

2014年12月29日 全7頁

# 円安の波及効果と企業収益に与える影響

波及効果を考慮すれば、円安は中小企業にもプラスの効果

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
エコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

- 円安傾向が続いてきたことで、足下では輸入価格の上昇など円安のデメリットに対する懸念が高まっている。本レポートでは、円安が企業収益に与える影響を確認するとともに、その波及経路に着目しつつ、企業規模や産業によって影響がどの程度異なるのかを検証する。
- 大企業製造業では輸出金額が輸入金額を上回っているのに対して、中小企業製造業と非製造業では輸入金額のほうが大きい。直接的には、純輸出がプラスである大企業製造業にとっては円安の進行は収益を押し上げる要因になる一方で、中小企業製造業、非製造業にとっては、円安が収益悪化要因となる。
- ただし、円安が企業収益に与える影響は、直接的な輸出入の増加のみでなく、①大企業製造業の輸出増加を起点とした企業間取引の増加、②円安による最終需要の増加などの波及効果についても併せて考えるべきである。こうした波及効果を考慮すると、大和総研による試算では、アベノミクスによる円安の進行によって2012年10-12月期から2014年4-6月期のマクロベースの経常利益は3.0兆円程度押し上げられたという結果が得られた。
- 円安進行は波及効果によって中小企業や非製造業にも恩恵をもたらすとみられるが、最終需要に対する押し上げ効果は、円安が進行した後、数四半期程度のタイムラグを置いて効果が最大になると考えられる。このため、2014年夏場から進行した円安による景気の押し上げ効果は、2015年度以降、本格化する公算が大きい。

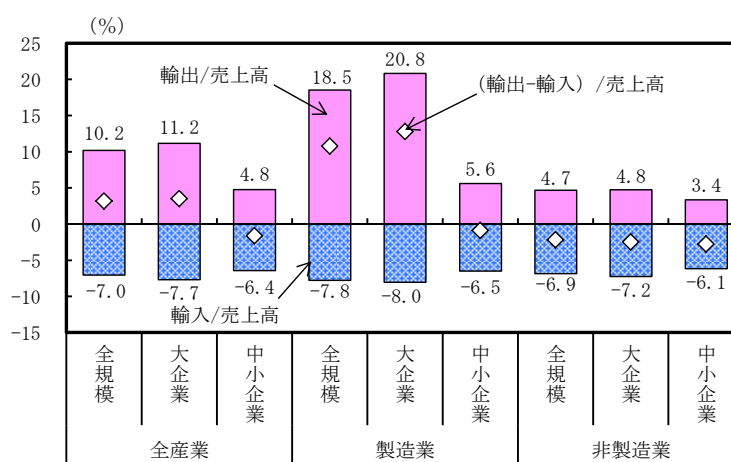
## 円安デメリットに対する懸念が高まる

ドル円レートは2007年以來の120円/ドル台まで下落し、実質実効円レートは1970年代以來の水準まで低下が続いている。2012年末から急速に進んだ円安は、それまで円高によって収益を圧迫されていた輸出関連企業を中心に、当初は「円高修正」と捉えられ、歓迎ムードが強かった。しかし、円安傾向が続き、特に2014年10月31日の日銀による追加緩和を受けて一層の円安が進行する中、足下では輸入価格の上昇など円安のデメリットに対する懸念が高まっている。そこで、本レポートでは、円安が企業収益に与える影響を改めて確認するとともに、その波及経路に着目しつつ、産業や企業規模によって影響がどの程度異なるのかを検証する<sup>1</sup>。

## 直接的には円安は大企業製造業のみに恩恵

円安の進行が経済に与える最大の影響は輸出と輸入の増加であり、その影響の程度は直接的には、その企業・産業がどの程度輸出入に依存しているかで決まる。産業別・企業規模別の輸出入を見ると（図表1）、大企業製造業では売上高に対する輸出の割合が2割を上回っている一方で、中小企業製造業、非製造業の同比率は3~5%程度に留まっており、円安による輸出増加の恩恵が大企業製造業に偏在していることが確認できる。一方、売上に対する輸入の割合を確認すると、こちらも大企業製造業での割合が最も高いが、輸出ほどには企業規模ごと、産業ごとの差は大きくない。輸出と輸入を併せて見ると、大企業製造業では輸出金額が輸入金額を上回っているのに対して、中小企業製造業と非製造業では輸入金額のほうが大きい。つまり、円安による輸出入の増加率が同程度であるならば、直接的には、純輸出がプラスである大企業製造業にとっては円安の進行は収益を押し上げる要因となり、中小企業製造業、非製造業にとっては、円安が収益悪化要因になることを示している<sup>2</sup>。

