

## 日本企業の外国為替リスク管理（中）

久保田政純\*

### はじめに

前回報告書に記載した研究ノート『日本企業の外国為替リスク管理（上）』[1]では、外国為替リスク管理について次の先行研究の概要を記述した。

- 1 外国為替リスクと外国為替エクスポージャーの違い
- 2 外国為替リスクの企業価値に与える影響
- 3 リスクヘッジの為替リスク管理に対する有効性
- 4 日本企業に関する外国為替リスク管理の研究

今回の研究ノートでは、円高や円安など外国為替の変動に晒される外国為替エクスポージャーを日本企業がいかに関理しているか、またどうすれば円の変動が企業経営に及ぼす影響を軽減できるかについて主として新聞などで公表された事実に基づいて、会計的リスクを中心にその実態を概観する。

外国為替リスクを研究する場合、為替の変動が企業の国際競争力に影響し、その後のキャッシュフローを変化させ、最終的に市場価値の変化をもたらす経済的リスクが本来の対象である。しかし、一方では為替の変動が日本企業の会計上の業績に及ぼす影響、即ち会計的リスクもまた重要である。具体的には為替の変動がその直後の第1四半期、更には当該期の一年決算などに影響を及ぼす。我々はこのリスクを会計的リスクと呼び、今回の研究ノートではこの会計的リスクに焦点をあてる。

なお、外国通貨で報告されている海外子会社などの連結に際して親会社の通貨に表示替える必要があるが、外貨換算の選択などの会計ルールによって会計上の利益や株主資本もリスクに晒される。これらは換算リスク（translation exposure）あるいは会計リスク（accounting exposure）と呼ばれている。今後、会計的リスクと会計リスクの混同を防ぐため、外貨換算のリスクは会計リスクと言わず換算リスクに一本化する。

なお、外国為替エクスポージャー（foreign exchange exposure）とは、外国為替レートの変化が企業価値に変化を及ぼす可能性のある金額、即ち外国為替リスク（foreign exchange risk）に晒される金額を指すので、外国為替エクスポージャーと為替リスクは異なるものであるが（Adler et al. [2]）、ここでは理論的厳密性に欠けるものの日本での慣行に従って原

---

\*常磐大学国際学部教授、明治大学大学院グローバルビジネス学科非常勤講師、麗澤大学経済学部特任教授などを経て現在 カクタスインベスト株式会社。

Email: m-kubota@mxd.mesh.ne.jp

則として外国為替リスクと称する。

## 1 円高が企業に与える影響

日本では円高が企業、特に輸出企業の業績に大きな影響を与えと考えられており、現実には株価との連動性も高いと一般に言われている。しかし必ずしも実証的、理論的には論証されていない。そこでまず円高の輸出に与える影響にかかわる祝迫、中田の論文をまず要約する。

### 1.1. 円高が輸出に与える影響

祝迫、中田[3]によれば、日本では為替レートの変動が輸出ならびに国内の景気にきわめて大きな影響を及ぼすと考えられてきたため、構造 VAR を利用して海外需要ショックと為替レート変動の二つの外生的ショックが日本の輸出に与える影響について数量的な評価を行った。

その結果、過去三回の歴史的な円高局面において為替レートが輸出変動に与える影響の相対的な大きさは、1990年代中盤の円高局面において一番高く、次いで1980年代半ばのプラザ合意後の円高が続く。しかし、リーマン・ショック後の2008年末から2009年に生じた輸出の大幅落ち込みについては、過去2回の円高に比べ、この時期の円高はあまり影響せず世界景気の落ち込みによる総需要ショックのほうが重大であった。

さらに、原油生産と原油価格の変動が円レートに与える影響も考慮する拡張VARシステムを枠組みにして、1975年から2011年までの期間（前半期間は1975年～1999年まで、後半期間2000年～2011年）について、より精緻化した分析も行った。

VARモデルにおいて構造ショックを原油生産の供給ショック、世界的な実物経済活動（総需要ショック）、原油市場に固有な一時的な価格ショック、経済的要因では説明されない為替レートに固有な変動、及びこれら4つの要因では説明されない輸出の変動の5つとする。

この結果、日本の輸出変動（前年同月比）の分散の要因を分解して分析したところ、後半の期間にかけては為替レートの輸出変動に与える影響は分散100%の中で僅か3.4%であり、原油の価格ショック（同46.8%）、総需要ショック（同29.7%）に比べきわめて低い。

### 1.2. 円高が日本経済及び産業別・規模別産出量に与えた影響

祝迫、中田[4]によれば[3]と同様に4つの外生的なショック（原油供給、世界景気（需要ショック）、需給に関係のない原油価格の変動、他の要因では説明されない為替レートに固有なショック）を想定し、これらのショックが日本経済全体および産業別・規模別の産出量に与える影響について検討を行った。

分析の結果、為替レート（実質実効為替レート）で計測した円高は、全体的に日本経済にマイナスの影響を与えるものの個別の産業・企業規模によってその影響度合いは異なり、例えば非製造業の中小企業についてはプラスの効果を与えている。

為替ショックにつき、総需要ショックと同じく影響が強いのは製造業であり、その中でも自動車に関しては、電気機械器具・化学とくらべて為替ショックの影響がより強く、したがって総需要ショックより為替ショックの方が重要である。また卸売業では、為替ショックが売上に明確な影響を与えていないのに対して、小売りについては総需要ショック同様、短期的には売上を引き下げる効果が働いているという。

### 1.3. 結論

結論として我が国において外生的な為替レートの変動が輸出に与える影響は、世界的な需要や原油価格の変動等の他の外生的要因の有無に大きく左右されており、特にリーマン・ショック後の2008年末から2009年にかけての日本の輸出の急激な落ち込みに関しては、海外需要減の影響の方がはるかに重要であった。

## 2 円高が2016年第1四半期（4月～6月）の企業業績に与えた影響

次に今回の円高が企業に与えた影響を2016年第1四半期の決算発表の報道から見てみよう（末尾付表1, 2, 3）。円高は付表4に見るように2016年2月頃より進み同年8月には月平均で1ドル101.34円までに至った<sup>1</sup>。2016年第1四半期の平均レート108.27円に対し前年同期は121.37円であり、前年同期比約13円の円高である。

ここで2016年第1四半期決算発表結果について、2016年7月から9月までに新聞報道されたものをいわゆる輸出企業（製造業）、内需企業（製造業）、内需企業（小売り、サービス）に三分類して分析する。

### 2.1. 円高が会計の利益に与える影響

これらの分析に移る前に円高が会計の利益にどのように影響するかまとめてみたい。

#### ① 輸出売上高の減少（外貨建て売上高の減少）及び海外子会社売上高の減少

輸出売上高が減少する。売掛金として確定しているものの中でも、為替ヘッジは売掛金全額をカバーしないので円高以前に想定された金額より減少する。これは売上高と営業利益に影響を与える。いずれもキャッシュフローを伴うものである。

また海外子会社についてもおおむね連結売上高と連結営業利益に影響する。配当として送金を受ける段階でキャッシュフローに影響する。

#### ② 営業経費の与える影響

現在ではSCM（サプライチェーンマネジメント）が世界的規模で構築されている関係上円高による輸入関連商品・資材の価格低下効果があるものと推測されるが、国内加工物も購入するので、この効果を正しく捉えるのは極めて難しい。これについても

