

調査レポート

日本経済ウォッチ(2011年10月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 中小企業、非製造業では厳しさが続いた今夏のボーナス～
2. 景気概況..... p.2
～ 景気持ち直しの動きが続くが、先行きに不透明感～
3. 今月のトピック: 円高の景気・企業経営への影響..... p.3～13
～ 円高メリットの偏りが問題～
 - (1) 円高は景気を悪化させるのか？
 - (2) 円高による企業業績への影響
 - (3) 円高に弱い輸出企業と円高に強い輸出企業の違い
 - (4) 円高メリットの偏りが問題

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社
調査部 小林 真一郎、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～ 中小企業、非製造業では厳しさが続いた今夏のボーナス

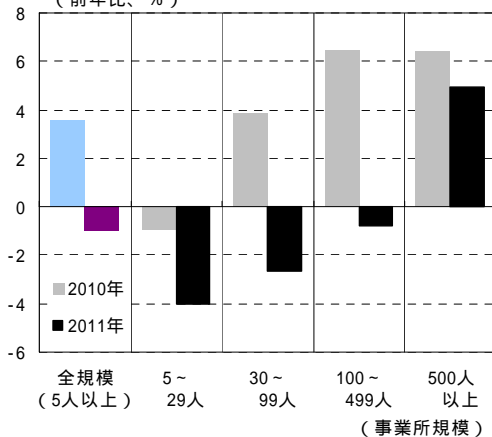
経団連による大企業を対象にした調査をみると、2011年夏のボーナスの総平均妥結額は前年比+4.42%（最終集計、加重平均）と2年連続で前年を上回り、増加幅も拡大した。ただし、業種別に見ると、製造業では同+6.96%と比較的大きく増加した一方、非製造業では同-2.45%と4年連続で前年を下回り減少幅も拡大している。

一方、常用労働者が5人以上の事業所を対象とした厚生労働省「毎月勤労統計」をみると、夏季賞与が含まれる6～8月の一人当たり特別給与は前年比-1.0%と減少した（図表1）。とくに、事業所規模5～29人については同-4.0%と減少幅が大きく、中小企業では今夏のボーナスが減少したとみられる。もっとも、特別給与を業種別にみると、事業所規模5～29人でも製造業の特別給与は増加している（図表2）。一方、震災後の消費者マインド悪化や節電対応での営業時間短縮などの影響が大きかった「卸売・小売業」や「宿泊・飲食サービス業」、「娯楽業・生活関連サービス」などでは、事業所規模500人以上では増加している一方、事業所規模5～29人では減少している。また、2010年冬のボーナスが人事院勧告によって引き下げられた公立学校や公立病院などで働く地方公務員が含まれる「教育・学習支援業」や「医療・福祉」では、特別給与は事業所規模にかかわらず減っている。中小企業全体でマイナスとなったのは、非製造業に従事する人の割合が高いことが要因となっている。さらに、震災の影響により中小企業の経常利益は大幅に落ち込んでいる。中小企業では経営者の判断がボーナスに即座に反映されやすいことも、減少に繋がった一因と考えられる。特別給与が減少していた事業所規模5～499人以下の労働者が全労働者に占める割合は89.4%と高いことを考えると、全規模ベースでも今夏のボーナスは前年を下回る可能性がある。

基本的にボーナスは前期の経常利益を反映して支払われるため、震災後の2011年度上期の経常利益が大幅に減少したことによる影響は、冬のボーナスに大きく表われる可能性が高い。2011年冬のボーナスは3年連続で前年を下回り、減少幅は2010年冬と比べて拡大すると見込まれる。

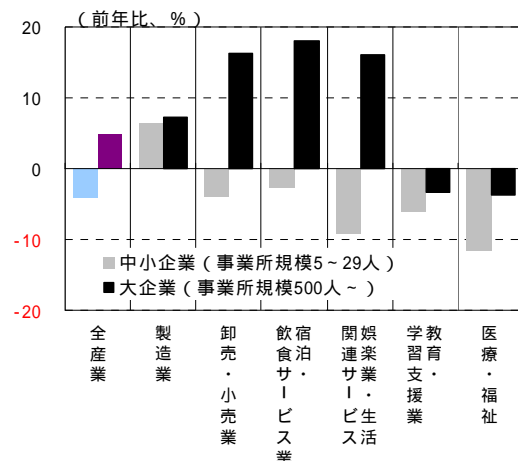
（尾畠 未輝）

図表1 事業所規模別にみた特別給与
（前年比、%）



（注）各年6～8月の特別給与。2011年8月は速報値。
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

図表2 業種別にみた特別給与
（前年比、%）



（注）各年6～8月の特別給与。2011年8月は速報値。
（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

2. 景気概況 ~ 景気持ち直しの動きが続くが、先行きに不透明感 ~

景気は東日本大震災によって急速に悪化した後、持ち直しに転じている。ただし、円高の進行、海外景気の回復ペースの鈍化など輸出環境が悪化しつつあり、先行きについては不透明感が高まっている。個別の経済指標をみても、弱めのものが目立ってきた。

9月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断D I（「良い」 - 「悪い」）は6月調査から11ポイント上昇の2となり、企業マインドの改善が確認された。大企業非製造業では6ポイント上昇し、中小企業の景況感も大きく持ち直している。もっとも、海外景気、欧州財政危機、円相場などに対する懸念は強く、先行きは大企業製造業で2ポイントの改善、大企業非製造業で横ばいにとどまり、企業が慎重な見方をしていることが示された。

生産は、供給面での制約が概ね解消しており、引き続き回復基調にある。もっとも、8月は前月比+0.8%と、7月の同+0.4%に続き小幅のプラスにとどまった。寸断されたサプライチェーンの復旧に伴う急回復の動きは一巡してきたようだ。夏場の電力不足に対応するために生産が抑制された面もあるが、出荷も2ヶ月連続で小幅増加にとどまっており（前月比+0.1%、+0.3%）需要面でも動きが鈍っている。自動車の生産は好調であるが、薄型テレビを中心に情報通信機械が急減しているほか、在庫が積み上がっている鉄鋼、化学などの素材業種では生産が抑制されており動きが鈍い。生産予測調査では9月は同-2.5%と震災後初のマイナスが見込まれている（10月は同+3.8%と急上昇）。