図表1：産業別・企業規模別 輸出入（2012年度）



(注) 輸入は符号を逆転。  
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 本レポートでは国内単体ベースの収益を分析対象としており、連結対象となる海外子会社等は含まれていない。

<sup>2</sup> なお、全規模全産業では輸出が輸入を上回っているが、これは統計上、全ての企業をカバーできていないためである。図表1で用いた経済産業省「企業活動基本調査」では、農林漁業、建設業、運輸業などは調査対象となっていない。特に、運輸業は燃料輸入が多いこと、日本の貿易収支が赤字であることに鑑みると、調査対象業種以外も含めた非製造業全体の輸入割合はここで計算したものよりも高くなるとみられる。

## 産業別・企業規模別にみた需要構造の違い

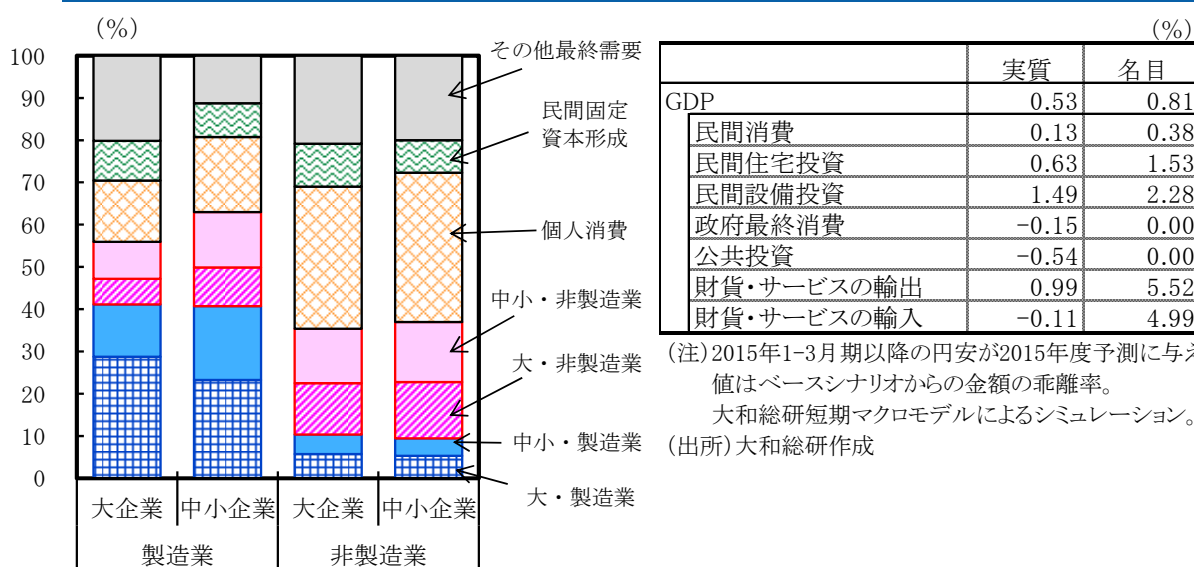
産業別・企業規模別の貿易構造を見る限り、巷間言われているように円安の進行は中小企業や非製造業にとって負の側面が大きいといえる。しかし、円安は単純な輸出入金額の増加のみではなく、様々な波及経路を通じて効果が増幅すると考えられることから、波及効果の大きさも円安による効果として併せて考えるべきである。波及経路としては、①大企業製造業の輸出増加を起点とした企業間取引の増加、②円安による最終需要の増加の2つが挙げられる。