<sup>1</sup> 最近の円の最安値は2015年8月12日1ドル125.12円、最高値は2016年8月18日99.78円

キャッシュフローを伴う。

③ 営業外費用（為替差損）（キャッシュフローを伴うもの）

すでに計上してあるドル建て売掛金などが決済当日に円高のため目減りするもの。

例えば1ドル110円の換算レートで計上するが決済日に105円になっていれば5円の実現損が発生する。

④ 営業外費用（為替差損）（対象会計期間中にはキャッシュフローを伴わないもの）

売掛金、有価証券など外貨債権の決算日における評価損は対象会計期間中にはキャッシュフローを伴わない。但し課税所得に影響を与えれば税金支払額を変動させるので、この点も考慮すればキャッシュフローに影響を与える。

⑤ 営業外収益

営業外費用同様に外貨建て債務については為替差益が生ずる。

⑥ 外貨換算調整勘定（包括利益）（キャッシュフローを伴わないもの）

円高により純資産の外貨換算調整勘定が減少し包括利益に影響を与える。

このように円高が会計上の企業利益に与える影響は複雑であるが、営業利益段階で見ると限りキャッシュフローに与える影響とほぼ同様に見えていいと思われる。営業利益は償却前営業利益（キャッシュフロー）から減価償却費を控除したものであるから、会計的リスクと経済的リスクはほぼ一致するものと見てよい。したがって以下の分析も原則として営業利益段階で行う。

## 2.2. 企業に与える影響

### 1 輸出企業(製造業)

- ① 自動車及び自動車関連については、円高は収益に明らかに悪い影響を与える。例えば海外売上高比率78%(2015年度)のトヨタでは営業利益の対為替弾性率（営業利益の変化率/円の対ドル上昇率）は-2.48という数字を示している。その他の各社も-2前後を示している。
- ② 重工・建機の各社についても円高の与える影響は大きい。しかし、コマツの同弾性率は低く（-1.20）、川重は高い（-8.83）。コマツは海外への分散化が進んでいること（海外売上高比率78%）、製品の価格競争力が強く付加価値の高い製品に特化しているためと思われる。
- ③ 電機については、ソニーを除き海外売上高比率が5割を超えていないためと思われるが、円高が自動車ほど業績へ悪いインパクトを与えていない。日立的弾性率が-1.10と比較的低いのは国内依存度が高いためかも知れない。
- ④ 電子部品は、海外売上高比率が自動車並みにかなり高く、自動車と同様の影響がある。
- ⑤ 精密機械も円高の影響を同様に受けているが、注目すべきは電子ピアノやギターなど高付加価値製品を持つヤマハや空調のダイキンのように価格競争力のある企業は値上げで円高に対処している。

## 2 内需（製造業）

- ① 化学企業については国際化の進んだ住友化学は円高による減益の影響が大きい（同弾性率－1.8）。一方、高い世界シェアを誇る製品の多い信越化学は増益。一般的には円高による売上減、為替差損などの影響を受けている。
- ② 繊維についてもほぼ化学同様。しかし、国際競争力の強いクラレは増益。
- ③ 鉄鋼については円高による輸出採算の悪化の影響がある。
- ④ 非鉄については製錬加工費がドル建てのため円高の影響力あり。
- ⑤ エネルギーについては輸入原料の調達コスト減などによる円高プラス要因もあるが円高による売上減もある。
- ⑥ 紙パルプについては原燃料費の減少による営業利益増。大王製紙は営業利益の対為替弾性率が2.6と円高のメリットは大きい。
- ⑦ 製薬会社については、円高の影響はほぼ中立。武田薬品は米国におけるドル建ての研究開発費や販売管理費が円ベースでは減少。
- ⑧ 食品については国際化の進んだ企業についてはドルのみならず新興国通貨安により影響を受けている。しかし、一般的に国内依存度の高い企業については特段の影響はない。むしろ、円高によるコスト減や高付加価値の製品を持つ企業については増益基調。なお、JTについては海外事業の地域分散が進んだため、通貨変動の影響を均一化できるようになったとの会社コメントあり。

## 3 内需（小売、サービス）

- ① 商社については円高による軽微なマイナスの影響。
- ② 小売ではほとんど影響はなくむしろ海外製品の仕入れの依存度が高い企業については利益増。全般にプラスの影響。
- ③ 運輸については海外売上高比率の高い企業については影響を若干受けている。
- ④ 海運については市況悪化の影響が大きい。
- ⑤ 建設については内需型が多いため円高の影響は中立、しかし海外依存度の高い日揮についてはマイナスの影響がある。
- ⑥ 不動産については影響なし。ただし輸入木材を使う大東建託は円高により輸入コスト減。
- ⑦ その他サービスについては全般に影響なし。

## 2. 3. まとめ

- ① 自動車など海外への事業分散が高度に進展した企業でもいまだ円高の影響が存在する。産業全般に円高によるマイナスの影響がプラスよりもやや大きいという印象を受ける。しかし、円高の影響のみならず、新興国の需要減など、その他の要因も相当大きいものと推測される。（祝迫ほか[3] [4]）
- ② 円高対応策として企業は短期的には合理化などコスト減をあげている企業が多い。し

かし、地域の分散化を一層図るという意見も多い。

- ③ 輸出企業の中で市場寡占度の高い、あるいは高付加価値製品をもつ企業についてはむしろ価格改定で対応しており円高の影響を克服している。

## 2. 4. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の調査（出所：日経2016年3月18日）

三菱UFJモルガン・スタンレー証券の調査によると、主要27業種のうち円高が業績にプラスになるのは、原材料などの輸入が多い3業種のみである。自動車や電機のほか食品、小売り、不動産なども足元では円高が業績のマイナス要因になっている。

小売りにとってはインバウンド（訪日外国人）消費の影響、食品の場合海外展開の加速などによるマイナスの影響あり。算定根拠など詳細不明ながら円高の企業業績へ与える影響を大きく把握できる。

対ドルで1円の円高が進んだ場合の営業利益への影響度

全産業	－0.52%
製造業	－0.85
非製造業	－0.07

円高がマイナスの主な業種

輸送用機器	－1.39%
卸売業	－0.80
精密機器	－0.79
電機機器	－0.48
食料品	－0.18
小売り	－0.01
不動産	－0.01

円高がプラスの業種

パルプ・紙	1.40%
空運業	0.52
電気・ガス	0.09

## 3 日本企業の為替対策

日本企業がどのような形で為替変動に対応しているか概観する。やや調査は古いが2000年代の日本企業の対応をIto et al.[5]によるケーススタディから見てみる。次に、黒田日銀体制が発足した2013年春先より徐々に進展し、2014年11月から2016年春先まで長期にわたって続いた今回の円安局面における企業の対応状況を見たい（末尾付表4）。

### 3. 1. 日本企業の円安対応（インボイス通貨選択とPTM行動）

Ito et al.[5]は日本を代表する主要輸出企業12社のヒアリング調査を行い、2000年代の日系企業のインボイス通貨選択、為替リスク管理、価格設定の実態を解明した。まず、日系自動車・電機メーカーは、2000年代に入り同一グループ内貿易が大半を占めるようになったため、そのインボイス通貨選択を為替戦略の重要な手段とした。

即ち、海外現地法人に為替リスクを負わせないため、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択することによって販売価格を安定させる行動を採用している。特に近年の東アジアにおける米ドル建て決済の増加は、域内生産拠点構築に伴う東アジア域内貿易が一層拡大する中、最終輸出先としての米国の重要性によるところが大きい。

このようにドル建て輸出価格が中心となっているため、為替レートが大きく変化しても取引先との長期の安定的取引を重視して輸出企業は外貨建て価格をすぐに改定せず一定に保つ。これはPTM (Pricing-to-Market) 行動と呼ばれている。当該報告書では「輸出先別価格差別化」と称しているが、むしろ「市場対応型価格安定戦略」ともいうべきものであり、競合他社の価格設定行動や市場の競争環境に対応しながらも基本は現地消費者の安定価格志向を重視する考え方であろう。