生産と同様に輸出も勢いが弱まっている。8月の実質輸出は前月比+0.1%と、7月の同+0.3%に続き、横ばい圏での動きにとどまった。海外景気の回復ペースが鈍ってきたことが効いている可能性がある。自動車の輸出は堅調を維持しているものの、素材関連や半導体・電子部品の動きが弱いほか、一般機械が落ち込んでいる。

個人消費は持ち直しの動きが続いている。8月の家計調査における実質消費支出（二人以上の世帯）は薄型テレビの反動減などから前月比-0.1%となったが、需要が先送りされた自動車の販売は好調を維持している。しかし、所得の改善が遅れている点が懸念材料である。8月の一人当たり現金給与総額は、前年比-0.6%と3ヶ月連続で減少した。今夏のボーナスは、毎月勤労統計から判断すると、中小企業の落ち込みを原因に前年比マイナスとなった可能性がある。冬のボーナスについては、震災の影響を受けてさらに厳しくなる可能性が高い。雇用情勢は、8月の完全失業率が4.3%と前月比-0.4ポイント低下し、有効求人倍率も改善が続くなど持ち直しつつあるが、所得の増加につなげていない。

今後は、公共投資を中心とした復興需要による押し上げが期待されるうえ、自動車の生産・販売が好調を維持しそうであり、景気が失速することは回避できそうだが、また、海外市場における在庫復元の動きも、輸出を押し上げる要因として寄与しよう。しかし、輸出環境が一段と悪化するようであれば、内需だけで景気を押し上げることは厳しく、先行きに対する不透明感が一段と増すことになろう。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：円高の景気・企業経営への影響

～円高メリットの偏りが問題～

円は8月19日の海外市場で1ドル＝75円95銭の史上最高値をつけたが、その後も高値圏で推移し続けている。また、対ユーロでは100円台と約10年ぶりの円高水準にある。こうした円高の進行により、震災後に立ち直ってきた景気が腰折れしてしまうとの懸念も出ている。特に輸出企業の業績悪化の懸念が強いが、輸出企業にとって円高のリスクはどの程度大きいのだろうか。

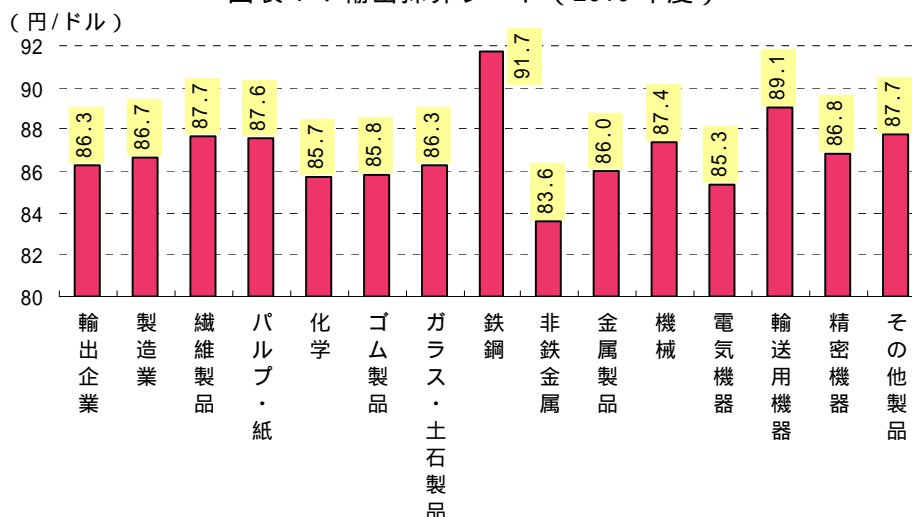
今月は、為替円高の影響について、特に企業への影響に焦点をあてて検討してみた。

(1) 円高は景気を悪化させるのか？

マクロベースでは輸出の価格競争力は悪化していない

円高が進めば、外貨建てで輸出している輸出企業にとっては、円建ての売上高が減ることになる。このため、短期的には売上高の落ち込みを通じて業績を悪化させることにつながる。もし、売上高の目減りを回避するために外貨建ての輸出価格を引き上げれば、これは輸出先にとっての値上げを意味するため、国際市場における価格競争力が後退し、やがて輸出量が落ち込む可能性が出てくる。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、足元の円高は企業の輸出採算レートを下回っているため、国際市場で激しい価格競争にさらされている商品の中には採算を大きく割り込んでいるものもあると思われる(図表1)。

図表1. 輸出採算レート(2010年度)



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査(2010年度)」

確かに、実効為替レートの推移をみると、名目ベースでは円は史上最高水準を更新中であり、ドルやユーロだけではなく、貿易相手国の全通貨に対して相対的に円高が進んでいることがわかる(図表2)。しかし、実質実効為替レートでは、足元の水準はプラザ合意以

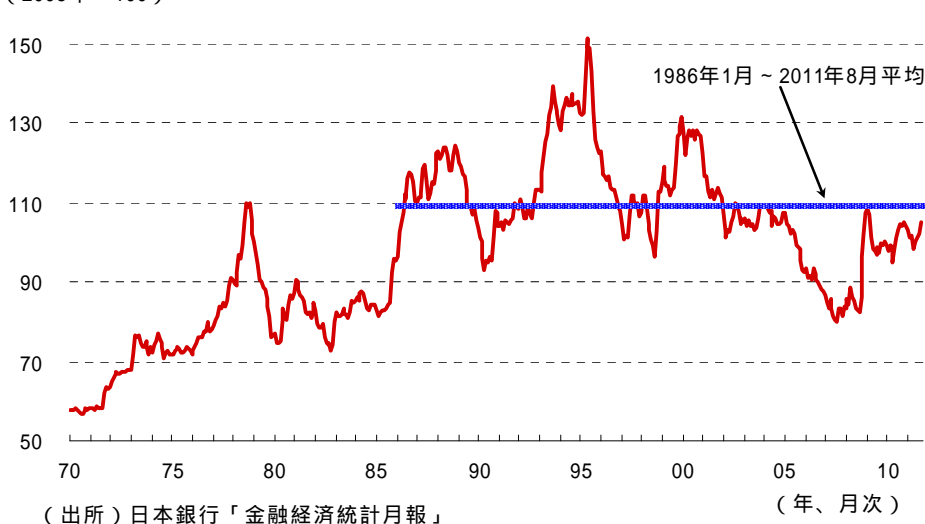
降の平均レート並みの水準であり、決して極端な円高の状態にあるわけではない(図表3)。この両者の格差は、海外で物価が上昇している半面、国内では物価が上昇していないために生じたものである。具体的な数字で示せば、プラザ合意以降の25年間で、日本では消費者物価指数の上昇は毎年約0.5%のペースにとどまっているが、日本の貿易相手国では約3.5%のペースで上昇しているのである。

