

円安は企業の利益にとってプラスか

— 製造業の利益にはプラスだが、全規模・全産業ではプラスとはいえない —

2022年8月25日 調査部 白須 光樹

TEL 045-225-2375

E-mail: m-shirasu@yokohama-ri.co.jp

【要約】

ドル円相場の変動が大きくなっている。日米金利差の拡大を背景として、ドル円レートは2022年3月以降、急速にドル高・円安が進んだ。しかし、7月末には米国の景気後退懸念の高まりなどから日米金利差が縮小し、ドル円レートは一転してドル安・円高になる場面もみられている。依然として、実質実効為替レートでみて半世紀ぶりの円安水準が続いているものの、物価高、海外経済の動向次第で相場が円高に振れるリスクがあり、円相場の先行きは見通しが立てづらくなっている。

現在のようにドル円相場の変動が大きい局面では、企業業績への影響が報道等で注目されやすい。そこで、為替レートの変動(本レポートでは円安)が全国と神奈川県内の企業の利益に与える影響について、統計学的な分析をした。その結果、全国、本県ともに、円安の進行は製造業の利益に対して顕著なプラス効果が確認できる一方、非製造業ではプラス効果はみられなかった。また、全国での分析では、円安による利益の押し上げ効果は全規模・全産業ではみられなかった。

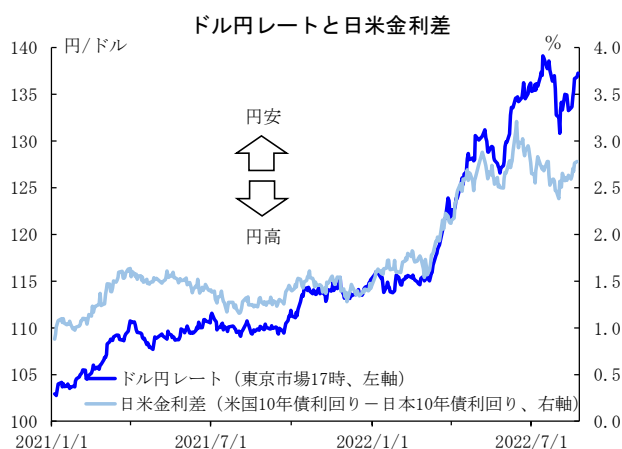
為替レートが円安、円高のどちらか一方に大きく振れる局面になると、円安は日本企業(あるいは神奈川県内企業)の業績にプラスであり、円高はマイナスであるという議論が起こりやすい。しかし、こうした議論は非製造業や中小企業には必ずしも当てはまらない。非製造業や中小企業も含めた企業業績の全体像を見通すうえでは、為替レートの変動のみに目を奪われず、実体経済の動向も合わせて分析することが重要である。

1. ドル円相場の変動が大きくなっている

ドル円相場の変動が大きくなっている。ドル円レートは2022年3月以降、急速なドル高・円安が進行してきた(図表1)。これは、FRB(連邦準備制度理事会)が物価高を受けて着実に利上げを実施する一方、日本銀行は金融緩和策の枠組みを変更せず、日米金利差が拡大したためである。日本の金利は政策的に低位に抑制され続けていることから、他通貨に対しても円は売られ、通貨の実力を示す実質実効為替レートはほぼ半世紀ぶりの円安水準となった(図表2)。