**図表 2** は、企業の需要の内訳を産業別・企業規模別に示したものである。円安が直接的には収益を悪化させる中小企業製造業、および非製造業に注目すると、中小企業製造業については需要の2割強が大企業製造業によるものであり、円安が進む中で大企業製造業の売上・収益が改善すれば、中小企業製造業の収益に対しても一定程度のプラスの効果が見込まれる。一方、非製造業に目を向けると、大企業製造業による需要は全体の5%程度に留まっており、需要の半分以上を最終需要が占めている。特に全体の3割超を個人消費が占めており、非製造業に円安の恩恵がどれほど波及するかは、大企業製造業を中心とした輸出、収益の拡大がどの程度個人消費などの最終需要を増加させるかにかかっているとと言える。

円安の進行は直接的には輸出の増加によって、製造業の収益を押し上げる要因になるが、収益の拡大は企業の設備投資や、賃金上昇を経由しての個人消費の増加などにつながるようになる。また、所得収支の改善や、国内投資の相対コストの低下など、様々な要因を通じて需要を喚起する効果を持つ。大和総研のマクロモデルによるシミュレーションでは、ドル円レートが10円/ドル減価することで実質GDPは+0.53%押し上げられ、輸入価格の上昇が国内価格に波及することで名目GDPは+0.81%と実質GDP以上に押し上げられる（**図表 3**）。こうした最終需要の増加は、総需要に占める最終需要の割合が高い非製造業を中心に、企業収益を押し上げると考えられる。

図表 2：産業別・企業規模別需要内訳

図表 3：10円の円安が最終需要に与える影響



	実質	名目
GDP	0.53	0.81
民間消費	0.13	0.38
民間住宅投資	0.63	1.53
民間設備投資	1.49	2.28
政府最終消費	-0.15	0.00
公共投資	-0.54	0.00
財貨・サービスの輸出	0.99	5.52
財貨・サービスの輸入	-0.11	4.99

(注) 2015年1-3月期以降の円安が2015年度予測に与える影響。値はベースシナリオからの金額の乖離率。大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。(出所) 大和総研作成

(注) データは2005年。  
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

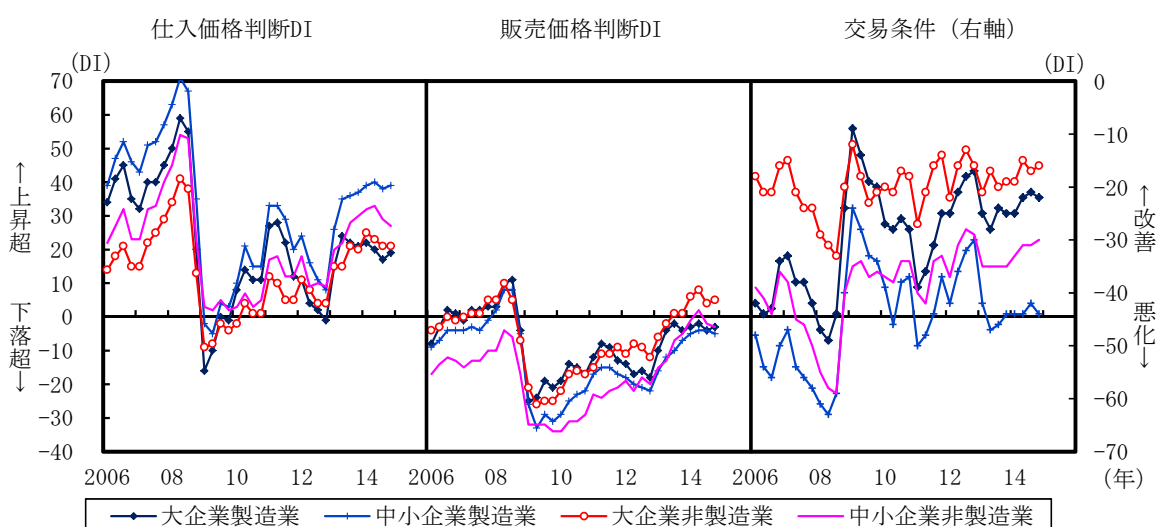
## 円安が進む中でも、交易条件は悪化せず

企業間取引や最終需要の増加が企業収益を押し上げるためには、数量ベースの取引量の増加、もしくは販売価格の上昇が必要となる。2012 年末以降の円安局面では、海外生産比率の高まりや、国内生産品の高付加価値シフトなどを背景に、円安が進む中でも輸出数量の目立った増加は見られなかったことから、数量ベースの波及は小さかったとみられる。しかし、円安が進行し原材料価格が上昇する中で、販売価格を上昇させる動きが広がったことが、企業収益を押し上げる要因となった。