これは、日本の輸出企業の立場からみれば、輸出先となる海外市場で物価が上がっているため、同じ価格で輸出を続ければ物価差は対外競争力が改善することを意味している。すなわち、日本の輸出企業はプラザ合意以降の25年間、為替の円高による売上高の目減り分を輸出価格に転嫁しても、輸入相手国にとってみれば、それは平均的な物価上昇率並の値上げに過ぎなかったと考えることができ、日本の輸出品の対外競争力は中立を維持したままの状態である。

図表2．名目実効為替レートでは円は最高値更新中
(2005年 = 100)



図表3．実質実効為替レートでは円は過去25年平均並み
(2005年 = 100)



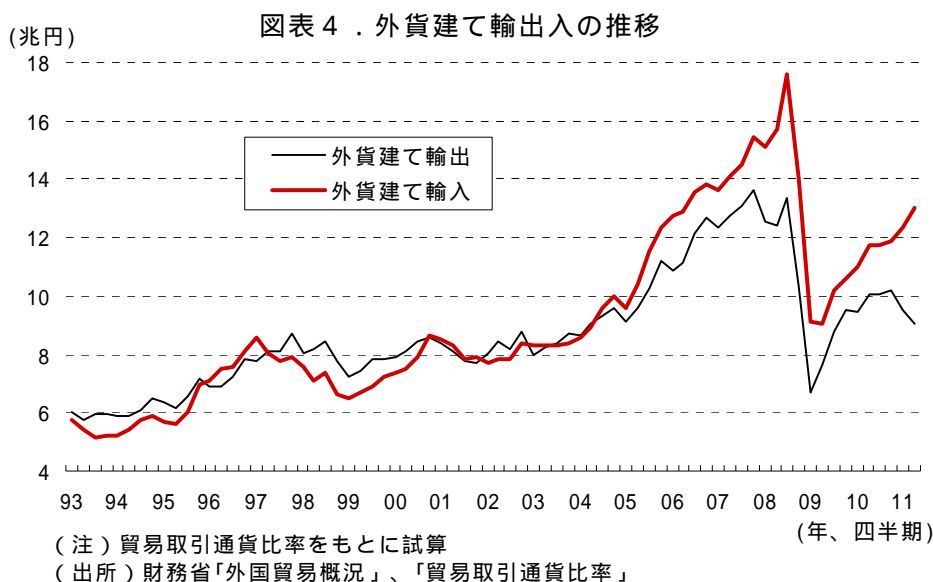
一方、同じ状態を日本の輸入企業の立場から考えてみよう。輸入企業は、本来は円高で輸入品が安く買えるというメリットを得ているはずである。しかし、輸入元の国で物価上昇率が高く、それを価格に転嫁されてしまうと、円高のメリットを一部相殺してしまうことになる。たとえば、中国のように、物価上昇率が高く、人件費の伸びも大きいような国から輸入品を購入する場合には、現地での仕入れ価格（もしくは現地での生産価格）が毎年のように上昇していく可能性がある。こういった場合には、輸入企業としては、輸入元の物価上昇率と同程度のペースで円高になっていてくれないと、輸入した時の採算が悪化する一方になってしまう。

マクロベースでは円高メリットが増加している

円高は景気にとってはマイナス要因であるとの連想がはたらきがちであるが、日本全体で考えた場合、海外からの輸入品が安くなるという円高によるメリットもあるはずである。最近では円建てでの貿易取引が増加し、外貨建てでの取引が減少しているため、円高の進行が必ずしも日本経済全体にとってマイナスであるとは限らなくなっている。

この背景には、製造業を中心に企業が積極的に海外に生産拠点を移転し、また海外の現地企業との間で合弁会社を設立した結果、貿易においては海外の日系企業との間の取引が増えてきていることがある。こうした取引では決済通貨に円が利用されることが多く、2010年下期の実績では、輸出の41.0%、輸入の23.6%が円建て取引で行われている。

そこで、外貨建て輸入額と外貨建て輸出額を比べてみると、輸入が輸出を上回る状態が2005年頃から続いている（図表4）。これは、円高が進んだ方が日本全体にとってはメリットが大きいということである。特に、東日本大震災以降は、発電のためのエネルギー輸入、特に天然ガスの輸入が増加しており、4~8月までの貿易収支の累計額は約2.0兆円の赤字になっている（前年同期は2.6兆円の黒字）。貿易収支が赤字の状態であれば、円高のメリットはより大きいと考えられる。



以上みてきたように、実質実効為替レートから判断すると、輸出企業の価格競争力は名目レートでみたほどは悪化していない。また、外貨建て輸出入金額から判断すると、日本全体では円高メリットを享受できる体制となっている。