もっとも、2022年7月には、同月末に発表された米国の実質GDP(国内総生産)が2期連続の

図表1 日米金利差の拡大に連動して、22年3月以降、急速に円安が進行

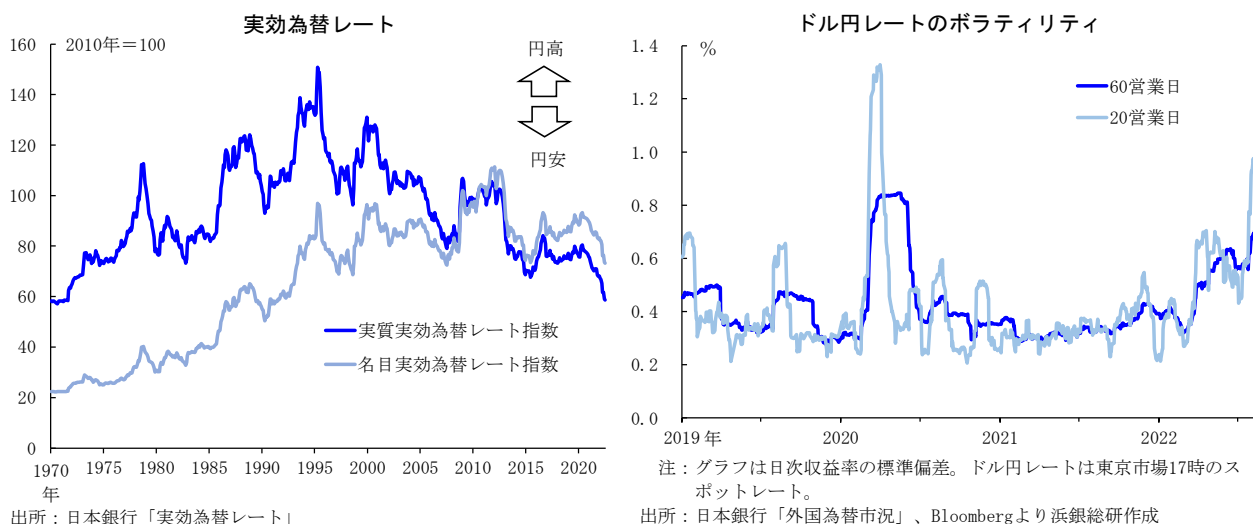


注：営業日以外は線形補間した。
出所：財務省「国債金利情報」、日本銀行「外国為替市況」、Bloombergより浜銀総研作成

マイナス成長となり、先行きの景気後退懸念が高まると、日米金利差が縮小し、ドル円レートは一転してドル安・円高になる場面もみられた。ドル円レートのボラティリティ（変動の大きさ）を確認すると、足元では新型コロナウイルス感染症の流行により世界各国でロックダウンが相次いだコロナショック直後の2020年春頃の水準まで高まっている（図表3）。このように歴史的な円安水準は続いているものの、現在のドル円相場は、物価高や海外経済の動向次第で円高に振れるリスクもあり、円相場の先行きは見通しが立てづらくなっている。

為替レートが経済に与える影響は様々であるが、現在のようにその変動が大きい局面では、企業業績に与える影響がテレビニュースや新聞などの報道でも注目されやすい。そこで以下では、為替レートの変動が全国と神奈川県企業の利益にどのような影響を与えるかについて、統計学的な分析で過去の傾向を捉えることにする。

図表2 実質実効為替レートは歴史的な低水準 図表3 ドル円レートの変動が激しくなっている



2. 円安が全国企業の利益に与える効果は製造業の大企業中心

まず、全国企業の利益に為替レートの変動が与える効果（本レポートでは円安の効果として表示）を確認する。円安による利益の押し上げ効果には、①輸出による売上高の円換算額の増加を通じた押し上げ効果と、②為替差益¹の計上による押し上げ効果などが考えられる。従って、分析には財務省「法人企業統計」で、為替差益を含んでいる経常利益を用いることにする²（分析の詳細については、後ページのAppendixを参照）。

分析結果をみると、円安は製造業の経常利益に対して統計的に有意なプラス効果（青色の点がプラスかつ水色のバンドが完全にプラスの領域にある）が確認できる一方、非製造業ではプラス効果が確認できず、全産業ベースでのプラス効果は統計的に有意ではなかった³（図表4）。また、全産業の企

¹ 外貨建取引により発生する為替差損益（二取引基準による会計処理）には、製商品・サービスの取引発生時の為替レートと決算時の為替レートの差から生じる損益と、決算時の為替レートと取引決済時の為替レートの差から生じる損益の2つがある（斎藤、内藤、松原、佐藤（2014）、伊藤（2022）を参照）。

² 財務省「法人企業統計」では、経常利益の計算に必要なその他の営業外収益（費用）に為替差益（差損）が含まれている。

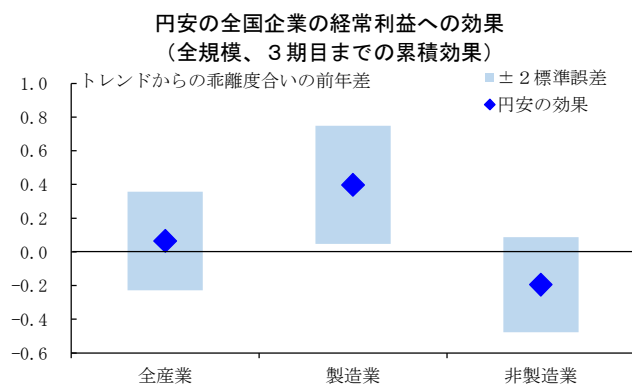
³ 全規模・製造業の経常利益に対する円安ショックの3期目までの累積プラス効果が、±2標準誤差で統計的に有意だったことから、図表4には3期目の結果を表示している。全規模・全産業、全規模・非製造業では、1期～10期目までの間で±2標