日銀短観の価格判断 DI を用いて産業別・企業規模別の価格動向を見たものが**図表 4**である。まず、仕入価格の動向を見ると、円安が急速に進んだ 2012 年末以降、軒並み上昇傾向となっており、輸入価格の上昇が企業のコストを押し上げている様子が見て取れる。次に、販売価格判断 DI を見ると、こちらも仕入価格と同様に全般的に上昇（もしくは、下落超幅縮小）の動きが続いていることが分かる。特に注目すべきは非製造業の販売価格 DI が大きく上昇している点である。大企業非製造業の販売価格判断 DI は国際商品市況が大幅に上昇した 2008 年以降の上昇超となっている。また、中小企業非製造業についても 2014 年 6 月調査では一時上昇超となり、足下でやや低下しているものの、2008 年を上回る水準での推移が続いている。

販売価格判断 DI から仕入価格判断 DI を差し引いた交易条件を見ると、仕入価格、販売価格の双方が円安の進行と同時に上昇する中、2012 年末から 2013 年初頭にかけて、一時的に交易条件の悪化が見られた。しかし、仕入価格の上昇に遅れて販売価格が上昇したことにより、2013 年後半からは、交易条件が総じて改善に向かっている。景気ウォッチャー調査等のアンケート調査では、円安による原材料価格の上昇を懸念する声が多く、円安が企業マインドを下押しする要因となっているが、交易条件の動きに鑑みると、円安によって企業の収益環境が必ずしも悪化しているとは言えず、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁する動きが広がっていると判断できる。

**図表 4：産業別・企業規模別 仕入価格判断、販売価格判断、交易条件**



(注) 交易条件 = 販売価格判断DI - 仕入価格判断DI。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## 波及効果も併せて考えれば、円安は多くの企業にとってプラスの効果

ここまでの議論を踏まえた上で、マクロモデルを用いて、円安が企業収益に与える影響を試算したものが**図表5**である。ここでは安倍政権が成立した2012年12月以降の円安が、2014年4-6月期までの間に企業収益に与えた影響を、直接効果（輸出入の増減による影響）と波及効果（企業間取引の増加、最終需要増加による影響）に分けた上で、産業別・企業規模別に示している。

まず、円安による直接効果に注目すると、売上に占める輸出の割合が高い大企業製造業では、1.0兆円程度経常利益が押し上げられた。一方、中小企業製造業や非製造業では、輸出増加による直接的なメリットが小さいため、輸入価格の上昇により円安は収益の下押し要因となった。このため、全規模全産業では経常利益が6,350億円程度押し下げられたという結果になっている。

次に、波及効果を見ると、産業、企業規模を問わず収益の押し上げに寄与しており、全規模全産業では3.6兆円程度経常利益が押し上げられた。直接効果がマイナスである中小企業製造業や非製造業に関しても、波及効果によるプラスの影響が直接効果によるマイナスを上回っており、円安が企業収益を押し上げる要因になっている。この結果、直接効果と波及効果を併せれば、全規模全産業の経常利益は3.0兆円程度押し上げられたという結果となる。

また、こうした円安による企業収益の増加分の一部は賃金にも波及したとみられる。過去と同程度に収益の増加分が賃金に回った（労働分配率が一定）と仮定すれば、人件費は4.3兆円程度押し上げられたという結果になり、円安の進行は賃金上昇に相当程度寄与したと考えられる。

ここでの試算にはマクロモデルを用いており、あくまで過去の平均的な関係と同程度の波及があったという前提を置いたものであり、相当程度の幅を持って解釈する必要があるが、少なくとも単純な輸出入増加のみをもって円安の効果と捉えるのは正しくないだろう。円安の進行は波及効果を通じて、多くの企業に対してプラスの効果を持つと考えるべきではないだろうか。

