

円高により高まる企業業績悪化リスク

<要旨>

2013年初頭より始まった円安局面が2015年後半以降一転して急激な円高が進み、円安によって支えられた企業業績にピークアウトの動きが見られる。

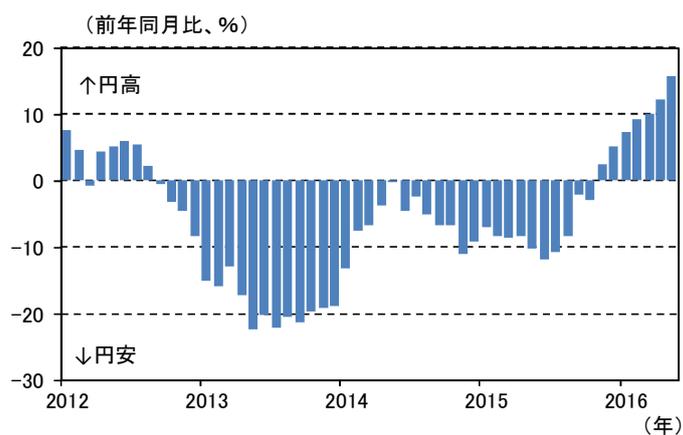
円高の企業業績への影響は加工業種の製造業で大きく、素材業種では交易条件の改善に支えられて相対的に軽微である。しかし、今後は資源価格の底打ちが交易条件の悪化につながる可能性が高い上に、円高による輸出物価の下落幅は加工業種よりも大きく、これが収益を押し下げる要因となる。更に、日銀短観では加工・素材を問わず、円ドルの想定為替レートを足元よりも円安方向に見ており、この先の収益計画は下方修正される可能性が高い。円高の影響が大きくなると、これまで好調な企業業績に支えられてきた国内経済の前向きな循環が弱まることになる。

2013年以降の為替動向を見ると、2013年4月の日本銀行による異次元緩和政策の導入、2014年10月の追加緩和を契機として、円ドルレートは円安方向に大きく進み、2014年の前半を除き、2015年の前半まではほぼ一貫して円安基調を保ってきた。

しかし、2015年後半以降、中国経済をはじめとした新興国経済の減速と金融市場への不安、米国の利上げ観測の後退等から円高基調に転換し、2016年6月23日に行われた英国国民投票によるEU離脱支持という結果も一時的な円高の要因となっている。

円の名目実効為替レート¹で見ても、既に前年同月比で1割以上の円高となっており円安に支えられてきた日本企業の収益に影響していくと見られる(図表1)。そこで本稿では製造業を中心に、円高が企業業績に与える影響を分析する。

図表1 円の名目実効為替レートの推移



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

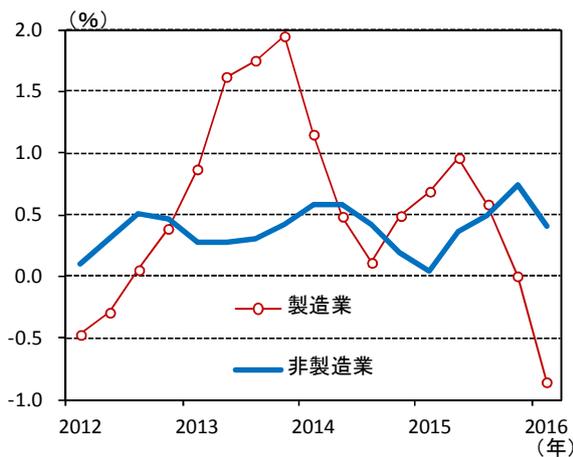
¹ 円と複数の通貨との為替レートを貿易額などに基づきウエイト付けして算出した為替レート。

1. 製造業で顕著な円高の影響

法人企業統計で経常利益の動きを見ると、2016年1-3月期の製造業の経常利益は前年同期比▲20.4%と2四半期連続のマイナスで、しかもマイナス幅は非製造業の同▲4.5%を大幅に上回った。売上高経常利益率で見てもほぼ同様で、足元の企業業績は製造業が非製造業よりも速いペースで悪化している(図表2)。図表2の動きを、前掲図表1と比較すると、名目実効為替レートが大きく円安に振れた2012年後半から2014年の初頭にかけて、製造業の売上高経常利益率の伸びは非製造業を大きく上回り、円高が進行している足元では逆に下回っている。このことは、円の名目実効為替レートの変動が国内製造業の収益を大きく左右していることを示唆している。