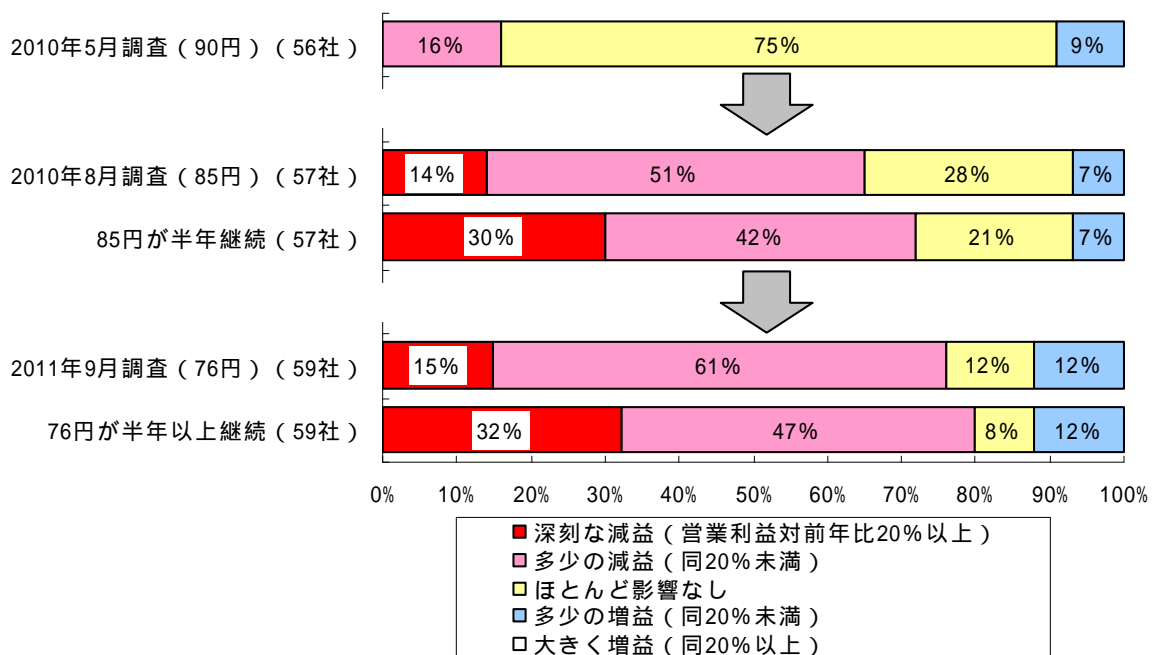
それにもかかわらず、なぜ、円高になると景気が悪化するとの懸念が高まるのだろうか。また、円高のメリットは、いったいどこに消えてしまったのだろうか。この疑問について答えようとする、マクロベースではなく、輸出企業の経営の段階で考えていく必要がある。

(2) 円高による企業業績への影響

円高が進めば、輸出企業では「円高は苦しい」、「何とかして欲しい」との声が高まるが、実際はどの程度の企業が円高によって苦しんでいるのだろうか。

図表5は、経済産業省が輸出企業を中心に大企業・製造業を対象に行なったアンケート調査の結果である。まず、円高の営業利益への影響に対して、1ドル=90ドル程度だった2010年5月時点での結果をみると、「多少の減益」との回答が16%あっただけで、「ほとんど影響なし」との回答が大部分を占めていた。しかし、1ドル=85円程度にまで円高が進んだ2010年8月時点では「深刻な減益」が14%となり、「多少の減益」との回答が51%に膨れ上がった。さらに、1ドル=85円が半年続くとどうなるかとの質問に対し、「深刻な減益」との回答が30%にまで増加している。もっとも、実際には1ドル=85円を大幅に上回る円高がその後に進んだにもかかわらず、2011年9月時点での回答は「深刻な減益」が15%とほぼ前回並みの割合にとどまり、「多少の減益」との回答が10%ポイント増加しただけであった。

図表5 . 大企業・製造業へのアンケート調査結果

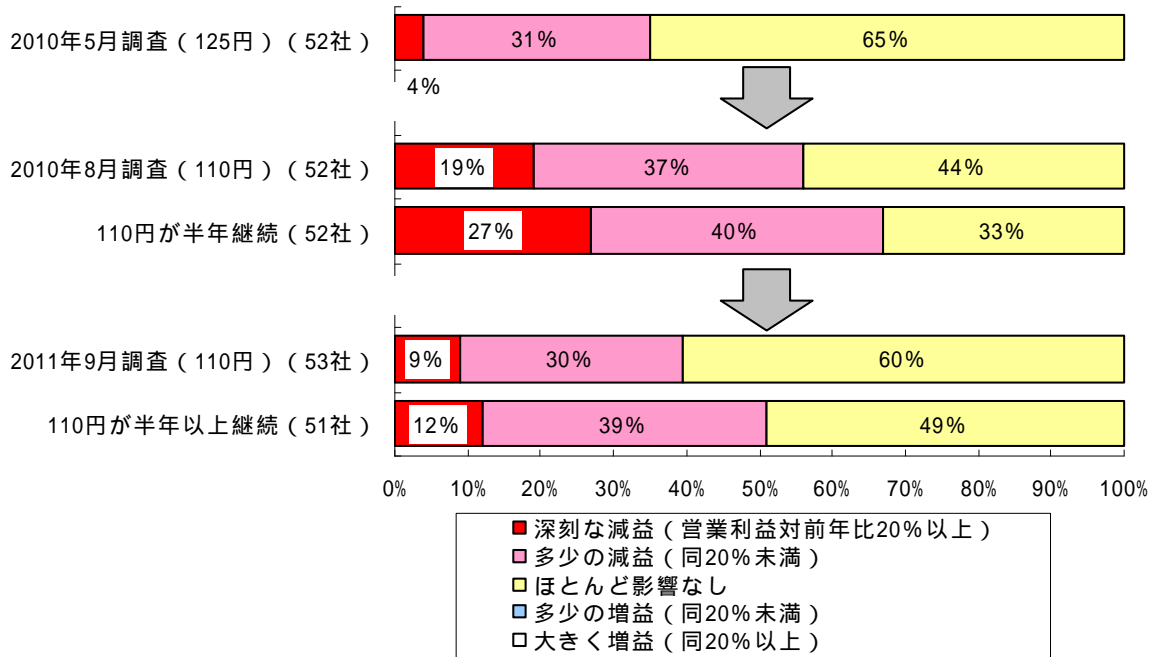


(出所) 経済産業省「円高の影響に関する緊急ヒアリング結果(2010年8月27日)」、
「現下の円高が産業に与える影響に関する調査(大企業・製造業編)(2011年9月)」