**図表5：アベノミクスによる円安が企業収益に与えた効果**

		全規模全産業									
		製造業				非製造業				大企業	中小企業
		大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業				
経常利益	変化額（10億円）	2,977	2,222	2,038	184	755	429	326	2,467	510	
	経常利益に対する割合（%）	3.3	6.8	7.5	3.5	1.3	1.1	1.6	3.7	2.0	
直接効果	変化額（10億円）	-635	1,033	1,074	-42	-1,668	-1,322	-346	-248	-387	
	経常利益に対する割合（%）	-0.7	3.2	3.9	-0.8	-2.8	-3.4	-1.7	-0.4	-1.5	
波及効果	変化額（10億円）	3,612	1,189	964	226	2,423	1,751	671	2,715	897	
	経常利益に対する割合（%）	3.9	3.7	3.5	4.3	4.1	4.5	3.3	4.1	3.5	
人件費	変化額（10億円）	4,316	2,858	2,307	551	1,458	470	987	2,777	1,538	
	人件費に対する割合（%）	1.7	3.6	4.7	1.9	0.9	0.7	1.0	2.3	1.2	

（注1）マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年4-6月期の効果の累積値。

（注2）直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

（出所）財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

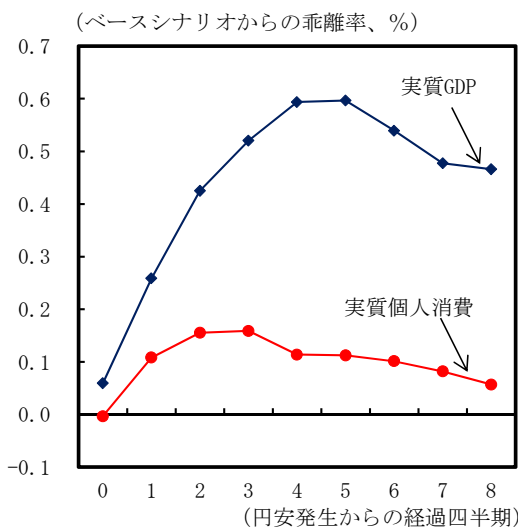


## 円安効果の本格的な波及には数四半期のタイムラグが必要

円安進行は波及効果によって中小企業や非製造業にも恩恵をもたらすとみられるが、今後の影響を考える際には、波及にかかるタイムラグが重要である。円安の最終需要を押し上げる効果が発現するためには、輸出企業の収益から賃金への分配など、複雑な経路を経る必要がある。このため最終需要に対する押し上げ効果は、円安が進行した後、徐々に効果を強め、数四半期程度のタイムラグを置いて効果が最大になると考えられる。マクロモデルを用いて試算した円安による効果の時系列変化を見ると（図表 6）、個人消費では円安発生から 3 四半期後、GDP 全体では円安から 5 四半期経過した時に押し上げ効果が最大となる。円安が急速に進行した場合、短期的には非製造業や中小企業では輸入価格上昇の悪影響を受けた後、最終需要が時間差を伴って拡大するに従い、その悪影響が緩和されることになる。

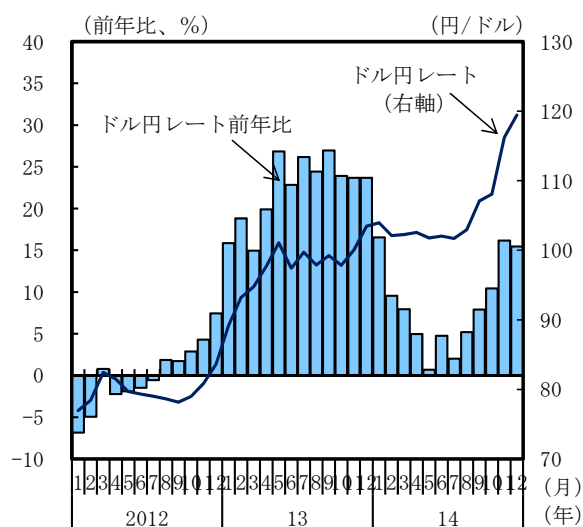
こうしたラグ構造を考慮すると、2014 年夏場から進行した円安による景気の押し上げ効果は、2015 年度以降、本格化する公算が大きい。為替レートが足下から横ばいで推移したと仮定すると、先行き 1 年程度は前年比ベースでの押し上げが続くことから、直接的には輸出の増加が大企業製造業の企業収益を押し上げる要因になる。非製造業や中小企業などでは、円安に伴う輸入価格の上昇が足下では収益を下押しする要因となっている可能性がある<sup>3</sup>、ラグを伴って最終需要の増加が徐々に発現することで、2015 年度には円安が収益を押し上げる要因になるだろう。