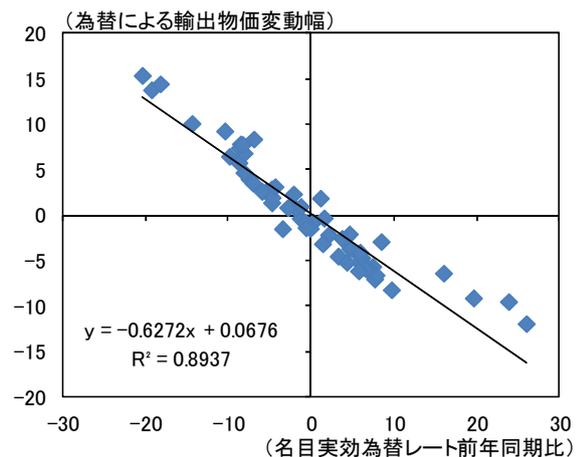
また、別の観点から円高の影響を見たのが図表3である。ここでは製造業の過去5年間の契約通貨建と円貨建の輸出物価指数の前年同期比伸び率の差と、円の名目実効為替レートの前年同期比の関係を見たものである。これをみると円高で名目実効為替レートが1%上昇した時に輸出物価は▲0.63%下落する関係にあり、円高による輸出価格低下が、製造業の利益率低下の背景にある。

図表2 業種別売上高経常利益率の推移



(資料) 財務省『法人企業統計』

図表3 輸出物価指数と円の名目実効為替レートの関係

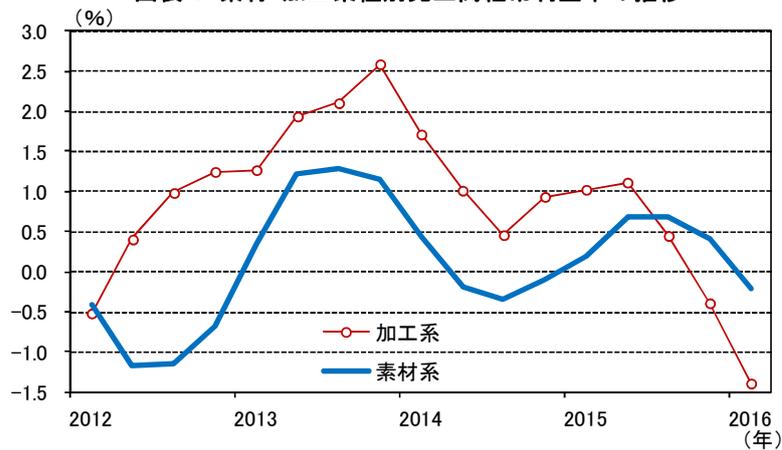


(資料) 日本銀行『企業物価指数』、
経済産業研究所『世界18カ国の産業別名目・実質実効為替レート』

2. 素材・加工業種別で見た円高が与える影響

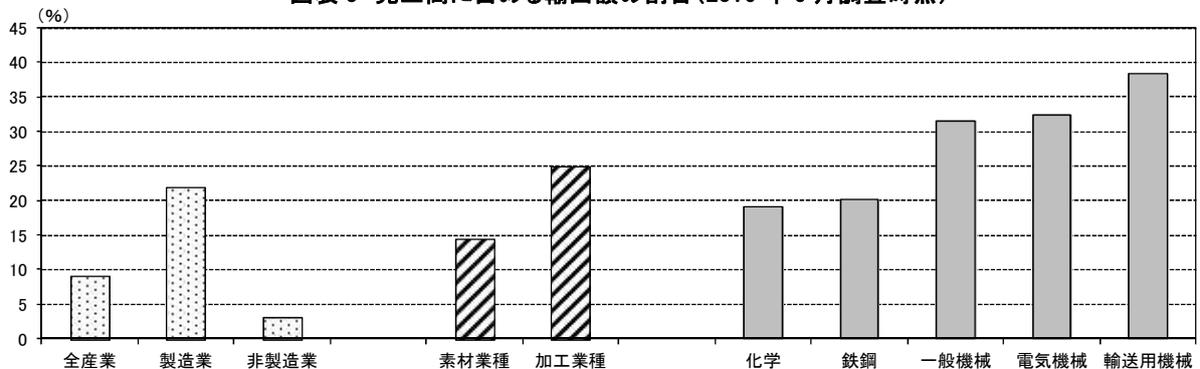
製造業の売上高経常利益率の動きを素材・加工業種別に見ると、円高時には加工業種での下落が顕著である(次頁図表4)。加工業種は売上高に占める輸出割合が高いため、為替変動による円建売上高への影響が大きく、製造業の経常利益の7割程度を加工業種が占めている。そのため、足元では円高が製造業全体の利益率を大きく押し下げ要因となる(次頁図表5)。

図表4 素材・加工業種別売上高経常利益率の推移



(資料)財務省『法人企業統計』

図表5 売上高に占める輸出額の割合(2016年6月調査時点)



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

しかし、足元における輸出物価の前年同期比下落幅は、加工業種よりも素材業種の方が大きい。製造業の中でも代表的な5業種の輸出物価を見ると、素材業種である化学・鉄鋼は加工業種と比べると円高の影響を受ける前の契約通貨建で大幅に下落している。(図表6)。

