

輸出企業の円高耐久力をどう見るか

～月例経済・金融環境見通し(2003年10月)～

8月以降、円ドルレートは円高基調が強まり、輸出企業への影響が懸念されている。1ドル=110円前後の水準であれば、輸出企業の収益には大きな影響は出ないが、更に急激な円高が進んで同100円程度の水準が定着すると、輸出採算は厳しくなり、国内景気にも悪影響が及ぶ可能性が高まる。

1. 強まる円高基調

為替市場では8月以降、わが国政策当局の断続的な円売り介入にも関わらず円高ドル安の流れが強まった。それまで1ドル=120円前後だった為替水準は9月半ばには1ドル=116～117円までジリジリと円高が進行、さらに9月20日に出されたG7声明が、日本の為替介入に対する牽制であると解釈されたことをきっかけに、円高ドル安に弾みがつき、10月上旬には一時1ドル=108円台まで円高が進んだ。

10月中旬以降は、円高ドル安の進行は一服し、1ドル=109～110円で推移しているが、日銀短観(9月調査)によると、今年度下期の製造業大企業の想定為替レートは1ドル=117.53円であり、すでに約7～8円程度円高方向への乖離が生じている¹。

しかし以下の点を勘案すると、円高ドル安の進行が現在程度(1ドル=110円前後)の水準で歯止めが掛かるのであれば、輸出企業の収益・生産活動が圧迫されたり、景気回復の動きが阻害されたりする恐れは小さいと考えられる。

2. 円ドルでみるほど進んでいない円高

第1に、円はドルに対しては大幅な円高になっているが、その他の通貨に対しては円ドルレートほど高くなっていない。

10月17日時点の円ドルレート(1ドル=109.81円)を昨年9月平均と比べると9.7%の円高であるが、ドルも含めた主要取引通貨に対する円の強さを示す実効レート(日経通貨インデックス)で見ると5.2%の円高に止まり、円高

¹ ただし、想定レートからの円高(円安)方向への乖離が、必ずしも企業収益の大幅な悪化(改善)につながるわけではない。99年9月調査では、同年度下期の想定レートは同113.58円であったが、実績は同105.8円と、その間に約7円の乖離が生じた。しかしながら、最終的には99年度下期の増益率は+53%と高い伸びを達成している。逆に2001年度は想定レートより10円以上も円安に振れたにもかかわらず増益率は大幅に下方修正されている。

進行度合いは約半分に過ぎない（図1）。これは、ユーロやアジア通貨が、日本円同様、対ドルで自国通貨高の動きとなったためである。

また、実効レート（日経通貨インデックス）は2000年の貿易額基準で作成されているが、その後、米国のウェイト、輸出取引におけるドル使用比率はいずれも低下している（表2）。直近の貿易額基準で実効レートを算出すると、円高率はさらに縮小する可能性が高い。

こうした事情を勘案すると、円ドルで見ると、輸出市場では円高は進んでおらず、その影響も大きくないと言える。

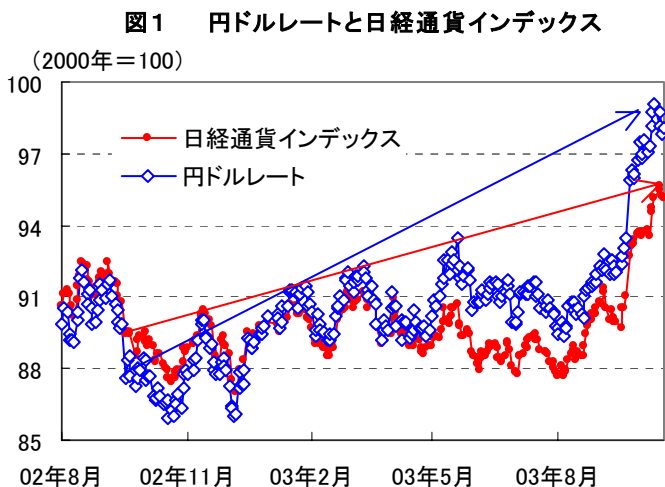


表1 平成15年度上期 輸出通貨比率

	比率 (%)	
	比率	前年同期比
米ドル	48.0	-4.7
円	38.4	3.5
ユーロ	9.6	1.1
ポンド	1.1	0.0
カナダドル	1.1	0.0
その他	1.8	0.1

(資料)財務省「貿易取引通貨別比率」

3. 電気機械で顕著な輸出品の高付加価値化

第2に、輸出の主力品目は、製品の高付加価値化などで円高の進行度以上に外貨建て輸出価格を引き上げ（＝価格転嫁率を高め）、円の手取額の減少を食い止めていることである。

前回の円実効レートのボトムである2002年2月を基準（＝100）として、円実効レートの上昇度合いと輸出主要品目の外貨建て輸出価格上昇率を比較すると、電気機械などでは円実効レートの上昇以上に外貨建て輸出価格を引き上げている（＝価格転嫁率が100%を超えている）ことがわかる（表2）。