### 3. 2. パススルー（価格転嫁）

次いで最近の円安局面での企業行動について清水による論文を見てみよう[6]。今回の円安局面で輸出産業がどのような輸出価格戦略をとったのか輸出価格へのパススルー（価格転嫁）という観点から検討すると、日本企業の輸出の多くはドル建てとなっているので、円安がドル建ての輸出価格にパススルーされれば、輸出価格が下がる。その結果、輸出数量が伸びる筈だが、今回の円安によっても貿易収支は改善されなかった。日本企業は輸出相手国での販売価格を安定化する前述の PTM 行動をとっており、為替変動はドル建ての輸出価格にパススルーされなかった。

今回の円安局面では円建てベースの輸出価格は上昇しているが、契約通貨ベースでの輸出価格はさほど下がらず安定的に推移している。日本の輸出企業はドル建て輸出価格を据え置くことで輸出数量を拡大せずに、円安分の利益幅を拡大することを選択した。

次に、輸入サイドのパススルー、すなわち為替レートが円安方向に振れた時に日本の輸入物価や国内物価がどれだけ上昇するのかという点であるが、輸入価格に対するパススルー率が1980年代から2000年代初頭にかけていったん低下したものの、塩路[7]の分析によれば、2000年代から日本のパススルー率が再び上昇している。円安につれて円ベースの輸入物価指数も上昇している。これは、日本の消費財生産コストに占める輸入消費財と輸入原材料・中間財の合計シェアが2000年代を通じて増え続け、07年には20%近くまで上昇していたことが要因だと考えられる。これはグローバルなSCMの資材調達上日本でも輸入品の重要性が高まっている表れだと推測される。

### 3. 3. 日本企業の円安対応策の実態

日本企業における実態について新聞報道を中心に見ていく。

#### ① 国内生産回帰

電機や自動車などの製造業は円高の進行に対応し海外に生産拠点を移してきたが、円安の長期化で一部に国内生産への回帰が見られた。JVCケンウッドはマレーシアでの高級ホームオーディオの生産から撤退し、国内市場の販売比率が大きい分野を中心に国内生産への回帰を進めている<sup>2</sup>。パイオニアは国内市場向け市販用カーナビの生産をタイから国内に移す。ホンダもメキシコや英国から主力小型車フィットの生産を国内に戻し、輸出比率を1割弱にまで上げる方針である<sup>3</sup>。但しこれら動きは一部の製品に限られるようである。

#### ② 価格転嫁（パススルー）（内需型 国内販売価格値上げ）

内需型企业には輸入コストの増加を国内価格に転嫁する動きもある<sup>4</sup>。山崎製パンは7月にパンを2年ぶりに値上げする。小麦粉などの原材料コストが前期より円安のため30億円程度まで膨らむ見通しになった。ファーストリテイリングは円安や原材料高を理由に15年の秋冬商品で2年連続となる値上げを決めた。

#### ③ 価格転嫁（パススルー）（輸出型 外貨建て輸出現地価格の引き下げ）

海外での販売戦略としてシェア拡大を目指し外貨建ての現地価格を引き下げる輸出企業が出てきた<sup>5</sup>。これまでは値下げせず利幅の確保を優先してきた自動車や電気機械などの一部メーカーが、戦略を転換している。過去の円安局面と異なり今回は円安の初期段階で、企業は輸出品の値下げによるシェア拡大に動かず収益改善を優先した。

高付加価値品の輸出を増やしてきた自動車メーカーなどでも同様。しかし、円安が長く続いたことで、利幅優先の企業の姿勢は変わり始めている。三菱電機は外貨ベースの値下げはシェア奪還に向けた営業戦略の一つとし、パワー半導体などで値下げする。

輸出物価指数(契約通貨ベース)をみると、小型乗用車は2013年11月頃から長らく107、108近辺にほぼ安定していたが2015年4月から7月頃まで約103に落ち込んでいる<sup>6</sup>。自動車を筆頭に携帯電話など通信装置や半導体メモリーなども下落している。

#### ④ 為替予約

ファーストリテイリングは、2015年8月期有価証券報告書によると、2016年8月期は1ドル＝95円11銭の平均レートで36億ドルを予約している<sup>7</sup>。同社は大半の商品を輸入しているため、商品仕入れ額の約9割を為替予約している。期間としては、3年程度

<sup>2</sup>日本経済新聞 2015年5月21日

<sup>3</sup>同上 2015年6月3日

<sup>4</sup>同上 2015年6月3日

<sup>5</sup>同上 2015年7月6日

<sup>6</sup> 日本銀行輸出物価指数 2010年基準

<sup>7</sup> 日本経済新聞 2015年11月28日



先まで為替予約している。

商品の約 9 割をベトナムなど海外で生産するニトリホールディングは、対ドルで 1 円の円安が営業利益を年間約 15 億円押し下げる。このため、16 年 2 月期は 1 ドル＝101 円強、17 年 2 月期は 108 円強で為替予約を実施している。一方、エービーシー・マートは為替予約をしていない。青山商事もかつて多額のデリバティブ評価損を計上した経緯から、新たな為替予約を控えている。

### 3. 4. 円高局面での対応

#### ① ナチュラルヘッジなど

日立製作所はドルやユーロを主体とする外貨建て資金の半分を半年先まで為替予約している。ソニーも決済代金の 3 カ月分程度を為替予約。

N T N はナチュラルヘッジを導入した<sup>8</sup>。外貨建ての手元現預金をあらかじめ増やしておき外貨建て債務と資産がいつでも同規模に調整できるように目指す。ナチュラルヘッジは現預金を手厚くするだけなので手数料はかからない。

例えば円安・ドル高が進むと、円換算したドル建て債務は膨らむが、その前に積んでおいたドル建ての手元現預金によって資産も同様に膨らむため、業績面で為替変動の影響を相殺できる。ナチュラルヘッジは普段は使わない現預金を増やす手法のため、資金効率の悪化につながるとの批判もある。N T N は従来の為替予約と組み合わせて活用する。

#### ② リーズアンドラッグズなど

テルモはグループ内の資金回収の効率化を進め海外子会社に製品を販売した際には売掛金の回収期間を従来より数十日間ほど短縮し、為替差損の発生を抑える。子会社への資金供給は貸し付けから出資に切り替える<sup>9</sup>。

### 3. 5. 新興国通貨の問題

リーマンショック以降、日本企業の新興国への事業進出が一層進み、自動車、電機、精密機械などの主力輸出企業では、新興国通貨の変動によって業績が大きく影響するようになってきた。新興国通貨安により、新興国通貨建ての売上高と利益が連結後の円換算で減少する。また現地通貨建ての外貨資産が通貨安で下落し為替差損を発生させる。

上場企業の 2016 年 3 月期は、新興国の通貨安が業績に悪影響を与える<sup>10</sup>。トヨタ自動車は、ロシアルーブル、豪ドルの下落が利益を目減りさせる。ホンダもレアルなどの影響あり。ダイキン工業はタイバーツや人民元などの通貨安が営業減益要因になる。日本たばこ産業はルーブルなどの通貨が対ドルで下落するのが響き 15 年 12 月期の海外のたばこ事業の営業利益は 14% の減少を見込む。

<sup>8</sup> 日本経済新聞 2016 年 10 月 5 日

<sup>9</sup> 同 2016 年 10 月 7 日

<sup>10</sup> 同 2015 年 5 月 20 日

マツダも為替リスクが多様化している<sup>11</sup>。メキシコ工場での生産が増え日本からの対米輸出が減少する一方、メキシコ工場は取引がドルベースのため対ドルの為替変動の影響は受けない。しかし、カナダやオーストラリア、欧州向けの輸出が増加、対豪ドルで1円動いた場合の影響額は約25億円、同じくユーロが約18億円、カナダドルが約15億円となっている。

