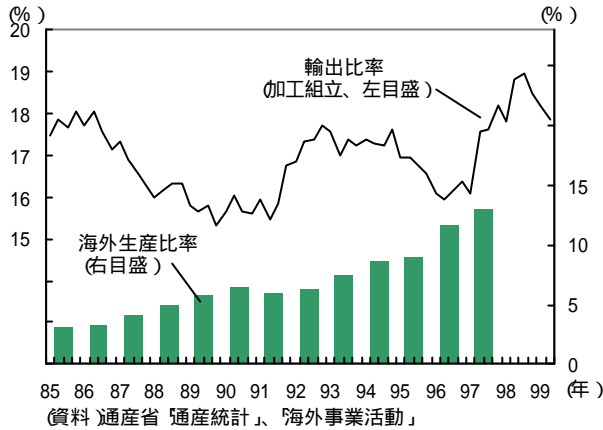
海外製品の輸入比率⁽³⁾をみると、電気機械では輸入比率の上昇が著しい(図表8)。こうした動きは80年代半以降の円高局面の中で、海外とのコスト競争力が比較的弱く製品の差別化が相対的に難しい電気機械が、コスト競争力強化を目的に日本からアジア地域へ生産拠点をシフトしたことが背景にあると考えられる。現地生産の副次的効果として国内生産における海外調達比率が上昇し、為替リスクを抑制す

⁽³⁾ ここにおける製品輸入とは輸入車など完成品の輸入も含まれているため原材料としての製品のみではないが、半製品として輸入され日本で加工されるものも十分に多いと考えられる。

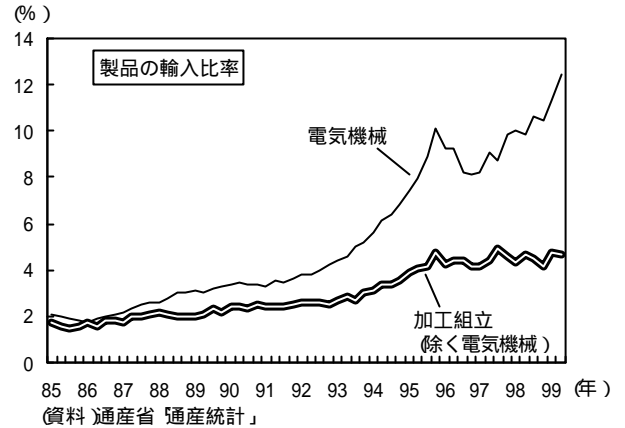
る上で一定の役割を果たしていると考えられる。

もっとも、電気機械を除く加工組立産業の輸入比率は、95年までは緩やかに上昇したものの、96年以降ほとんど変化が見られない。品質面の問題も海外調達の進展を妨げている要因の一つであろう。輸入調達拡大の動きは一部に見られるものの、加工組立産業全般には及んでいない。

<図表7> 輸出比率は足元でむしろ上昇



<図表8> 電気機械を除く加工組立の輸入比率は頭打ち



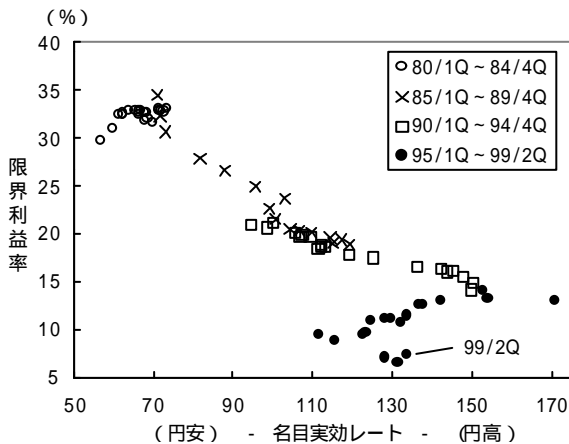
限界利益率の為替変化に対する中立化は進んだか

こうした輸出・輸入両面の動向を踏まえ、為替変化に対する中立化が進展したかどうか分析しよう。投入・産出物価の変動による影響を取り除いた限界利益率曲線(図表9)をみると、85年から95年にかけて、為替と限界利益率は一定の曲線上を右下がり推移しており、中立化は進展していない。