このアンケートでは、対ユーロでの円高についても調査が行なわれている（図表6）。こちらは、1ユーロ＝125円から110円にまで円高が進んだ2010年8月には「深刻な減益」との回答が19%にまで増加し、1ユーロ＝110円が半年続くと「深刻な減益」との回答が27%にまで膨らんでいる。その後、調査時のレートがほぼ同水準だった2011年9月のアンケート結果をみると「深刻な減益」との回答は9%にとどまっている。想定どおり1ユーロ＝110円の円高水準が続いたにもかかわらず、企業業績の深刻さは逆に薄らいでいるのである。

このように、円高が進んだ直後は、業績に深刻な影響が出ると懸念が輸出企業の間で急速に広がるものの、時間とともに円高への対応を進め、結果的には懸念したほどは業績が悪化しなかったためと考えられる。

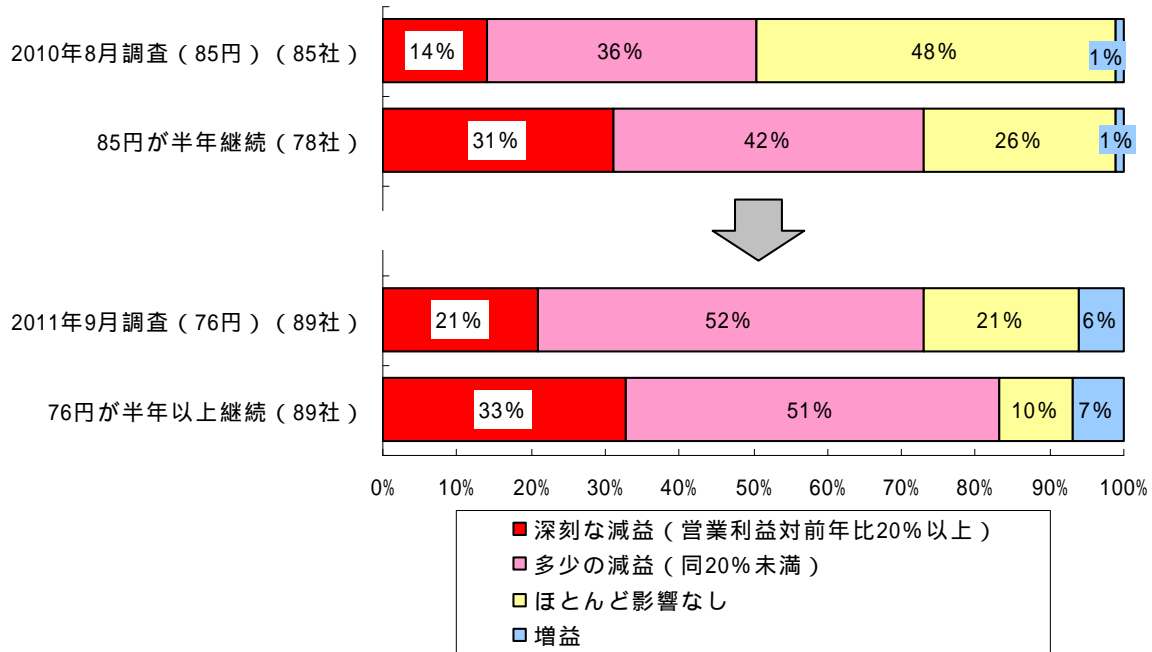
図表6．輸出企業へのアンケート調査結果（対ユーロ）



（出所）経済産業省「円高の影響に関する緊急ヒアリング結果（2010年8月27日）」、「
「現下の円高が産業に与える影響に関する調査（大企業・製造業編）（2011年9月）」

一方、中小の輸出企業では、大企業と比べると円高による業績への悪化度合いがやや深刻なようである（図表7）。減益の要因をみると、「海外で他国企業との競争激化」とほぼ同数の「取引先からの値下げ要請」が挙げられている。円高によって直接的な悪影響を受けることに加えて、取引先である大企業からの値下げ要請という間接的な円高の悪影響を受けることで、業績面での厳しさが増している可能性がある。

図表7. 輸出企業へのアンケート調査結果（中小企業）



（出所）経済産業省「円高の影響に関する緊急ヒアリング結果（2010年8月27日）」、「
「現下の円高が産業に与える影響に関する調査（中小企業編）（2011年9月）」

（3）円高に弱い輸出企業と円高に強い輸出企業の違い

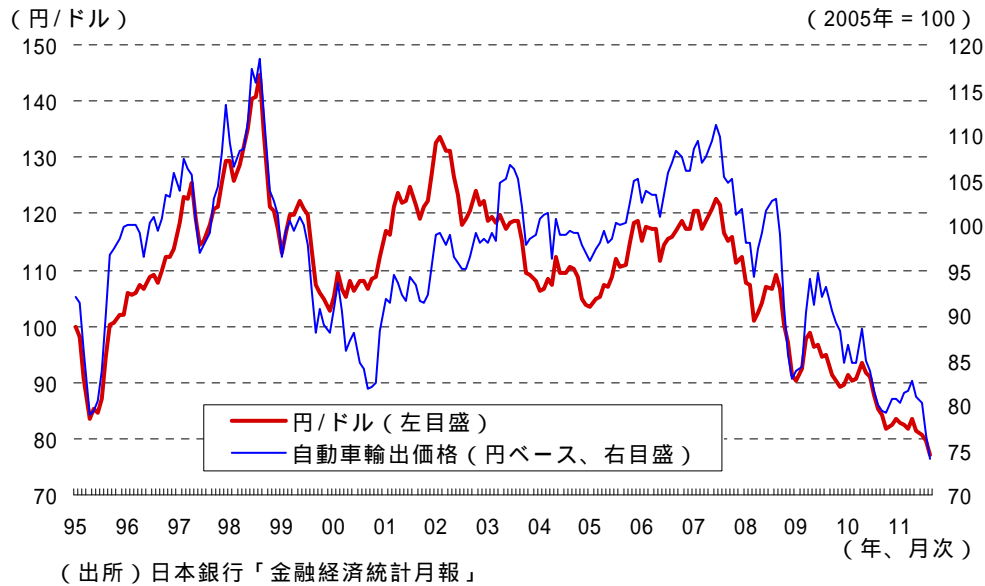
前項の経済産業省のアンケートは、対象が輸出企業を中心としたものであり、円高が進むにつれて業績が悪化するとの回答が増えることは容易に想像がつく。注目すべきは、業績に「ほとんど影響なし」、「増益」と回答している企業が存在する点である。なぜ、同じ輸出企業であっても、こうした格差が生じているのだろうか。