このような動きを受けて、企業は新興国通貨安への対応を急いでいる<sup>12</sup>。例えばユニ・チャームは16年12月期、インドネシアやブラジルなど新興国の子会社に対するドル建て親会社貸付の一部を資本金に振り替える。現地通貨が対ドルで下落すると、ドル建て負債を持つ子会社の返済負担が増加する一方、現地での売り上げが現地通貨の場合、返済の原資が不足する。返済負担のない資本金に切り替えれば現地企業の資金繰りは楽になる。また現地工場の原材料はドル建てで輸入することも多く、現地通貨建てでは支払額も増加し、新興国通貨安は現地企業にとって大きな負担となる。

取引を現地通貨建てに変更する企業もある。富士フイルムホールディングスはブラジルなどの子会社に対する貸し付けをドル建てからレアルなど現地通貨建てに切り替える。京セラは中国国内で人民元建ての取引を拡大している。仕入と販売の両方を従来のドル建てが中心から、人民元建てにして為替リスクを抑える。

花王は、子会社への貸付金のレートをすべて予約しヘッジしている。14年稼働したインドネシアの紙おむつ工場に対する設備投資資金の貸付金を対象とする。

#### ① 負債を資本に切り替え

ユニ・チャーム・・・子会社へのドル建て貸付金を資本金に切り替え

横浜ゴム・・・ロシア子会社を約20億円増資し、借入金返済に充当

ヨロズ・・・インドなど3力国の子会社で借入金を全額資本金に

#### ② 現地通貨建てで取引

富士フイルム・・・ブラジル子会社の借入金をドル建てからレアル建てに

京セラ・・・ドル建てが中心だった中国で人民元建て取引を拡大

#### ③ 為替予約など

花 王・・・子会社への貸付金を全額為替予約

ミネベア・・・為替予約の期間を最長3年間に延長

アステラス・・・ロシア子会社からの債権回収期間の短縮を検討

自動車部品メーカーが新興国通貨の想定為替レートを相次ぎ公表している<sup>13</sup>。完成車大手の新興国展開に伴い、現地に進出する国々が増え新興国通貨の動向が業績に与える影響が大きくなっている。油圧機器メーカーKYBは、2017年3月期の通期見通しから中国・人民元やタイ・バーツ、ロシア・ルーブルの想定為替レートを開示し始めた。

<sup>11</sup> 同 2016年3月5日

<sup>12</sup> 同 2016年3月12日

<sup>13</sup> 日本経済新聞 2016年9月1日

トヨタ紡織も人民元やパーツを公表し始めた。ヨロズはドル以外にブラジルやメキシコ、インドネシアなど主要子会社がある国の6通貨の想定為替レートを開示対象としている。

#### 4 個別企業における為替リスク管理のケース

日本企業の為替リスク管理については、伊藤他のアンケート調査[8] 結果の概要を受けて「国際ビジネスファイナンス研究会」として個別にヒアリングを始めている。今後社数を増やす意向であるが、取りあえず個人的な調査も含め伊藤ほかの「結果」を検証していく。

**結果1．日本企業の貿易取引において、インボイス通貨と決済通貨は同一通貨が用いられている。**

常識的に両者は通常同一であり、インボイス通貨が入手できないなどの事情がある場合だけ発生する。輸出先の新興国通貨がインボイス通貨となった場合、規制が強く新興国の国外で決済ができないため、やむを得ず円やドルで決済することもある。また、反対に新興国の一部においてインボイス通貨のハードカレンシーが不足しているとき、またその入手にきわめて高いコストが発生するときなど現地通貨で支払われることもある。

**結果2．日本企業は平均3種類の外国通貨を貿易取引上取り扱っており、企業規模が大きいほど海外売上高比率が高いほど取り扱われる外国通貨数は多い。**

一般に企業規模が大きく海外売上高比率が高い企業は多国籍化が進んでいるので、新興国通貨の関与も頻繁でこれもまた当然の結果である。貿易外のインボイス通貨では3種類をかなり上回る。

**結果3．先進国通貨は為替変動の大きさ、アジア通貨は規制の存在が、日本企業の為替リスク管理上の障害となっている。**

現在の国際通貨市場は米国FRBの金融政策に大きく影響されるのみならず、国際政治の地政学的リスクに対し脆弱なためドルを中心として変動が大きく、予測が極めて難しい。この点は為替リスク管理上の最大の問題点である。また人民元などアジア通貨を始めとして新興国通貨については依然規制が多いのも事実である。また新興国通貨についてはヘッジコストや外為手数料が高く為替ヘッジの実行を阻害している。

**結果4．日本企業の約4分の3が為替市場を通じた何らかのヘッジ手段を利用し、企業規模が大きいほど、海外売上高比率が高いほど、複数のヘッジ手段によって為替リスク管理を行っている。**

一部中小企業や商社経由の輸出を行う企業を除き、ほぼ大多数の企業が輸出予約を中心にリスクヘッジを実行している。期間は3か月が中心で、貿易取引額のすべて全額をヘッジする会社もあるが、予約比率を情勢に応じて弾力的に調整する会社のほうが多い。特定のプロジェクトや子会社の設備資金対応の投融資については長期のヘッジを行うこともある。通貨金利スワップやオプションの利用についても今後の研究テーマであるが、オプシ

ョンはコスト面からの制約が大きく、むしろオプションを売る銀行サイドの営業姿勢がその利用度を左右する面は否めない。特に中小中堅企業においてはそうである。

**結果 5.** 約半分の日本企業に為替リスクヘッジの割合に関する社内ルールが存在し、企業規模が大きいほど、海外売上高比率が高いほど、社内ルールが存在する企業の割合は高い。

ある程度の企業になれば、多くの経営者が為替リスクに関してまず検討するのが、利益に影響する会計的リスクについてである。したがって上場企業などでは当然のことながら為替リスクに対し基本的にヘッジするルールも定めている。また営業外の為替差損についてもマリーなども考慮する。為替換算調整勘定については円高になるつど議論されてきたが、日本企業では具体策について本格的な検討には未だ至っていない。

**結果 6.** 日本企業の約 4 割が為替リスク管理手法としてマリー及びネットティングを採用し、規模が大きいほど、海外売上高比率が高いほど、その割合は高い。

マリーやネットティングについては多国籍企業の多くが具体的な対応をしている。

**結果 7.** 半数以上の日本企業が現地法人毎に為替リスク管理を行う体制を採っている。

現地法人毎に管理を行う体制がいまだ中心。管理の一極集中やフィナンシャルセンターは一部大企業に限る。

**結果 8.** 多くの日本企業は大幅な為替変動を輸出先の販売価格に反映させていない。ただし、事業規模が大きいほど、海外売上高比率が高いほど、反映させる企業の割合は高い。

これは価格転嫁に関連する極めて重大な結果である。基本的に日本企業は PTM 行動をとるため外貨建て輸出価格を安定的に保つ。一般的に、大幅な為替変動を輸出先の販売価格に反映させるかどうか、あるいは反映が可能かどうかについては当該企業の価格転嫁力、即ち製品の国際競争力にかかっており、高度な経営判断となるものと思われる。また価格転嫁を行う上でも日本企業の場合長期の取引関係を考えて急激な価格改定はとらないものと思われる。また一部企業では国際競争力の強い製品については円建てで販売している。