95年以降は、電気機械産業において輸出入比率の乖離が急速に縮小していく中、限界利益率は為替変動に対してニュートラルな変化をしているように見える。しかし、実際の輸出・輸入バランス(図表10)をみると、電気機械を除いた加工組立産業ではむしろ足元で輸出比率と輸入比率の格差は拡大しており、限界利益率曲線の動きは電気機械産業の影響を大きく受けたものと考えられる。

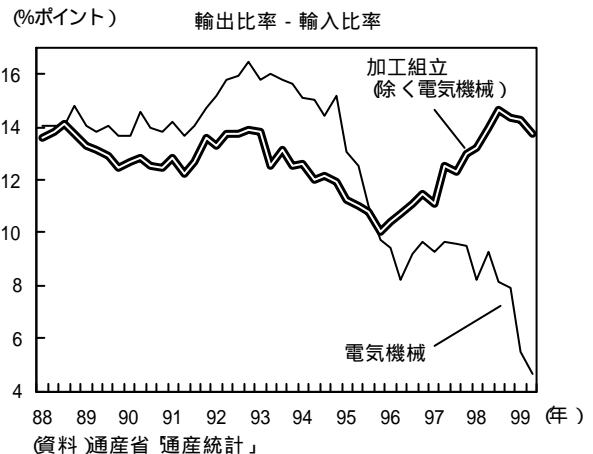
したがって、中立化は電気機械においてはある程度進展しているものの、他の加工組立産業では依然として為替変化に対し脆弱な体質といえよう。

<図表9> 価格変動を除いた限界利益率の推移



(注) 法人企業統計の売上高、売上原価をそれぞれ産出物価、投入物価で除して作成。
(資料) 大蔵省「法人企業統計」、日銀「物価統計月報」

<図表10> 輸出と輸入のバランス

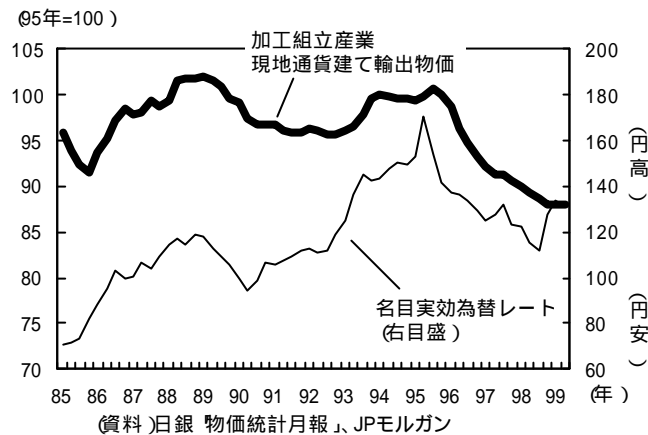


(2) 価格支配力の強化

真の円高抵抗力は非価格競争力の向上（換言すれば技術競争力）であり、現地販売価格への転嫁姿勢に反映されると考えられる。そこで加工組立産業の現地通貨建て価格の動きを見てみよう（図表11）。

まず80年代後半（86～89年）の円高局面と90年代前半（92～95年）の円高局面を比べると、90年代の現地通貨建ての輸出価格の上昇率は80年代後半に比べ上昇が鈍い。急速な円高に対応し切れず、十分な価格転嫁がなされていない。また、その後の円安局面では現地通貨建て輸出価格が大幅に低下している。これは言い換えれば、現地でのバーゲニング・パワーの弱さを示しているとも考えられる。価格支配力が強ければ円安になっても現地通貨建て価格を下げる必要はないであろう⁽⁴⁾。