1 円の円高によって何億円の営業利益が消滅するといった企業のコメントは、よく新聞報道などで見かける内容である。しかし、そうした報道を注意深く見ると、コメントが特定の企業に集中していることに気がつく。一方、為替相場の変動に対して、営業利益は中立な状態であるとの輸出企業のコメントもある。

輸出企業も様々な形で円高のメリットを得ることができるので、円高による輸出の目減り分をある程度は相殺することは可能である。しかし、即座にメリットを得ることができる場合と、そうでない場合があり、その違いが「円高に強い輸出企業」と「円高に弱い輸出企業」の差につながっている可能性がある。

まず、円高に弱い企業の代表格が自動車である。自動車の輸出価格（円ベース）をみると、ほとんど為替相場と連動していることがわかる（図表8）。これは、円高でも円安でも、現地販売価格は変えていないことを意味している。

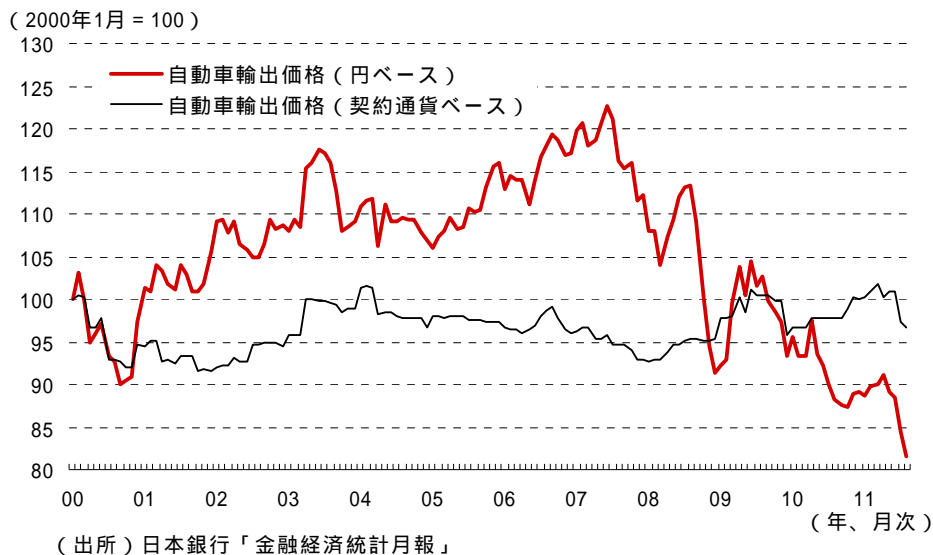
図表 8 . 自動車の輸出価格は為替動向とほぼ連動



改めて契約通貨ベースの輸出価格（海外での販売価格）を確認してみると、実際にほとんど変動していない（図表 9）。これは、自動車は基本的に定価が定められている製品であり、新型モデルなどへの切り替えがない限りは、価格の改定は簡単には行なわれなためである（ただし、輸出車種の構成が変化する影響は受ける）。たとえば、日本から輸出され米国において 2 万ドルで販売されている自動車は、為替の水準に関係なく、基本的には 2 万ドルでの販売が継続される。このため、円高が進行すると円建ての売上高は直接的に目減りすることになる。自動車の円建て価格の推移をみると、2007 年のピーク時と比較すると約 3 分の 2 に目減りしている。

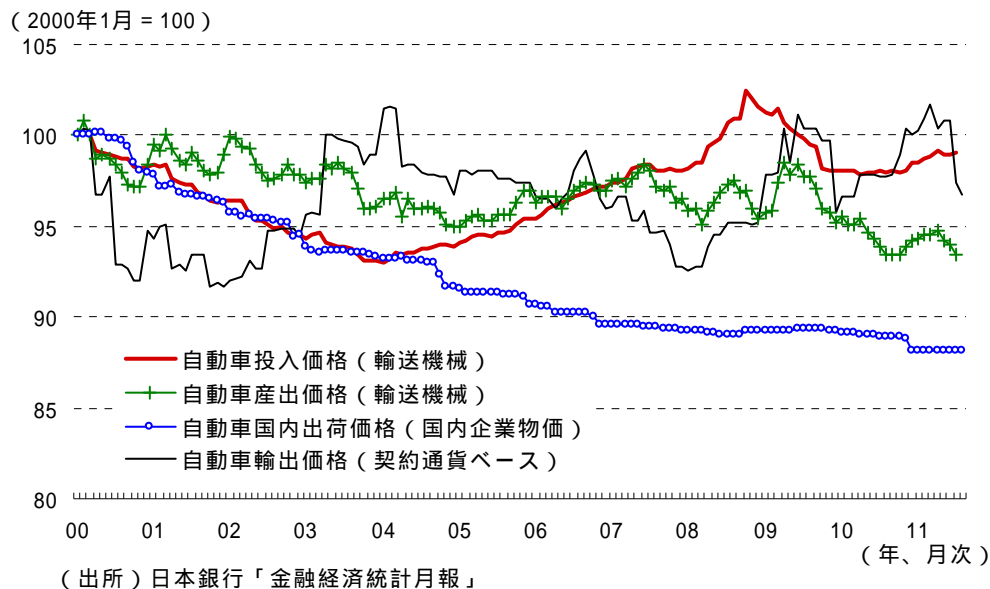
一方、日本の自動車産業では、資材や部品の多くは主として国内での調達に頼っている。このため、円高による輸出の目減り分を海外製品の調達コスト削減などで補いづらい体制になっている。このため、円高が即座に営業利益を悪化させることになってしまうのである。