**結果 9.** 日本からの輸出総額の大半は円建て取引と米ドル建て取引であり、次いでユーロ建て取引が用いられている。企業規模が大きいほど円建てシェアは低く、米ドル建て、ユーロ建て、その他通貨建てシェアは高い。

日本の基幹産業である自動車産業と電機産業の主たる最終輸出国である米国の通貨が、生産拠点である東アジア企業においても統一通貨として利用されていることが大きい。新興国通貨も前述のとおり増加している。

**結果 10.** 日本から米国及びユーロ圏向け輸出においては、概ね相手国通貨が選択されている。その他の先進国向けでも、相手国通貨は円に次いで選択されている。企業規模が大きいほど、円建てシェアは低く、相手国通貨建て及び米ドル建てシェアは高い。

ほぼ結果通りと思われるが、アジア向け輸出において競争力のある製品や素材は一部円取引が行われている。

**結果 11.** 日本からアジア各国向け輸出においては、円と米ドルが選択されている。アジア

各国通貨はほとんど選択されていない。企業規模が大きいほど、円建てシェアは低く、相手国通貨建て及び米ドル建てシェアは高い。

一層の調査を行う。

結果 12. 日本からの主要な輸出相手先国・地域向け輸出においては、企業内貿易取引の割合は 50% 超に達する。企業規模が大きいほど、輸出における企業内取引の割合は大きい。企業間貿易では、資本関係のない現地の代理店向け輸出のシェアが最大である。

ほぼ結果通り。企業間貿易では、商社経由も多い。

結果 13. 日本から先進国・地域向けの企業内取引においては相手国通貨が最も選択されている。日本からアジア各国・地域向けの企業取引においては相手国通貨は殆ど選択されていない。

結果通り。日本からアジア各国・地域向けの企業内取引においてはドルないし円が最も多い。

結果 14. 企業内取引よりも企業間取引においては円建て取引のシェアが顕著に高い。

詳細不明。一層の調査が必要。

結果 15. 生産拠点から現地市場への販売においては、ほぼ現地通貨が取引通貨として使用されている。

結果 16. アジアの生産拠点から第三国向け輸出においては、米ドルがインボイス通貨として利用されている。

いずれの結果とも妥当なもの。

## 5 課題とまとめ

この研究ノートでは会計的リスクを中心に為替リスクを検討した。為替リスク管理についてはまだ研究半ばであり、最終的な結論に至るにはまだ時間を要するので、ここでは暫定的な課題を以下にいくつか列挙することによって当面のまとめとし、次回報告まで引き続き研究を継続することとしたい。

### 会計的リスクと経済的リスク

円高ショックが企業価値に与える影響について、最近では他の需要ショックや石油価格ショックなどと比較すれば低下しているとの指摘もあるが、今回の調査では、為替変動、特に円高が日本企業の会計上の業績に与える影響、即ち会計的リスクが依然として大きいことが判明した。

会計的リスクとは、為替変動が比較的予測可能な 1 年程度先を展望する決算に影響を与えるものとするが、一方経済的リスクとは現在並びに将来キャッシュフロー、即ち企業価値に影響を与えるものとその違いを理解できる。

しかしながら、両者の差異が時間軸とともに希薄化し一体化することにより現実には両者を明確に区別して捉えることは極めて難しい。急激な為替の変動が発生すると即座に直

後の四半期決算、更にその次の四半期に反映されることが予想される。具体的には売上高、営業利益、営業外損益及び純資産（外貨換算調整勘定）に影響を与える。

売上高と営業利益は即座にキャッシュフローに影響し直接的に経済的リスクと関連する。更に為替差損益中、評価損益も対象資産・負債がその価値を変動させている事実を決算時点で認識するものであるから、それは将来キャッシュフローの現在価値を示しているものとも解釈でき、経済的リスクと関連する。また外貨換算調整勘定は、決算日レート法によれば既存の海外直接投資残高の時価を円で評価するための調整勘定と言えるので、もし減少しているならば円投資額が減価、もし増加しているなら投資価値が増加していることになる。

このように会計的リスクも現在のキャッシュフローにも影響し、また将来キャッシュフローを反映した企業価値とも関連する。今回の研究ノートでは新聞など公表資料を基にした会計的リスクを中心としたが、経済的リスクと会計的リスクとの区別について両者を明確に区別するより、むしろ両者は密接に関連するものと考ええる。経済的リスクを財務諸表に反映したものが会計的リスクと考えてもいいのではなかろうか。

### インボイス通貨政策

インボイス通貨が円建てであれば、大きな為替変動でもしばらくの間は事業業績に影響を与えない。為替の変動を受けて取引条件改定の交渉を行うまでの間は全く影響しない。したがって、短期的には為替リスクヘッジの最善の手段は円建てインボイスの追求である。しかし日本の場合、歴史的・政治的・軍事的理由からドル経済圏に深く密接に組み込まれてきたことに加え、アジアで築いた生産拠点の多くも対米貿易に向けて構築されたものであり、ドルインボイス以外の選択の余地は少なくしかも合理的なものであった。また世界的多国籍企業によって構築されている SCM もドル決済が主流である。

日本企業はインボイス通貨の特異なパターンでよく知られており、先進国としては過度にドル依存している。日本は、米国や EU のような国への輸出に際し輸入国の通貨を選択する強い傾向があり、また、アジアへの輸出でもドルが一般的である。

しかし日本企業の中で高度に差別化された輸出製品を持ち、国際的に高い市場シェアを保持している企業は、円建てが可能である。インボイス通貨の選択は複雑かつ難しい問題であるが、次の価格転嫁（パススルー）をはじめ他のリスク管理手段とともに検討されるべきものである。インボイス通貨の選択は日本企業の為替リスク管理に大きな影響を与えている。

### 価格転嫁政策の問題

為替レートの変動に対し、価格を改定するかどうか、またどの程度頻繁に行うかも為替リスク管理に影響する。もし、企業が利益水準を維持するために価格を一方的に改定できる競争力があれば業績には大きな影響を与えない。為替リスク管理の有効性は前述のイン

ボイス通貨の選択及び為替レートの転嫁と強く結びついている。

企業が為替の変化に対応して価格転嫁が可能か否か、またどの程度の頻度で変更可能かについては円の急変に対する企業の国際競争力いかんによる。もし企業が世界の同業他社に比較し差別的優位性が強く、円ベースで安定した利益を維持するために外貨建て輸出価格を弾力的に変更できるのであれば、為替の変動が企業業績に大きな影響を与えない。勿論国際競争力の強い製品であっても長期的には販売量が価格の弾力性に応じてそれなりに増減する。

日本の輸出企業は、為替レートが大きく変化しても外貨建て現地価格をすぐに改定せず一定に保つ PTM (Pricing-to-Market) 行動をとってきた。基本的には取引先との長期的取引関係を重視する戦略を反映したものと思われる。海外現地法人に為替リスクを負わせないため、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択することによって販売価格を安定させる行動を採用している。

### 為替リスクヘッジ

Ito et al. [9] は、日本企業について為替リスクヘッジ（金融及び営業ヘッジ）、建値（インボイス通貨）及び価格改定政策（価格転嫁）が為替リスクにどのように影響を与えるかに関する実態調査を行い、報告書をまとめている。

調査によれば、海外市場依存度の高い企業は為替エクスポージャーが高いこと、インボイス通貨がドル建てになるほど為替エクスポージャーは増えるが金融・営業ヘッジによりエクスポージャーは減少すること、円建てはエクスポージャーを減少させることの3点が結論として得られた。日本企業は為替リスクに対し、インボイス通貨に応じて金融・営業ヘッジ政策と価格改定政策を考慮している。