図表 6：円安効果のタイムラグ



(注) 10円/ドルの円安が経済に与える効果を、大和総研短期マクロモデルを用いてシミュレーションした結果。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表 7：ドル円レートの推移



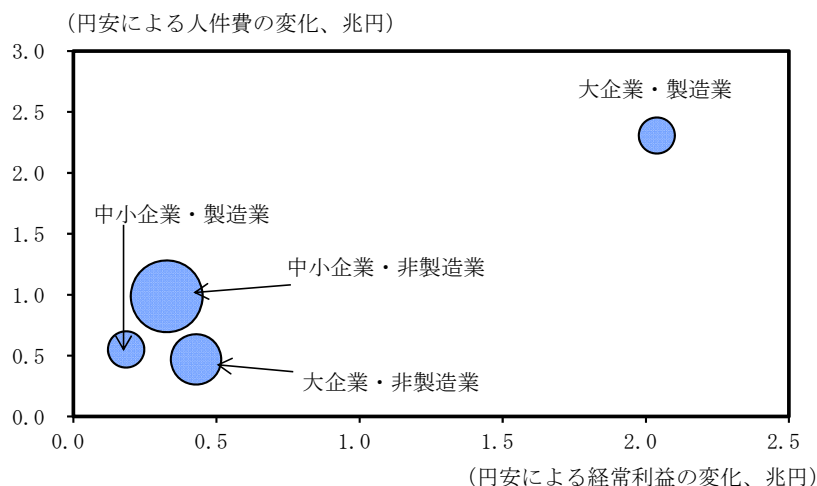
(注) 2014年12月は12月26日までの平均値。  
(出所) Bloomberg、日本銀行統計より大和総研作成

<sup>3</sup> このところ円安の進行度合いに比べて輸入価格の上昇は抑えられているが、これは円安の進行と同時に、原油をはじめとする資源価格が急速に下落しているためである。円安は輸入価格の押し上げに作用しており、仮に円安が進行していなかった場合、輸入価格は一層下落していたと考えられる。

## 一人当たりで見れば円安は格差拡大要因に

ここまで見てきた通り、円安は輸出の割合が高い大企業製造業のみではなく、波及効果を通じて広く経済全体にプラスの効果をもたらすと考えられる。ただし、波及効果を含めて考えても、輸出増加の効果が大きい大企業製造業に恩恵が集中するという点には留意が必要である。収益への影響が大きくなる結果、人件費の増加額に関しても大企業製造業で大きくなることについては確認した通りだが（前掲図表 5）、企業数や就業者数については円安によるメリットが相対的に小さい非製造業や中小企業に集中している。つまり、一人当たりの人件費、すなわち賃金で見れば、円安が進むことで産業間、および企業規模による格差が一層鮮明化することになる。また、前項で確認したとおり、直接的に円安の恩恵を享受する大企業製造業に対して、中小企業製造業や非製造業にとって円安がプラスの効果を持つためには、数四半期程度の時間が必要とみられる。中小企業や非製造業に雇用が集中している結果、円安の効果が広く波及するまでの間、社会的には円安に対する不満が溜まりやすい。

図表 8：産業別・企業規模別 円安によるメリットと人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年4-6月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数（2014年4-6月期時点）を表す。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

2014年12月27日に閣議決定された「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」には、円安対策という名目で中小企業支援策が盛り込まれた。円安による中小企業などの短期的な収益の悪化を緩和することで、大企業製造業を起点とした輸出の増加に伴う好影響が経済全体に波及しやすくなるという効果が期待される。円安のメリットをより活かせる環境が整うことは、経済対策の対象となる中小企業以外にとっても幅広くプラスの効果を持つとみられるため、経済の好循環実現に向けた動きが一層加速することとなる。

— 以上 —