こうした背景には、輸出品の高付加価値化の進展が指摘できる。

財務省作成の「輸出価格指数」を日銀作成の「輸出物価指数」で割った値を高付加価値度として²品目別にその推移を見ると、輸出の中心である電気機械は大幅に上昇している。輸出製品の高付加価値化を背景に、円高が進んでも外貨

² 財務省作成の輸出価格指数は、輸出する財の平均価格を示す。このため、輸出品目に占める高価格品の割合が高くなれば（輸出単価が上昇すれば）、輸出価格指数は上昇する。これに対して、日銀作成の輸出物価指数は、特定品目の価格を基準年の固定ウェイトで加重平均して作成するもので、輸出品目シェアの変化は反映しない。従って、「輸出価格指数」÷「輸出物価指数」の値が大きければ大きいほど、輸出品目は高付加価値化していると言えらる。

建て輸出価格は低下しにくくなっていると見られる（図2）。

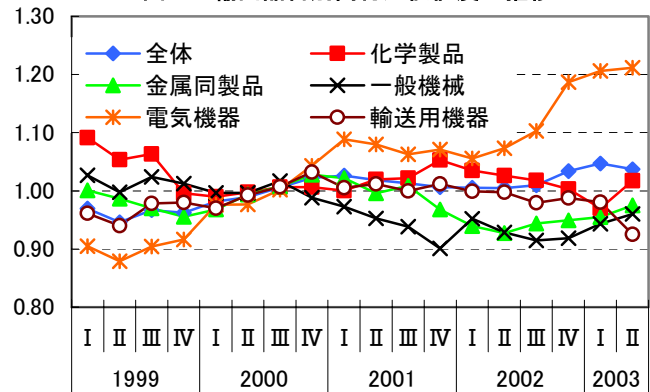
また、鉄鋼の価格転嫁率が極めて高い水準にあるのは、製品の高付加価値化よりも、アジアを中心とする需要増に伴う市況改善による側面が強いと見られ、円高を外貨建て輸出価格に転嫁しやすい状況にあると言えよう。

表2 品目別の価格転嫁率(02年2月=100)

	03年8月	価格転嫁率(%)
通貨インデックス(円)	105.0	
総合	103.3	65.9
化学製品	104.9	97.8
鉄鋼	116.7	335.0
一般機械	105.2	104.0
自動データ処理機械	116.3	326.7
電気機器	104.1	82.4
通信機	135.2	703.7
家庭用電気機器	110.7	214.9
半導体等電子部品	112.7	254.6
輸送用機器	99.3	-13.2
精密機器類	100.9	18.4

(資料)財務省「貿易統計」

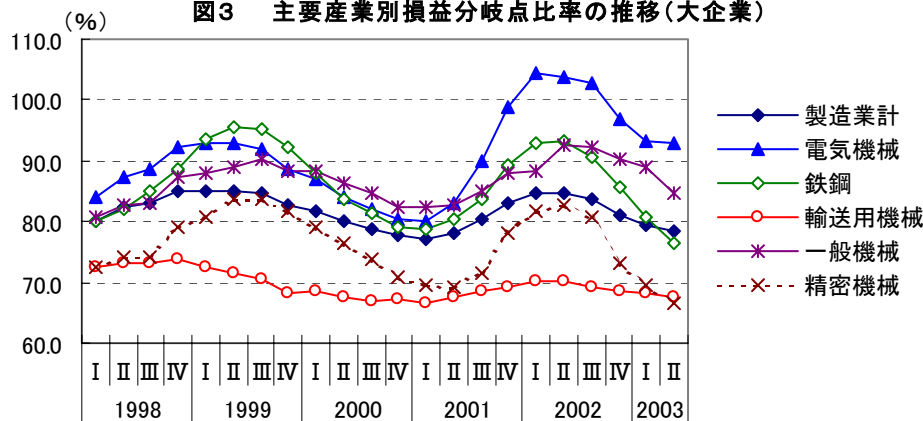
図2 輸出品目別高付加価値度の推移



(注)高付加価値度=輸出価格指数(財務省)/輸出物価指数(日銀)
(資料)財務省「貿易統計」日本銀行「物価指数月報」

第3に、リストラによる企業収益力の改善が挙げられる。製造業主要業種(大企業)の損益分岐点比率の推移を見ると、2002年以降全体的に低下傾向にある。従って、企業は売上減に対する耐久力を強めつつあり、円高による売上減をある程度吸収することが可能であると見られる（図3）。