Pantzalis et al. [10] は米国の多国籍企業について営業リスクヘッジが外国為替リスク管理に及ぼす影響を調べている。多国籍企業の海外事業のネットワークを示す変数（広がりや深さなど）を計測することにより、企業の営業ヘッジを構築する能力が判明する。営業ヘッジが進展し、広がりのある会社は営業リスクが低く、一方深さのある企業は営業リスクがより大きいという妥当な結論が得られた。

Allayannis et al. [11] は、為替リスク管理における金融ヘッジと営業ヘッジの関係を調査している。従来の研究では金融ヘッジと営業ヘッジの役割を個別に分析してきたが、この論文では、多国籍企業における両者の役割を広く関連付けて調査し、企業がグローバルに地域分散を強めるほど金融ヘッジを使うことが判明した。営業ヘッジは金融ヘッジとともに利用されるときだけ価値を生むことが分かった。

これらの先行研究が示す通り短期の為替リスクヘッジについては先物予約など金融ヘッジが有効であるが、国際競争力に対応する中長期にわたる営業リスクについては営業戦略による営業ヘッジしか効果はないのである。末尾付表1, 2, 3に見るように各社の対応もほぼ同様に短期的には金融ヘッジ、中長期的には海外直接投資の分散を考慮している。

より本質的には円インボイスや十分な価格転嫁力（パススルー）を可能にする強い国際競争力を備えた製品への特化が必要となろう。

#### 参考文献

- [1] 久保田政純『日本企業の外国為替管理（上）』2016年、国際ビジネスファイナンス研究会報告書、国際ビジネスファイナンス研究会編、麗澤大学経済社会総合研究センター、Working Paper No. 74
- [2] Adler, M., and Dumas, B., 1984, "Exposure to currency risk: definition and measurement," *Financial Management* 13, 41–50.
- [3] 祝迫得夫、中田勇人『為替レートが日本の輸出に与える影響の数量的評価：構造VARによる検証』、2014年、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）RIETI Discussion Paper Series 14-J-051
- [4] 祝迫得夫、中田勇人『原油価格、為替レートショックと日本経済』、2014年、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）RIETI Discussion Paper Series 14-J-050
- [5] 伊藤隆敏、鯉淵賢、佐々木百合、佐藤清隆、清水順子、早川和伸、吉見太洋『貿易取引通貨の選択と為替戦略：日系企業のケーススタディ』、2008年、RIETI Discussion Paper Series 08-J-009
- [6] 清水順子、『円安局面での企業行動 数量より利益幅拡大重視』、2016年4月25日、日本経済新聞 経済教室
- [7] Shioji, E., 2014, "A Pass-Through Revival", *Asian Economic Policy Review* (2014)9, 120-130, Japan Center for Economic Research
- [8] 伊藤隆敏、鯉淵賢、佐藤清隆、清水順子、『日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択』-「平成21年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」結果概要-、2010年、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）RIETI Discussion Paper Series 10-J-032
- [9] Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., and Shimizu, J., 2013 "Exchange Rate Exposure and Exchange Risk Management : The case of Japanese exporting firms" RIETI Discussion Paper Series 13-E-025
- [10] Pantzalis, C., Simkins, B. J., and Laux, P. A., 2001, "Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations," *Journal of International Business Studies* 32(44), 793–813.
- [11] Allayannis, G., Ihrig, J. and Weston, J. P., 2001, "Exchange-Rate Hedging: Financial vs. Operational Strategies," *American Economic Review Papers & Proceedings*, 91 (2), 391–395.
- [12] Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., and Shimizu, J., 2010, "Why has the Yen failed to become



a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese exporters' invoicing” Working Paper 16231. National Bureau of Economic Research

- [13] Eiteman, D., Stonehill, A. and Moffett, M. H. 2013 “Multinational Business Finance” 13<sup>th</sup>.ed. *Pearson Education, Inc.* (デビッド・K・アイトマン、アーサー・I・ストーンヒル、マイケル・H・モフエット、久保田政純・真殿達監訳、2011年、国際ビジネスファイナンス第12版、麗澤大学出版会)

円高の影響(2016/4-6 決算発表記事まとめ 期間の記述がない場合は4～6月の数字) 出所:日本経済新聞他

## 1. 輸出企業(製造業)

付表 1

	社名	海外売上 高比率 (%)	円高の影響	対策	(営業利益の対ドル 為替弾性率)
自動車	(自動車7社)		(営業利益は7社合計で前年同期の10%減の1兆3026億円。 円高だけで営業利益を5000億円近く押し下げた。)		
	トヨタ	78	17年3月期予想営業利益は前期比4.4%減の1兆6千億円。 円相場の前提は前期実績の120円から102円へ。	部品の調達コストの引き下げなど原価低減。 為替変動の影響は短期で解消はできない。	-2.49
	ホンダ	86	営業利益2668億円、為替の影響で758億円減少。 為替は1%108円。前年同期比13円の円高	販売台数増と原材料費減、原価低減	-1.84
	日産	85	円高により912億円の営業減益(比較対象は不明)		
	マツダ	NA	円高により339億円の営業減益(為替は108円、前年同期比13円高) 対ドルで円が1円上昇した場合営業利益は年10億円減少、営業利益 2300億円程度、13年3月期に比べ影響が約4分の一	生産、開発の現地化 店舗刷新でブランド再構築	-0.48
	富士重	NA	営業利益が前年同期比2.4%減の1015億円。292億円営業減益 為替レートは1%111円。前年同期9円の円高。	高い稼働率を維持しコスト削減、台数増	-2.76
	スズキ	67	営業利益は591億円。円高は194億円の減益要因となりこの内 インドルビーに対する円高が81億円を占める。		
	三菱自	82			
	いすゞ	64	前年同期比売上9%減、営業利益25%減の368億円。 通貨パーツに対して円高が進み82億円の営業減益。		
	日野自	34	4～9月期は連結営業利益が320億円程度と、前年同期から4割ほど減った 1%当たり1円の円高が年間7億～8億円の営業減益要因		-2.26
	デンソー	60	円高が280億円の営業減益要因。前年同期比13円高の1ドル108円。		
	日本精工	67	営業利益は4.5%減の146億円。円高41億円の減益要因。		-1.82
自動車関連	ブリヂストン		2016年12月期営業利益4530億円、円高による減益870億円。 想定為替レートは1%105円と10円の円高。	高付加価値品に注力	-1.69
建設・重工	コマツ	78	17年3月期営業利益1550億円。円高による減益320億円。 前期120円、今期105円	製品の付加価値を高める。安売りはしない。 部品販売やサービス事業を伸ばす。	-1.20
	日立建機	69	17年3月期営業利益220億円。円高による減益147億円。 想定レート110円から100円		-4.01
	三菱重工	55	円高による為替差損、想定為替レートを110円から105円に 引き下げたこともあり17年3月期の純利益は300億円減の100億。		
	川重	59	4～9月期営業利益40億円。約90億円が為替の影響 想定110円から102円に。	造船の構造改革	-8.83
	クボタ	68	16年12月期営業利益2千億円、円高による減益前期比370億円 1ドル120円から108円。	需要地で開発・生産を進める	-1.41
電機	日立	48	17年3月期営業利益5400億円、円高で前期比600億円の減益 1ドル120円から今期110円を想定。 2016年4～9月期の連結営業利益(国際会計基準)は2328億円と 前年同期比15%減った 営業利益は前年同期比400億円強の減少。 要因別にみると円高で450億円	海外調達比率を43%から44%へ高め現地の 安価な材料を使用。日本からの輸出も減らす	-1.10
	三菱電機	43	17年3月期営業利益2350億円、円高で前期比200億円を超える減収 ユーロや人民元、タイバツ、ウォンなど他通貨に対する円高 2017年3月期下期の為替レートを円高方向に見直したにもかかわらず、 通期の連結純利益予想を従来より100億円上方修正した。エアコンなど 得意分野への事業絞り込みと生産合理化の効果が出る	前期27%の海外生産比率を高める。プロ ジェクトの採算管理の徹底、海外部材の採用	
	ソニー	71	純利益211億円と前年同期比74%減。円高も影響	スマホの部品をドル建てで調達しているので 円高は利益、しかし欧州のテレビなどユーロ安	
	パナソニック	52	純利益前年同期比63%減の217億円 為替レート121円から108円に		
	富士通	40	売上げは円高の影響で前年同期比7%減		
電子部品	TDK	92	1円の円高は年14億円の営業減益(前期営業利益約900億円)		-1.87
	アルプス電気	81	1円の円高で営業利益が年間10億円減少(年間営業利益約500億円)	為替予約ヘッジも限度、部材の現地調達を 増やす	-2.40
	京セラ	59	為替レートが対ドルで13円円高になり250億円の減収		
精密	富士フイルム	50	営業利益275億円、円高により前年同期比97億の営業減益 為替差損は64億円発生 対ドルとユーロで1円の円高がそれぞれ年8億の減益要因		
	コニカミノルタ	80	2016年4～9月期は連結営業利益(国際会計基準)が、前年同期比 3割減の180億円 欧州での売上高比率が全体の約3割に上り、対ユーロで1円の円高が 年間で8億円の営業減益要因になる。4～9月期は平均レートが 1ユーロ=約118円と前年同期から約17円、円高		
	SMC	69	外貨建て債権債務につき為替差損約150億円を営業外費用計上		
	ヤマハ	67	4～9月期の営業利益前年同期比8%増の230億円 円高で海外売上げは減少	電子ピアノやギターが良く売れ円高による 輸出採算悪化を値上げで吸収	
	オリンパス	80	2017年3月期営業利益予想770億円、円高による営業利益減は80億 1ドル108円から106円、1ユーロ120円から117円を想定		
	ダイキン工業	75	純利益前年同期比32%増の491億円	円高が90億円減益要因、一方エアコンなどの 販売増と価格アップにより185億の増益	
	ディスコ	78	営業利益65億円、売上げの一部は外貨建て、円高により10億円減、 数量増で減益をカバー 好採算の刃が伸びる		-1.47