業規模別では、資本金 10 億円以上の企業で経常利益への顕著なプラス効果が確認できたものの、資本金が 10 億円未満の企業ではプラス効果が確認できないか、統計的に有意な結果とはならなかった⁴(図表 5)。

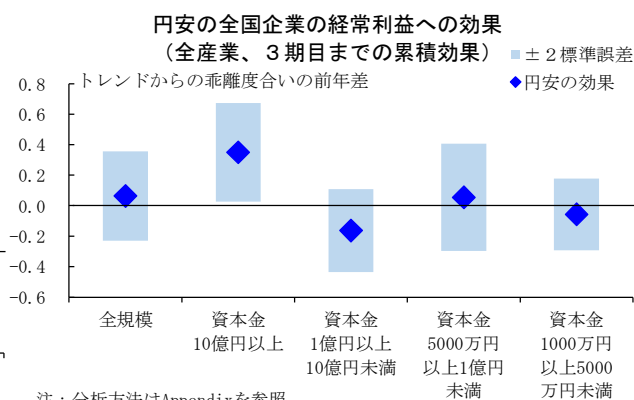
このように結果に差が出た理由は、製造業と非製造業のそれぞれについて、企業規模ごとの結果をみると考えやすい。製造業の企業規模別の結果をみると、資本金 10 億円以上の企業の経常利益に対して、顕著なプラス効果が確認できる⁵ (次ページ図表 6)。これは自動車や生産用機械などの業種の大企業は、輸出を活発に行っており、円安によって経常利益が上振れやすいためと考えられる。一方で、非製造業の企業規模別の結果をみると、資本金 10 億円未満の企業では円安の経常利益へのプラス効果が確認できず、資本金 10 億円以上の企業では統計的に有意な結果が得られなかった⁶ (次ページ図表 7)。非製造業の企業は国内の顧客を相手とする事業を営んでいることが多いため、円安による為替差益などは発生しにくい。むしろ、円安で原材料や燃料の輸入価格が上昇することによる経常利益の押し下げ効果のほうが大きいことが、図表 7 の結果に表れていると考えられる。

また、製造業の中でも資本金が 10 億円に満たない企業の経常利益には、統計的に有意な円安のプラス効果が必ずしも表れないことは注目に値する。この結果は、製造業の大企業が円安による恩恵を

図表 4 製造業の利益には円安のプラス効果が確認できる



図表 5 資本金 10 億円以上の企業の利益に対する円安のプラス効果は顕著



準誤差で統計的に有意な効果は確認できなかった。

⁴ 資本金 10 億円以上 (全産業) 企業の経常利益に対する円安ショックの 3 期目までの累積プラス効果が、±2 標準誤差で統計的に有意だったことから、図表 5 には 3 期目の結果を表示している。全規模、資本金 5000 万円以上 1 億円未満では、1 期～10 期目までの間で±2 標準誤差で統計的に有意な効果は確認できなかった。また、資本金 1 億円以上 10 億円未満では 7 期～10 期目、1000 万円以上 5000 万円未満では 10 期目に円安のマイナスの効果が±2 標準誤差で統計的に有意に確認できた。これは、後述するように、非製造業の企業は国内の顧客を相手とする事業を営んでいることが多いことなどから、円安が経常利益に対してマイナスに作用しやすいためと考えられる。