<図表11> 現地通貨建て価格は95年以降下落



4. まとめ～収益変動リスクは依然残る

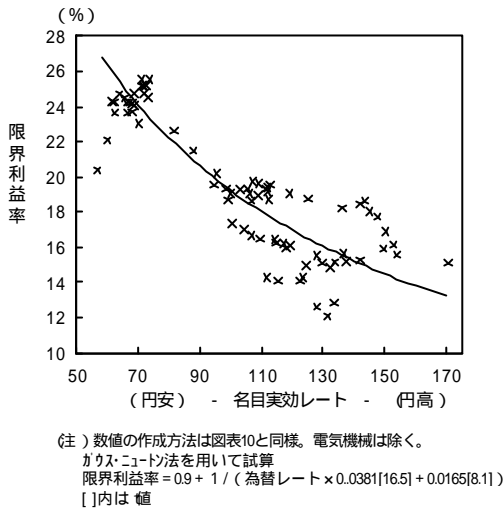
本稿では、80年代後半以降、加工組立産業において円高局面下で限界利益率が上昇したきた事実について、そのほとんどは投入産出比率の改善、とりわけ投入コストの低下による限界利益率の上昇シフトであることを検証した。一方、輸出入の均衡化による為替リスクの中立化は電気機械を除く加工組立産業ではほとんど進展していない。また、輸出製品の真の競争力を示す現地販売価格は95年以降低下しており非価格競争力が向上していない可能性もある。したがって、限界利益率曲線自体が上方にシフトし収益体質が向上したといっても為替リスクに対する収益変動リスクは回避されていない。むしろ、足元の輸出依存度の高まりが為替変動に対する脆弱性を強めているものと思われる。円高に対する限界利益率の変化は10%の円高で1.6%ポイント（電気機械産業を除く加工組立産業）と試算できる（図表12）。現状では、原油価格の上昇による投入産出比率の悪化も懸念される。95年以降の投入産出比率の改善は原油価格下落に大きく依存していたため、最近の原油価格大幅上昇は円高による投入産出比率改善効果を削ぐことになろう。原油価格、他の一次産品価格の変動が加工組立産業の収益に与える影響を試算すると、98年度は価格低下によって収益が1.3兆円押し上げられたが、99年度、2000年度は価格上昇によってそれぞれ1.1兆円（98年度比）、2.1兆円（99年度比）収益が押し下げられることになる（原油価格は25ドル/バレル、WTI）で推移するものと仮定）。

99年度における円高の影響を加工組立産業について試算すると、輸出売上の減少による収益マイナス効

⁽⁴⁾ もちろん、円建て比率が上昇していたならば円安局面では現地通貨建て価格を押し下げる要因になる。しかし、95年以降の円建比率はそれ以前に比べて低く、現地通貨建て価格を押し下げる要因になっていない。

果が 1.9 兆円、投入価格低下による収益プラス効果が 1.2 兆円となり、差し引き 0.7 兆円収益が押し下げられる。これに原油価格上昇によるマイナス効果を加えると、99 年度の加工組立産業の収益は 1.9 兆円押し下げられる（図表 13）

<図表 12> 上方シフトの影響を除いた限界利益率曲線



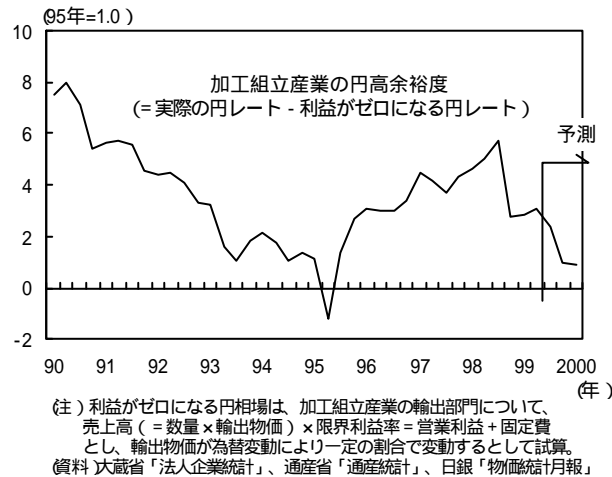
<図表 13> 円高と原油価格上昇の影響（加工組立産業）

		収益に対する影響
99年度	輸出による売上	1.9兆円 (54.9%)
	売上原価	+0.1兆円 (+1.8%)
	円高による価格低下	+1.2兆円 (+34.1%)
	原油価格上昇	1.1兆円 (32.2%)
	合計	1.9兆円 (53.1%)