営業利益の対ドル為替弾性率 : 営業利益変化率/円の為替上昇率

円高の影響(2016/4-6 決算発表記事まとめ 期間の記述がない場合は4～6月の数字) 出所:日本経済新聞他

## 2. 内需(製造業)

付表 2

	社名	海外売上高 比率 (%)	円高の影響	対策	(営業利益の対ドル 為替弾性率)
化 学 ・ 繊 維	三菱ケミカルHD	43	1ドル1円の円高で15億円の減益	高機能素材や医療材料に投資	
	信越化学	74	前年同期比17%増の営業利益600億円	コスト削減	
	住友化学	61	営業利益253億円、円高により50億円減収、飼料・農業不振		-1.82
			1円の円高で20億円の減益		
	三井化学	45	営業増益、車部品材料や紙おむつ向け不織布が伸びる		
	旭化成	35	2016年4～9期営業利益25%減の630億円、円高で繊維、電子部品 の利益減	医療関連などの費用削減や石化製品の 利幅改善で対応	
	ダイセル	54	営業外費用の為替差損18億円、海外販売が8割を占める セルロース事業は円高で減収		
	東ソー	45	営業利益は対前年同期比15%増の175億円、塩ビ原料価格は低下 したが製品価格はある程度維持できた。しかし為替差損56億円		
	東レ	53	円高で300億円の減収だが営業利益は11%増の410億円、 不織布やエアバッグ向け基布が伸びた。原材料安で132億円の増益	グローバルに事業拠点を持つ強み、為替 予約も実勢に近づくと、コスト削減と低収益	
	クラレ		2016年12月期純利益は前期比12%増の400億円、 円高30億円の営業減益	事業の抜本改善原材料安などで吸収	
鉄 鋼 ・ 非 鉄	帝人	40	2017年3月期営業利益530億円、1ドルの円高で営業利益が5億円減少		-1.12
	日立化成	58	円高で為替差損発生、円高の影響を原料安や原価低減で吸収		
	新日鉄住金	39	円高により鋼材の輸出採算の悪化、原料の在庫評価損、外貨建て 資産の価値減、前年同期比10円円高の1ドル110円で経常利益330億円	大口顧客との価格上昇	
	三菱マテリアル	36	2017年3月期の経常利益12%減の640億円、製錬加工賃をドル 建てで受け取るので減益、外貨建て資産の為替差損も発生		
エ ネ ル ギ ー	三井金属		経常利益前年同期比3割減の45億円、亜鉛の市況低迷や円高による		
	住友金属鉱山	40	純利益69億円の赤字、資源安に円高	ニッケルの市況改善	
	国際石油開発 帝石		純利益前年同期比67%減の78億円、原油安に加え円高の負担 売上の9割がドル建て、1円の円高で13億円の純利益減		
	東燃ゼネラル石油		原油がバレル1ドル減少すると純利益29億円減 2016年1～6月期純利益前年同期比32%減の158億円		
	東京ガス		石油製品市況の悪化に円高の影響も 純利益前年同期比47%減の391億円、LNGの調達価格下落 によるガスの販売価格減と年金債務増 2016年4～9月期の連結純利益が前年同期比68%減の260億円。 期中の為替レートが想定よりも円高だったため、都市ガス原料の液化天然 ガス(LNG)の調達費用が減った。 経常損益前年同期比36%減の1367億円		
紙 ・ パ	東京電力				
	王子HD	28	外貨建て資産の為替差損109億円、営業利益は円高で原燃料費 が減少営業利益は増加 原燃料をドル建てで輸入しており、差し引きで対ドルで1円の円高は 年5億円の営業増益要因となる。4～9月期の為替レートは前年同期 より約17円、円高で原燃料費が軽減された 円高で利益が目減りする海外事業も現地通貨ベースでは堅調だった		
製 薬	大王製紙		2016年4～9期の営業利益は前年同期比10%増の110億円、15円円高 木材チップなどの原材料が円高で想定より減少 1%1円の円高で年間約4億円の営業利益増		2.63
	武田薬品	62	純利益対前年同期比4倍の995億円 円高で外貨建て研究開発費や販売管理費など減少		
	アステラス製薬		純利益対前年同期比49%増の666億円		
	大塚HD	56	1～6月期純利益35%減の450億円、円高による海外売上減収		
食 品	キリンHD		1～6月期の営業利益は前年同期並みの580億円、ブラジルは レアル安により赤字幅減少、為替差損は吸収		
	アサヒグループ HD	14	2016年12月期営業利益前期比4%増の1407億円、円高による 海外売上減収を原価低減で吸収する	燃料安や原材料の価格低下により原価低減 ペットボトルなどの内製化も寄与	
	森永製菓		2017年3月期純利益前年比24%増の100億円、生産効率を高め 原材料や光熱費を軽減	健康により付加価値の高い製品は価格下落 圧力に強い	
	明治HD		営業利益対前年同期比31%の220億円、高機能ヨーグルトの販売好調		
	カルビー		純利益対前年同期比10%増の38億円、海外事業の営業利益は 円高で子会社の収益が減少、シリアル食品好調	新製品で吸収	
	日清食品		営業利益前年同期比22%増の68億円、円高で中国などの海外 事業収益は減、高価格帯商品が好調、為替差損8億円発生	高価格帯商品の国内販売好調	
	JT	60	2016年1～6月期純利益前年同期比17%増の2470億円、売上げは 円高で売上げの6割を占める海外タバコ事業減収のため対前年同期比 2%減海外の営業利益は9%減、ロシアルーブル安、ドル安などによる	海外事業が拡大したため一つの地域の変動を 他の地域の為替変動でカバーできるようになった 為替ヘッジの必要性は薄れた	
	味の素	53	経常利益対前年同期比9%減の230億円、タイバーツやブラジル レアルなど新興国通貨安で海外子会社収益減も		
	キッコーマン	57	売上前年同期比2%減の988億円、円高による海外子会社減益	新製品	
	ヤクルト	41	純利益前年同期比31%減の54億円、連結の約4割を占める海外 飲料事業売上げ7%減、インドネシア、タイ、ブラジルなど	ヤンマーなど新興国の展開拡大	
	マルハニチロ	18	経常利益過去最高、円高による仕入れコスト減少が寄与、 製品の採算向上で吸収、円高で北米子会社収益減、 円高で為替差損が発生		