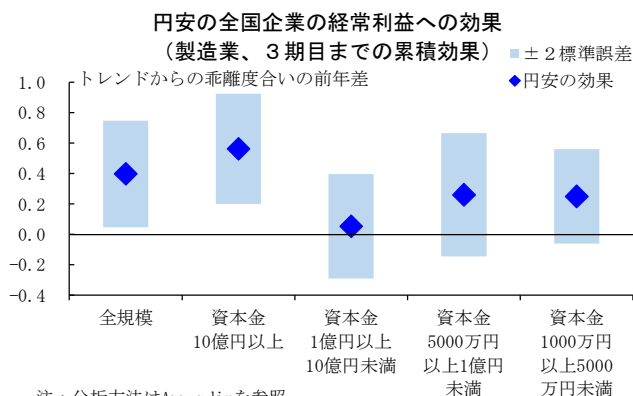
⁵ 全規模 (製造業) 企業の経常利益に対する円安ショックの 3 期目までの累積プラス効果が、±2 標準誤差で統計的に有意だったことから、図表 6、7 には 3 期目の結果を表示している。製造業では、資本金 10 億円以上は 1～4 期目まで±2 標準誤差で統計的に有意なプラス効果が確認できた。また、資本金 1 億円以上 10 億円未満、5000 万円以上 1 億円未満、1000 万円以上 5000 万円未満では、1 期～10 期目までの間で±2 標準誤差で統計的に有意な効果は確認できなかった。

⁶ 非製造業の全規模、資本金 10 億円以上、5000 万円以上 1 億円未満では、経常利益に対する円安ショックの累積プラス効果は、1 期～10 期目までの間で、±2 標準誤差で統計的に有意な効果が確認できなかった。また、資本金 1 億円以上 10 億円未満、1000 万円以上 5000 万円未満では、6 期～10 期目まで±2 標準誤差で統計的に有意なマイナス効果が確認できた。

受けても、その大企業への部品供給などを担う中堅・中小企業には円安の恩恵が及ばないことがあることを示唆している。以上をまとめると円安の業績へのプラス効果というのは、製造業という限られたセクターの中で、大企業に限り顕著に表れる現象であり、それ以外の企業ではプラス効果が必ずしも表れる訳ではない（非製造業では表れにくい）といえよう。

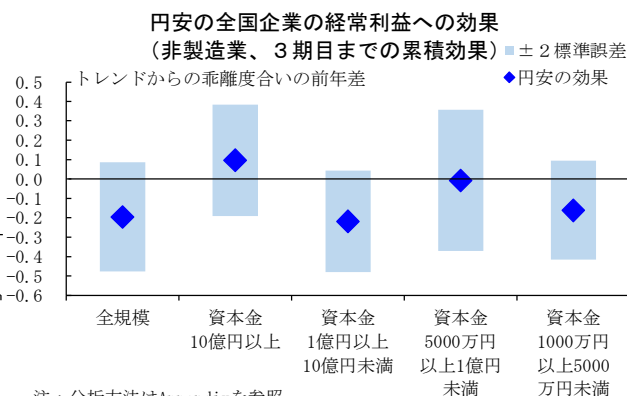
もっとも、今回の分析では、マクロ経済モデルのように円安による企業利益の押し上げが、設備投資や雇用者所得を増加させることを通じて、さらなる企業利益の押し上げにつながるという間接的なプラス効果は織り込めていない点には注意を要する。ただ、円安の直接効果が、全規模・全産業ベースでの企業利益を押し上げる力が乏しいことは、間違いないであろう。

図表 6 製造業では資本金 10 億円以上の企業の利益には円安のプラス効果が顕著に表れる



注：分析方法はAppendixを参照。
出所：OECD “Quarterly GDP (indicator). doi: 10.1787/b86d1fc8-en (Accessed on 08 August 2022)”、Federal Reserve Bank of St. Louis “Spot Crude Oil Price: West Texas Intermediate (WTI)”、財務省「法人企業統計」、日本銀行「実効為替レート」より浜銀総研作成

図表 7 非製造業では資本金 10 億円以上の企業の利益にも円安のプラス効果は確認できない



注：分析方法はAppendixを参照。
出所：OECD “Quarterly GDP (indicator). doi: 10.1787/b86d1fc8-en (Accessed on 08 August 2022)”、Federal Reserve Bank of St. Louis “Spot Crude Oil Price: West Texas Intermediate (WTI)”、財務省「法人企業統計」、日本銀行「実効為替レート」より浜銀総研作成

3. 円安が神奈川県内企業の利益に与える効果も製造業中心

次に、円安が神奈川県内企業の利益に与える効果を確認する⁷。県内企業の経常利益を大企業から中小企業まで捉えることは、統計の制約があり難しい。そこで、日本銀行横浜支店が発表している「短観（神奈川県分）」の業況判断D Iを、経常利益の代替指標とする。「短観」の業況判断D Iは、経常利益と強い正の相関関係があることが分かっている⁸（図表 8）。