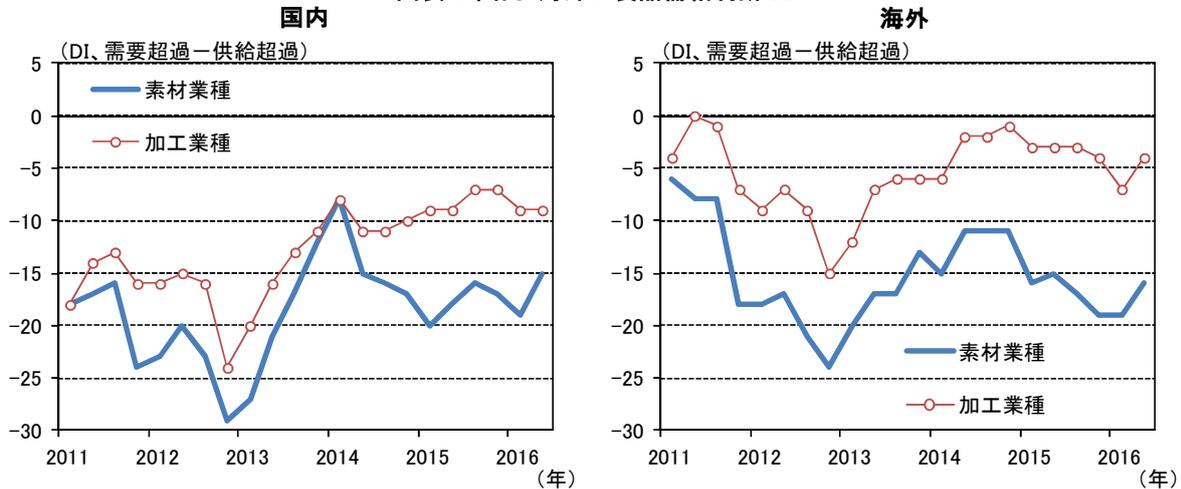
図表6 業種別輸出物価指数

			(前年同期比、%)					
			2015:1	2015:2	2015:3	2015:4	2016:1	2016:2
製造業	輸出物価指数	円建	2.7	4.8	2.5	▲4.7	▲8.0	▲11.8
		契約通貨建	▲5.1	▲4.5	▲5.9	▲6.6	▲5.1	▲4.4
		国内企業物価指数	▲2.8	▲2.3	▲3.2	▲3.3	▲2.9	▲3.7
	化学	輸出物価指数	▲5.1	2.2	▲3.9	▲12.7	▲11.3	▲17.0
		契約通貨建	▲13.8	▲9.0	▲13.7	▲15.1	▲8.5	▲9.0
	鉄鋼	輸出物価指数	▲7.6	▲6.1	▲7.9	▲8.3	▲5.4	▲8.5
		契約通貨建	▲7.9	▲10.4	▲15.9	▲17.6	▲14.6	▲8.0
		国内企業物価指数	▲2.2	▲3.6	▲4.4	▲6.4	▲7.1	▲6.7
	一般機械	輸出物価指数	3.8	5.5	5.5	0.9	▲2.2	▲5.2
		契約通貨建	▲0.5	0.1	0.5	0.0	▲0.3	▲0.2
	電気機械	輸出物価指数	0.8	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3
		契約通貨建	5.5	7.8	7.2	▲1.2	▲6.8	▲12.0
国内企業物価指数		▲2.3	▲1.7	▲1.8	▲3.7	▲4.5	▲5.3	
輸送用機械	輸出物価指数	▲1.1	▲1.0	▲1.1	▲0.3	▲0.7	▲1.6	
	契約通貨建	▲1.1	▲1.0	▲1.1	▲0.3	▲0.7	▲1.6	
	国内企業物価指数	6.8	8.0	7.4	0.2	▲3.8	▲9.0	
輸送用機械	輸出物価指数	▲1.0	▲1.2	▲1.1	▲1.3	▲0.5	▲0.5	
	契約通貨建	0.0	0.3	0.5	0.6	0.3	▲0.5	

(資料)日本銀行『企業物価指数』

この背景には、原材料である資源価格の下落が国内の販売価格を低下させていること、鉄鋼をはじめとして、中国を含めた海外の供給過剰による国際的な需給バランスの悪化が国内物価へ波及している影響があると見られる。実際に日銀短観を見ると、国内・海外ともに素材業種は加工業種よりも供給超過の度合いが強いことが分かる(図表7)。