円高の影響(2016/4-6 決算発表記事まとめ 期間の記述がない場合は4～6月の数字) 出所:日本経済新聞他  
3. 内需(小売、サービス)

付表 3

	社名	海外売上高比率(%)	円高の影響	対策	(営業利益の対ドル為替弾性率)
商社・小売り	三菱商事		純利益対前年同期比35%増の1008億円、オーストラリアの原料炭事業が生産性向上		
	三井物産	21	純利益対前年同期比37%減の611億円、原油価格の下落や円高によりエネルギー部門が大幅赤字		
	丸紅		純利益対前年同期比32%減の484億円、対ドル1円の円高で純利益6億円減。米農業資材子会社やIPPなどで収益減		-0.15 純利益ベース
	三越伊勢丹		純利益対前年同期比44%減の49億円、		
	高島屋		純利益対前年同期比16%減の200億円、消費低迷で国内百貨店の販売が落ち込み円高進行で海外子会社の利益減、為替差損も膨らむ		
	セブン&アイ	33	純利益は過去最高、北米コンビニ事業円高で減収 営業利益対前年同期比6%減の329億円		
	家電量販3社		ヤマダ電機、エディオン、ケーズ増益		
	ドラッグストア		ココカラ以外に売上上げ、利益とも増		
	4社		ココカラ以外は売上上げ、利益とも増		
	しまむら	1	3～8月営業利益前年同期比3割増の230億円、主力製品の定価販売、在庫管理の効率化など		
運輸	DCM		3～8月純利益前年同期比9%増の73億円、PB商品の販売比率アップ 円高で海外製品の仕入れコストが減		
	良品計画	36	3～8月純利益前年同期比13%増の117億円、国内・アジアで化粧品など好調、円高で仕入れコスト減のため利益率向上		
	ニトリ		商品の約9割をベトナム、中国で生産、円安により1ドル1円の円安で年間営業利益1.6億円減少。しかし、為替の予約により影響なし。		
	JR東日本		営業利益対前年同期比3%減		
	JR東海		営業利益対前年同期比5%増		
	西武HD	4	経常利益前年同期比7%減の1.3.4億円、不動産事業の先行費用負担		
	東急		営業利益1.2%増の2.2.8億円、不動産事業が好調		
	日通		純利益前年同期比1.0%減の7.3億円、円高で海外減収		
	JAL	39	営業利益対前年同期比4割弱減の2.3.0億円、人件費の増加を燃料コスト減でカバーできず		
	ANAHD		純利益前年同期比2.1%減の6.6億円、新興国通貨安による収入減		
建設	日本郵船	26	2.0.1.7.年3月期1.5.0.億円の赤字、コンテナ、バルクなど市況悪化、円高も影響		
	鹿島	21	純利益前年同期比ほぼ倍増、建築部門の受注、収益率とも好調		
	大林組	23	(収益比率) 米国など海外会社の売り上げ増も寄与 純利益前年同期比ほぼ5割増し、建築部門の受注採算改善		
	千代田化工	82	純利益対前年同期比8.4%増の3.7億円、新興国通貨の為替予約などの差益を4.7億円計上、LNG海外案件好調、円高でドル建て売上げは減		
	日揮	85	純利益対前年同期比6.5%減の3.3億円、海外大型案件減少 円高で3.3億円為替差損計上		
不動産	三菱地所	7	(収益比率) 純利益対前年同期比1.8%増の2.4.2.1億円、投資家向け物件売却の寄与		
	三井不動産		営業利益対前年同期比1割減の4.6.0億円、投資家などへの売却物件の減		
	住友不動産		経常利益対前年同期比3割増の4.8.0億円、高採算のタワーマンション好調		
	大和ハウス		経常利益前年同期比1%増の6.0.0億円、企業向け事業施設事業が好調		
	積水ハウス	5	2.0.1.7.年1月期営業利益前期比1.7%増の1.7.5.0億円見込み、賃貸住宅の建設や管理事業が好調		
	LIXIL		(収益比率) 最終損益1.1.6億円の黒字、米欧の水回り事業は現地通貨ベースでは伸びたが円高で目減り		
その他サービス	大東建託		2.0.1.7.年3月期純利益前期比2.2%増の8.2.1億円。輸入木材の原料コストが円高で減少。		
	NTT		純利益前年同期比2.6%増の2.4.3.6億円、NTTドコモの通信収入が増加		
	セコム		地域通信会社の費用削減、海外売上げ円高で目減り		
	電通		営業利益前年同期比2%減の3.0.0億円、損保事業の熊本地震による減益		
	リクルート	36	2.0.1.6.年1～6月純利益実質5.4%増、国内事業好調、海外事業は円高の影響で現地通貨ベースでは増加したが円建てでは横ばい		
	民放5社		経常利益が前年同期比5%増の333億円		
	野村総研		純利益はすべて前年同期比上回る		
	オリエンタルランド		営業利益前年同期比3%増の2.9.0億円。システム開発好調		
	楽天		純利益前年同期比5%増の1.6.2億円。3年連続入園料値上げ		
	すかいらーく		1～6月期営業利益前年度比1.2%減の4.8.7億円。 事業モデル曲がり角 1～6月期純利益前年度比1.7%増の7.7億円。 コスト削減と円高による食材調達コスト低下		

## 為替相場推移

付表 4

(単位：円)

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米ドル	2012年	76.99	78.41	82.45	81.56	79.77	79.30	79.04	78.69	78.18	78.99	80.91	83.65
	2013年	89.24	93.24	94.80	97.73	101.10	97.46	99.77	97.85	99.22	97.86	100.02	103.48
	2014年	103.93	102.15	102.27	102.58	101.83	102.08	101.73	102.97	107.08	108.00	116.22	119.41
	2015年	118.33	118.59	120.37	119.58	120.76	123.77	123.26	123.21	120.24	120.08	122.59	121.86
	2016年	118.24	115.08	113.03	109.94	109.13	105.73	103.99	101.34	101.99	103.82	108.27	115.99
ユーロ	2012年	99.34	103.67	108.95	107.33	102.00	99.41	97.24	97.49	100.38	102.35	103.80	109.63
	2013年	118.61	124.60	122.92	127.16	131.12	128.61	130.52	130.33	132.32	133.45	134.96	141.65
	2014年	141.46	139.48	141.42	141.58	139.82	138.78	137.84	137.14	138.31	136.96	145.01	147.27
	2015年	137.28	134.70	130.56	128.99	134.72	138.75	135.66	137.15	135.14	134.72	131.64	132.52
	2016年	128.36	127.62	125.56	124.62	123.09	118.84	114.95	113.55	114.35	114.42	116.82	122.27

(注) 数字は第一次公表仲値の月中平均値を示す。

(出所：三井住友銀行)