図3 主要産業別損益分岐点比率の推移(大企業)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

4. 輸出採算レートは1ドル=100円程度

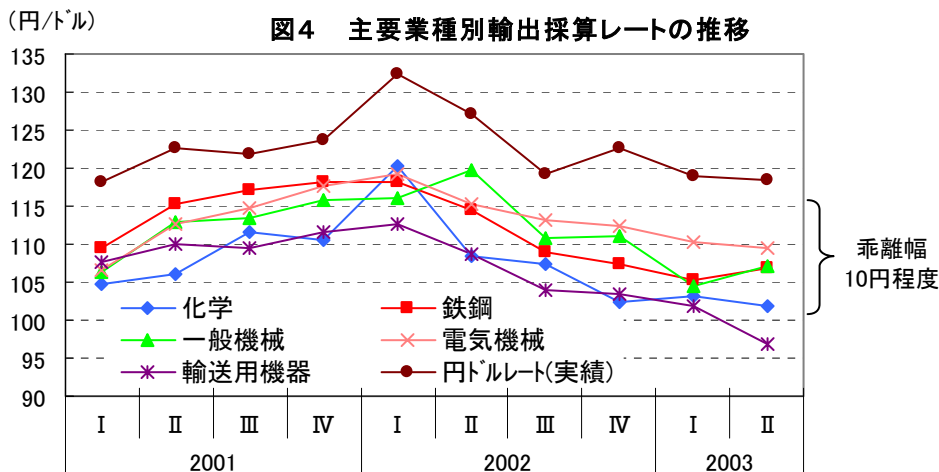
以上のように、輸出企業は輸出品目の高付加価値化や市況の改善、収益力の強化によって円高に強い体質を作りつつあると言えるが、いかなる為替水準でも利益が出せるわけではない。現行の為替水準は採算にのる(利益が出る)水準なのだろうか。

日本からの輸出が全てドル建てであると仮定して、輸出採算がゼロになる円ドルレートを試算したのが図4である。

これによると、輸送用機械では90円台後半の水準までの円高に耐えられるが、電気機械や一般機械、鉄鋼では110円を超える円高水準になると、輸出採算が厳しくなるという結果となる。

4-6月期の円ドルレート実績(同118.44円)と輸出採算ラインとの乖離は10円程度である。先に見たように、実効レートの円高都合が円ドルレートの約半分であることを踏まえて、実際の乖離幅は2倍の20円程度であるとする。輸出採算が厳しくなる採算レートの目安は、1ドル=100円程度と考えられる。

足許の国内景気の回復は製造業大企業、すなわち輸出企業によるところが大きい。円ドルレートが110円前後で推移するのであれば、輸出企業の収益・生産活動が直ちに打撃を受けることはないと思われるが、一気に100円まで円高が進む場合には、景気回復の動きは頓挫する可能性が高まってくるだろう。



(資料)財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業物価指数」
経済産業省「出荷内訳表」

5. 向こう半年間の金融市場の動き

向こう半年間の円ドルレートについて、日米の経済ファンダメンタルズや米国の政策スタンス、マーケットのセンチメント等から考えると、①米国では今後、減税効果が本格化すると見られるものの、日米の景気回復ピッチには格段の差は出てこない、②米国の巨額の財政・経常赤字はドル安要因として作用し続ける、③米国政府は、厳しい財政事情から更なる財政支出の拡大は難しく、景気下支え策としてドル安スタンスを採る可能性が高い、④既往円高ドル安のモーメントがしばらく作用し続ける—という具合に、円高ドル安要因が円安ド

ル高要因をやや上回ると見られる。

このため、短期間に1ドル=100円を突破するような円高進行という事態は避けられても、1ドル=105円程度までジリジリと円高が進むポテンシャルが残存し続けるだろう。

この為替条件下では、わが国の輸出企業の収益動向、ひいては景気回復の動きは維持されると考えられるが、輸出採算ライン（1ドル=100円）までの余裕は少なく、安易な楽観もできないと言える。

円ユーロレートは、ほぼ現状水準の1ユーロ=125～130円のレンジで推移すると見込まれる。景気下げ止りの兆しが見え始めたユーロ圏経済は、米国経済回復の恩恵を受けてさらに改善に向かい、これまで拡大してきた日米と欧州間の景況感格差はやや縮小するためである。

長期金利（10年国債利回り）は、9月下旬以降ほぼ1.4～1.5%前後で推移している。向こう半年間は、1ドル=100円を突破するような円高が定着しない限り、国内景気の回復基調は続くと思われる上、米国長期金利も景気回復と共に上昇していくことから、長期金利は引き続きジリ高傾向を辿り、03年度末には1%台後半で推移するだろう。

表3 金利・為替の見通し

	03/7-9	10-12(予)	04/1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)
CD3ヶ月(%)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
10年国債利回り(%)	1.19	1.45	1.55	1.60	1.60	1.60
円ドルレート(円/ドル)	117.6	110.0	110.0	111.0	112.0	113.5
円ユーロレート(円/ユーロ)	132.3	127.6	127.6	128.2	128.8	130.0

(花田：hanadah@sumitomotrust.co.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。