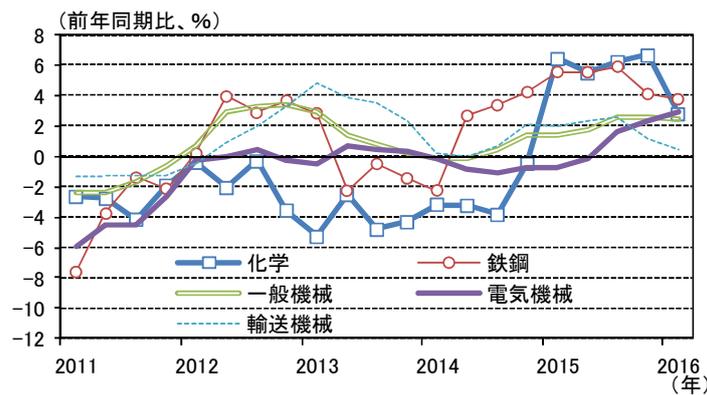
図表7 国内・海外の製品需給判断DI



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

それにも関わらず、素材業種の経常利益が加工業種に比べて堅調なのは、販売価格の低下よりも原材料価格の低下幅の方が大きいことにより、交易条件が改善されたためである(図表8)。しかし資源価格が底を打った現在、これ以上の交易条件改善は見込めず、むしろこの先は悪化する可能性が高い。実際に代表的な素材業種である化学・鉄鋼の交易条件も足元では減速が見られる。

図表8 交易条件の推移



(資料) 日本銀行『製造業部門別投入・産出物価指数』

3. 円高長期化を前提とした企業収益見通し

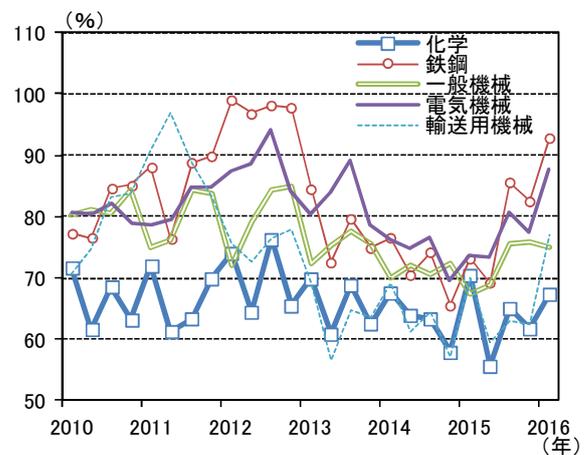
原材料価格が上昇しても販売価格を引き上げられれば収益に悪影響は出ないが、素材業種は需給バランスの悪化で価格転嫁力が弱い。前掲図表3で見た円の名目実効為替レート変化と輸出価格変化率の関係を業種別に見ると、円高による輸出価格下落の影響は、鉄鋼・化学といった素材業種では製造業平均よりも大きくなっている(図表9)。

鉄鋼では2015年以降、損益分岐点比率²の上昇が顕著で、円高による売上高下落で収益が下振れしやすくなっている(図表10)。更に、すべての業種で円ドルの想定為替レートを現在の水準よりも円安方向にみていることから、円ドル為替レートがこの先円安に振れない限り、現時点でも前年比マイナスとなっている経常利益計画は、更に下振れする可能性が高い(図表11)。

図表9 円の名目実効為替レートが1%上昇した時の輸出価格変動幅

(%ポイント)	
製造業	▲0.63
化学	▲0.67
鉄鋼	▲0.75
一般機械	▲0.43
電気機械	▲0.56
輸送用機械	▲0.73

図表10 損益分岐点比率の推移



(資料)日本銀行『企業物価指数』、
経済産業研究所『世界18カ国の産業別名目・実質実効為替レート』

(資料)財務省『法人企業統計』

図表11 2016年度円ドル想定為替レートと経常利益計画

	想定為替レート (円/ドル)	経常利益年度計画 (前年同期比、%)
製造業	111.57	▲9.3
化学	113.34	▲3.7
鉄鋼	112.44	▲28.5
一般機械	111.98	▲5.4
電気機械	112.21	▲13.5
輸送用機械	109.44	▲22.1

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

² 損益分岐点売上高=固定費÷(1-変動費÷固定費)として、損益分岐点比率=100×損益分岐点売上高÷売上高により算出。なお固定費は減価償却費、人件費、支払利息等の合計、変動費は売上高一経常利益-固定費で算出。

4. まとめと今後の展望

2013年以降の好調な企業業績は、日本銀行の異次元緩和政策の導入を契機とした円安に支えられた面が大きい。多くの企業が過去最高益を記録した中でも、外的要因に左右される環境には変化はなく、今後さらに円高基調が続くと企業の業績悪化は避けられないであろう。

円高のマイナスの影響が大きくなるとこれまでの企業業績に支えられた国内経済の前向きな循環が弱まる。企業の設備投資行動へのブレーキ、好業績に支えられた労働需要の減退等企業サイドを起点とした減速の動きが見られるようになれば、国内景気の悪化・停滞感が広まる恐れがある。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。