- (注1) 加工組立産業（法人企業統計、大企業ベース）の98年度の売上高は129兆円、経常利益は3.5兆円
- (注2) 為替レート、原油価格は今年度下期平均で110円/ドル、25ドル/バレル（WTI）で推移するものと仮定。
- (注3) 原油価格の変動は、98年度には収益を+1.3兆円（24.9%）押し上げ。また、ラグを伴って投入価格に現れてくるため、2000年度には2.1兆円（129.4%）押し下げ。

また、原油価格の上昇は他の商品への波及を伴って2000年度には一段と収益を圧迫する。この場合、円高に対する収益の余裕度は急速に悪化し、95年の円高水準に匹敵するまで低下することになる（図表 14）。

<図表 14> 円高余裕度は急速に悪化

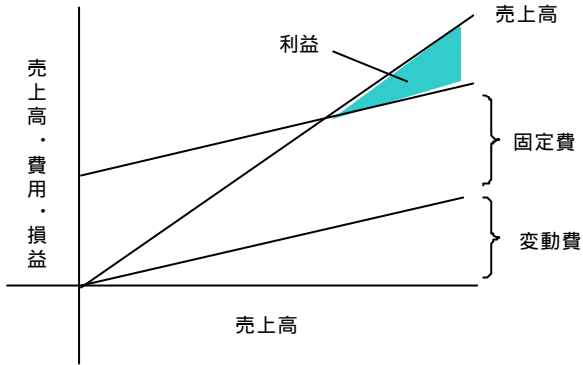


円高抵抗力の浸透とは、必ずしも全ての企業が為替リスクを中立化する方向に向かうことを意味するものではなく、個々の産業構造による特性も考慮する必要がある。しかし、一次産品価格という好環境の下で実現した投入コスト低下による収益力の向上と、為替リスク中立化や非価格競争力向上によって得られる円高抵抗力の拡大は別物である。為替リスクを真の意味で軽減するためには後者の対応がさらに必要であろう。

(以上)

< 補論 ~ 限界利益率と各原価率、及び為替レートとの関係 >

< 限界利益の概念図 >



財務分析上の限界利益
 = 売上高 - 変動費 = 利益 + 固定費
 限界利益から固定費をまかない、余った部分が利益となる

< 限界利益率と為替レートの関係 >

限界利益率
 = (営業利益 + 減価償却費 + 人件費) ÷ 売上高
 = 1 - 原材料費 / 売上高
 (その他販売費用が及ぼす影響は十分に小さい)
 ここで、
 原材料費 / 売上高
 = { 原材料価格 × (原材料投入数量 / 生産高) × 生産高 } ÷ (産出価格 × 生産高)
 = (原材料価格 / 産出価格) × (原材料投入数量 / 生産高)
 = × 交易条件指数 (: 原材料投入数量 / 生産高 = 一定)
 したがって、
 限界利益率
 = 1 - × 交易条件指数

交易条件指数から為替レートの効果を除くと、
 限界利益率
 = 1 - · (P1 · W1 + P1' · W1' / FX) ÷ (P2 · W2 + P2' · W2' / FX)
 となり、限界利益率は、実効為替レートFXの分数関数として表される。
 ただし、
 P1 : 国内投入財価格
 P1' : 海外投入財価格 (契約通貨建て)
 W1 : 調達に占める国内財の割合
 W1' : 調達に占める輸入財の割合
 P2 : 国内産出財価格
 P2' : 海外向け産出財価格 (契約通貨建て)
 W2 : 売上に占める国内向けの割合
 W2' : 売上に占める海外向けの割合
 FX : 実効為替レート