円安が神奈川県内企業の業況に与える効果をみると、全産業と製造業でプラス効果が確認できる⁹（図表 9）。これは全国企業の分析結果と同様に、製造業では大企業の経常利益が円安によって押し上げられやすいため、円安が製造業の業況改善に寄与しやすいと考えられる。

一方で、非製造業では円安による業況の改善が確認できない。国内顧客向けの事業活動が中心であ

⁷ ここでの分析は、白須（2022）の 10 ページにある「先行きのトピックス②円安が県内企業の業績を押し上げる力は乏しい」の内容に、製造業と非製造業の分析を加えたものである。

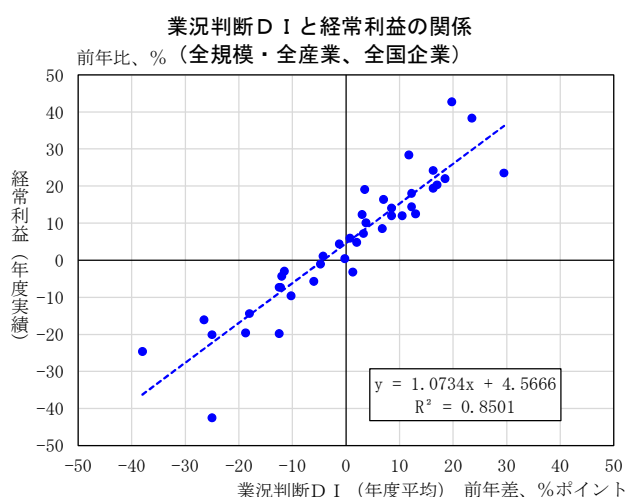
⁸ 長期の時系列データが存在する全国の「短観」を用いて、経常利益の前年比と業況判断D Iの年度平均の前年差を表示すると、図表 8 のように顕著な相関関係が確認できる。

⁹ ±2 標準誤差で統計的に有意なプラス効果とは言えなかった。信頼区間 90%では、全産業と製造業の業況に対する円安ショックの 2 期目までの累積プラス効果が、統計的に有意な結果となったため、図表 9 では 2 期目の結果を表示した。非製造業では 1～10 期目までの間で統計的に有意な結果は得られなかった。

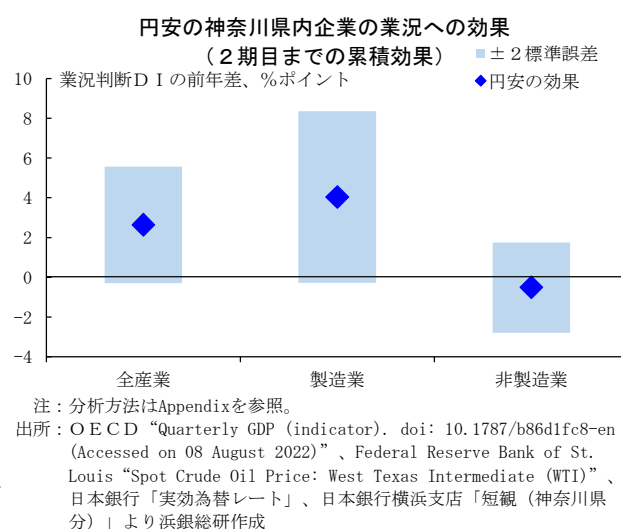
ることが多い非製造業では、円安は原材料や燃料の輸入価格上昇による経常利益へのマイナスの影響が大きく、業況の悪化に作用する面が強いためと考えられる。

以上の結果から、円安は神奈川県内企業の経常利益にはプラスに作用することが示唆されるものの、その効果はやはり製造業中心であり、非製造業ではみられにくいものであるといえよう。