図表 9 . 円高が進行すると売上高が目減りする



もっとも、自動車産業が円高のメリットを全く享受できていないかという点、そうではない。まず、輸送機械工業における投入価格の動向をみると、商品市況の上昇によって鉄鋼や化学製品価格などが上昇しているにもかかわらず、足元では10年前とほぼ同水準にとどまっている（図表10）。投入価格の安定が自動車産業の利益にとって大きな強みになっており、このため、産出価格についても過去10年間で大きく変化していない。なお、自動車メーカーからの出荷段階の価格である国内出荷価格は、こうした投入価格の安定を背景に過去10年で1割以上低下しているが、それを契約通貨ベースの輸出価格には反映させておらず、コストの削減のメリットはそのまま享受する形となっている。

図表10．自動車の投入価格・産出価格は安定



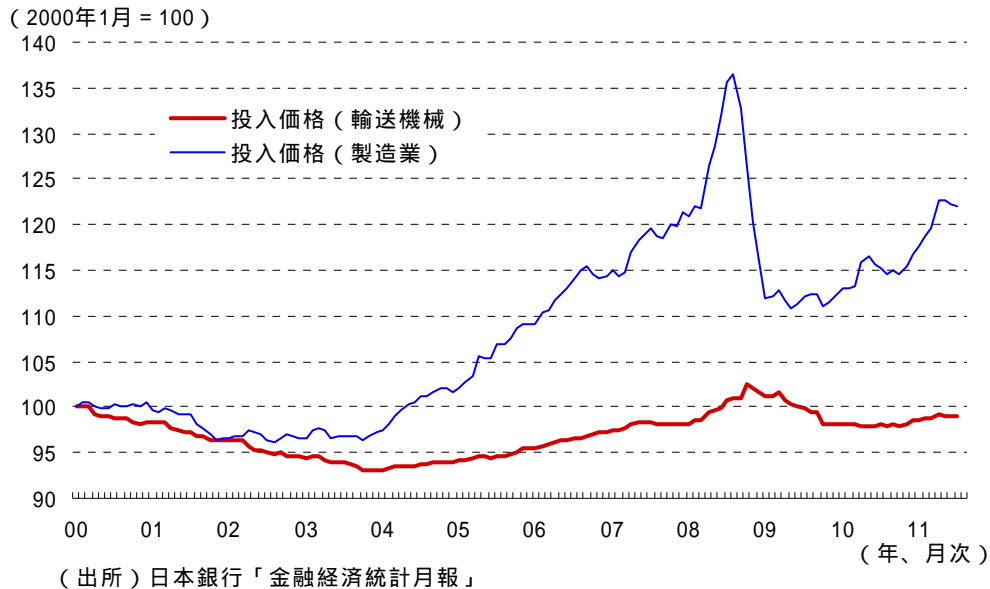
このように投入価格が安定しているのは、資材や部品などの中間財を調達先企業や下請け企業から購入する際に、値下げを要請しているためである。すなわち、円高のメリットを、取引先を通じて間接的に得ているのだ。もっとも、鉄鋼業、化学工業などでは円高メリットを得ることができるため値下げに応じることも可能であるが、部品などを納入している中小企業では円高メリットを得づらいため、値下げに応じることは容易ではない。このため、図表7でみたように、輸出企業ではないにもかかわらず、円高によって収益が圧迫される中小企業が多く存在することになる。

製造業全体の投入価格の動きをみると、商品市況の動きに合わせて、2008年にかけて急上昇し、世界的な金融危機の影響によっていったんは低下したものの、最近では再び上昇している。過去10年間では2割以上も投入コストが上昇しており、同期間において安定している自動車産業とは状況が大きく異なっている。

ただし、円高になったからといって、自動車産業に供給される中間財が自動的に値下がりするわけではない。取引先との間での厳しい価格交渉が必要となってくる。このため、

中間財の調達コスト削減まではある程度のかかるため、短期的には円高によって営業利益が目減りしてしまうのである。

図表 11. 製造業全体の投入価格は上昇が続く



一方、為替相場が上下どちらに変動しても、企業利益が左右されない体制を整備している企業の代表格が総合家電メーカーである。たとえば、円高になれば、海外からの部品の調達比率を上げることで製造コストの引き下げを行なうことで対応する。また、白物家電やAV機器といった一部の製品については、生産の全てを海外の現地工場に移転しており、円高になった場合に逆輸入を行なえば円高分がそのまま利益を押し上げに直結する。こういった自社のグループ内で水平分業が行なわれている企業については、比較的短期間のうちに円高のメリットを享受することが可能だ。円高になれば、中間財の調達コストが下がるだけでなく、最終財の調達コストも下がるのである。

図表 1 でみた輸出採算レートは、輸出サイドの動き（輸出価格と中間財の投入コスト）だけに注目したものであり、輸入における円高メリットによる企業業績への影響を考慮されていない。したがって、輸出面で採算を割り込んでも、逆輸入によって輸入面でそれ以上の利益を得ることができれば、企業の業績への影響はプラスになることも可能である。

(4) 円高メリットの偏りが問題

円高のメリットを得るのは製造業だけではない。輸入品を販売している小売業や卸売業では売上原価が下落し、運輸業などもエネルギー価格の下落はコストの削減につながるなど、非製造業でもメリットは浸透していく。エネルギー価格が下がれば、電気代などのコスト削減は日本全体でとることができるメリットである。

また、家計も輸入品を安く購入できるというメリットがある。円高が進めば輸出企業は

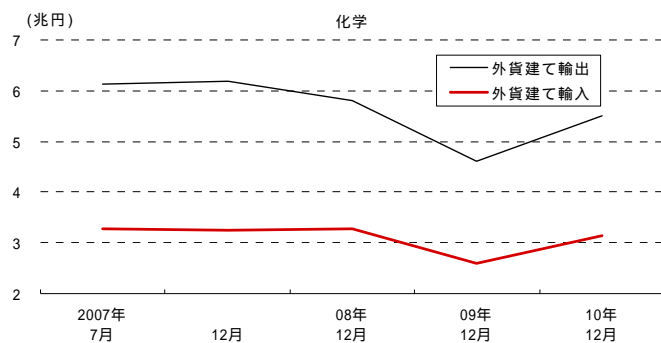
固定費である人件費の削減を進めるようにすることがあるが、家計は所得の減少分を円高のメリットによってある程度補うことが可能である。視点を変えると、輸出企業は人件費を下げることによって、家計が享受している円高のメリットの一部の分配を受けていると考えることができよう。