図表 8 業況判断DIと経常利益には強い正の相関関係がある



図表 9 県内企業の業況に対する円安のプラス効果も製造業中心



4. 企業業績の全体像を見通すうえでは、実体経済の動向の分析が重要

為替レートが円安、円高のどちらか一方に大きく振れ、製造業の大企業で大きな為替差損益が発生する局面では、円安は日本企業（あるいは神奈川県内企業）の業績にプラスであり、円高はマイナスであるという議論になりやすい。これまでのところ歴史的な円安水準にある 2022 年度は、為替差益によって製造業の上場企業の決算が上振れやすいため、上場企業の決算発表後に円安を歓迎する議論が起りやすいためといえる。しかし、本レポートの分析結果を踏まえれば、非製造業や非上場の中小企業にとって、円安は必ずしも利益を押し上げる要因ではない。本レポートの全ての分析結果（図表 4～7、9）において共通して、経常利益、業況に対して統計的に有意なプラス効果が確認できたのは、世界経済の成長率だった。従って、非製造業や中小企業も含めた企業業績の全体像を見通すうえでは、為替レートの変動のみに目を奪われず、実体経済の動向も合わせて分析することが重要である。

参考文献

阿久津邦熙、小池泰貴（2019）「天候データを用いた個人消費の分析」、日銀レビュー、2019-J-1、日本銀行

伊藤邦雄（2022）「第14章 グローバリゼーションの会計」、『新・現代会計入門』5版、日経BP日本経済新聞出版本部、pp.611-642

祝迫得夫、中田勇人（2014）「原油価格、為替レートショックと日本経済」、RIETI Discussion Paper Series 14-J-050、経済産業研究所

斎藤真哉、内藤周子、松原沙織、佐藤恵（2014）「第16章 外貨建取引」、『財務会計』初版、新世社、pp.221-233

白須光樹（2022）「2022年度・2023年度の神奈川県内経済見通し—経済正常化により持ち直すものの、海外経済の減速が重荷に—」、Economic View No.57、浜銀総合研究所

＜Appendix＞分析方法の詳細

図表4～7、9では、簡単なVAR（Vector AutoRegression）モデルを用いて、日本の実質実効為替レートの1標準偏差のショックに対する企業の経常利益（神奈川県内企業は業況判断DI）のインパルス応答を推計した。円安の効果を表示するために、図表では推計結果の符号を反転させている。

【使用した変数】

世界経済の成長率ⁱ（前年比）、原油価格（WTI）の前年比、実質実効為替レートの前年比、経常利益（除く金融保険業）のトレンドからの乖離度合いⁱⁱの前年差（神奈川県内企業は業況判断DIの前年差）を使用した。コレスキー分解の変数順序は前述の順とした。ラグはAIC（赤池情報量規準）に従った。

【データの期間】

図表4～7の分析は1980年1～3月期から2022年1～3月期とし、図表4～7の全ての分析で期間が同一になるようにした。図表9は1999年1～3月期から2022年1～3月期とした。

なお、変数選択、順序は、為替レートが日本企業の売上高に与える影響を分析している祝迫、中田（2014）を参考にしたⁱⁱⁱ。本レポートは、為替レートと企業利益の関係性のおおまかな傾向を捉えることに主眼を置いたため、祝迫、中田（2014）のように、為替レート固有のショックを抽出した分析は行っていない。祝迫、中田（2014）では、為替レート固有のショックを抽出したうえで、円高が日本企業の売上高に与える影響を推計している。祝迫、中田（2014）によると、円高が日本企業の売上高に与える影響は、全体としてはマイナスであると評価している。経常利益に与える影響をみている点異なるものの、祝迫、中田（2014）のように為替レート固有のショックを抽出したうえで円安の効果を推計すると、図表4～7、9とは異なる結果を得る可能性があり、本レポートの結果は幅を持つ必要がある。

ⁱ 世界経済の成長率は1998年10～12月期まではOECD（経済協力開発機構）の成長率とし、99年1～3月期からはG20の成長率とした。

ⁱⁱ 製造業の経常利益がリーマン・ショック直後の2009年に赤字（マイナス）だった時期があるため、分析では経常利益の前年比を用いることはせずに、「トレンドからの乖離度合い」の前年差を用いた。具体的には、「経常利益」－「過去40四半期の経常利益の平均」をトレンドからの「乖離」とし、「乖離」/「乖離」の標準偏差を「トレンドからの乖離度合い」とした。これは、気温などの天候データが経済に与える影響を分析した阿久津、小池（2019）において、気候データからマクロウェザー・インデックスを作成する際に行う計算方法を参考にしている。この計算により、マイナスの値を含む経常利益の変化を捉えやすくしている。

ⁱⁱⁱ 祝迫、中田（2014）では、原油生産量、世界の実質経済活動の指数、原油価格、実質実効為替レート、「法人企業統計」の売上高を用いて分析を行っている。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。