図表4でみたように、外貨建て輸入額が外貨建て輸出額を上回る状態が続いており、マクロベースでみた場合、今の日本では円高メリットを享受できる体制となっているはずである。しかし、円高のデメリットは輸出企業にすぐに現れるものの、円高のメリットが一部に偏ってしまっているため、一部の輸出企業ではそれを相殺するメリットを得るまでに時間がかかることが問題である。円高が進めば景気が悪化するとの見方が根強い背景には、こうした構造的な要因があると考えられる。

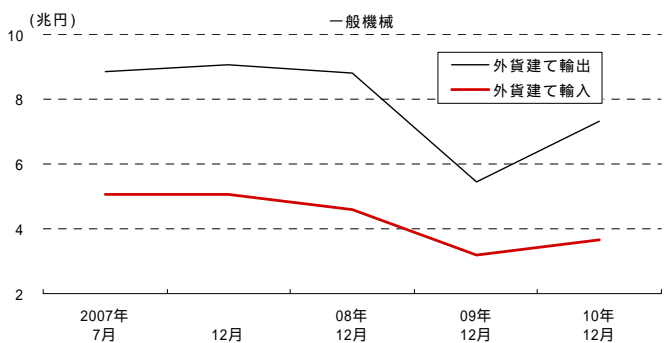
円高のメリットを日本経済全体で得るためには、価格転嫁を通じて、輸入企業、輸出企業、それ以外の企業にバランスよく配分される必要があり、時間をかければある程度は円高メリットを分配することは可能である。このため、円高はその程度も重要であるが、円高が進む早さも重要である。

輸送機器、電気・電子部品など、製品カテゴリー別の外貨建ての貿易額をみると、円高に強い輸出企業である電気・電子機器では、円高のメリットを得られる外貨建て輸入額と、円高で目減りしてしまう外貨建て輸出額の格差が比較的小さい(図表12)。これに対し、円高に弱い輸出企業である輸送機器では、外貨建て輸出額が外貨建て輸入額を大きく上回る状態が続いている。

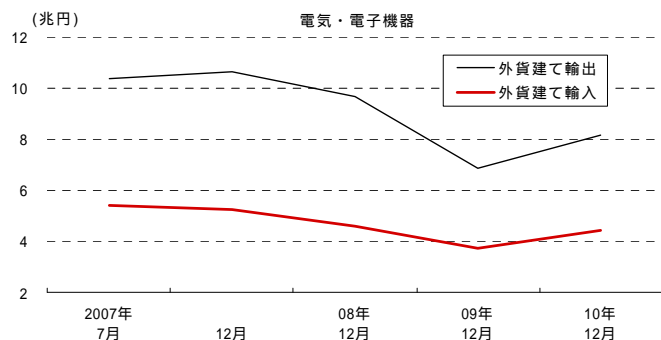
図表12. 外貨建ての輸出入額



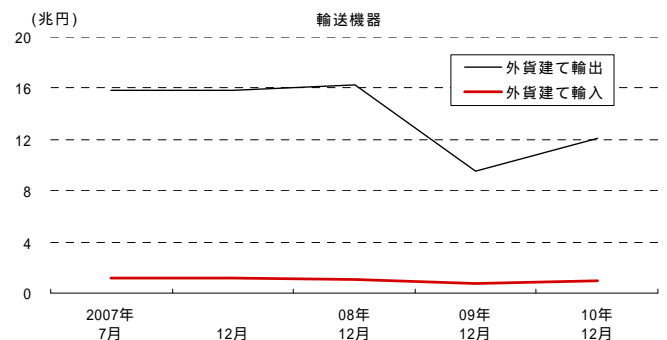
(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算
(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」



(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算
(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」



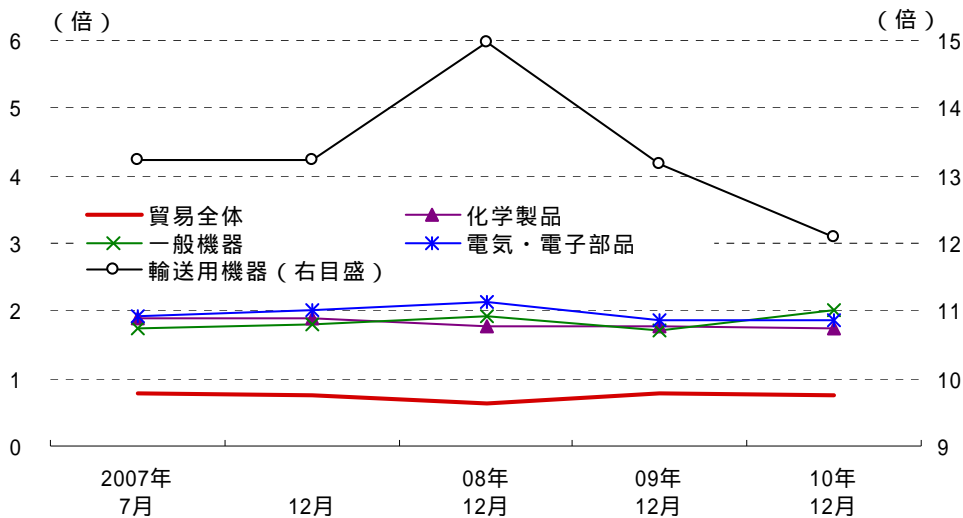
(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算
(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」



(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算
(出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」

図表 13 は、外貨建て輸出額が外貨建て輸入額の何倍となっているかをみたものであるが、多くの製品で 2 倍程度であるのに対し、輸送用機器では 10 倍を超えており、外貨建て輸出入のバランスが他の商品に比べて悪いことが鮮明である。これは、先に述べたように、海外からの中間財の輸入や最終財の輸入が少ないためであり、円高に弱い輸出企業の特徴であると考えることができよう。

図表 13 . 外貨建て輸出と外貨建て入金の比率



(注) 貿易取引通貨比率をもとに試算
 (出所) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨比率」

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。