

## 円高とストックの円高対応と IFRS 対応

2011年8月30日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

### 1. 円高

足元で円高が進行している。夏場に円高が示現したのは2年連続だ。しかも、円安予想が多かった中、逆に円高が進んだのも共通点だ。昨年は、夏場にかけて FRB のバーナンキ議長の講演をきっかけに量的金融緩和第二弾 (QE2) に対する期待が高まり、実際に秋口に QE2 が実現されて円/ドルは 90 円から 80 円前後まで約 10 円円高となった。今年は7月に FRB のバーナンキ議長が QE3 の可能性を公言して以来、円/ドルは 80~83 円のレンジを突破して円高が進み、足元は 75~78 円で推移している。

為替相場は様々な要因で決定される。ここ数年は金利差が大きな説明力を持っていたが、日米共に事実上のゼロ金利政策を採用し、金利差があまりつかなくなってからは、マネーの総量が大きな影響力を与えるようになってきている (注1)。量的緩和の強化によりマネーの総量が増加すると為替相場が下落するというのは、大まかには以下の理屈だ。MV=PT (貨幣の交換方程式、M: マネーの総量、V: 貨幣の流通速度で短期的に一定、P: 物価水準、T: 取引回数、PT は便宜的に名目 GDP が代用変数) なので、量的緩和により M が増加すると、いずれは物価 P が上昇することになる (インフレ期待)。物価が上昇すれば、購買力平価により通貨価値は下落する。ただし、量的緩和が異例の政策であるだけに、M の増加量と P の上昇ペース、さらには為替相場の下落ペースに明瞭な定量的関係があるわけではなく、為替相場は思惑先行で動く傾向が強い (注2)。

### 2. ストックの円高対応

円高になると対外資産を持つ日本企業は、為替リスクの管理ができていなければ、為替差損を出すことになる。最近では中小企業の海外進出が増えていることから、多くの日本企業にとって円高は悩みの種となっている。円高への対応策としては、国内でのコスト削減、部品・原材料の海外調達拡大、新興国での現地生産拡大、為替変動分の製品価格上乘せ、為替予約の枠と期間の拡大、などが企業アンケートであげられている (8月23日経新聞、社長100人アンケート、注3)。

しかし、これらの円高への対応策は、主にフロー面での対策だ。フローとは、売上げからコストを差し引いて生じる期間損益に関連する事業活動だ。そして、フローと反対の概念にストックがある。ストックは貸借対照表に計上される資産や負債だ。

ストック面での円高対応はより重要だ。特に海外進出の資金を円で調達し、これを原資に海外で工場などの物的資産に投資する円投型の投資では、構造的に為替リスクを負うことになる (注4)。しかも、海外直投から生じる円建ての利益について、仮にROEが10% (リーマンショック前の東証一部の平均) と仮定すると、ストックの評価損はフローの評価損の10倍も出ることになる。

国際的な財務活動を行なう大企業では、海外向け投資の原資を現地通貨建て負債で持つことにより、資産と負債の通貨をマッチングさせて為替リスクを中立化するのが一般的だ。マッチングとは、資産と負債を同一外貨の両建てで持つことにより、為替相場が変動しても、資産の増減と負債の増減を相殺することで為替リスクを管理する手法だ。一例をあげておくと、東芝の「2011年度経営説明会」(注5)では、売上高、生産高、調達高 (資金と部品) の国内外の比率をバランスさせることで為替相場の変動に対する対応を強化する (「為替対応力強化」)、とされている。

### 3. IFRS 対応

しかし一方で、大企業でも円投型の実物投資で為替リスクを負い、円高により為替リスクが顕在化するケースも少なくないようだ（注6）。ただこれまでの日本の会計基準では、海外に保有する資産の為替評価から生じる評価損益は付加情報という扱いで、為替換算調整勘定として資本の部に計上されていたものの、損益計算書には計上されなかった。しかし既に任意適用は開始され、2015年あるいは2016年3月期には強制適用される予定だった新たな会計基準であるIFRSでは、時価会計の適用が厳密になり、海外に保有する資産の為替評価から生じる評価損益が「その他包括利益」という概念で明示的に損益計算書に計上されることになっていた。

こうした中、6月に金融庁はIFRSの導入延期を発表した（注7）。その背景には、東日本大震災の影響、米国やインドなど海外でも導入のタイミングを先送りする動きが出始めたこと、IFRS導入の煩雑さや開示情報の複雑さ、など様々な問題点が指摘されている。ただ円高が進行するタイミングで発表されたこともあり、IFRSの導入によりストックの評価損で損失が出る可能性もあったのではないかと一部で見られている（注8）。また円高だけでなく株安も背景要因としては取り沙汰されている。

今年に入り成長の機会を求めて日本企業が海外に進出する事例が目立って増加している。進出形態は工場進出やM&Aなど様々で、その原資も手元資金、増資による株主資本、円や円以外の通貨での借入金、など様々だ。企業が円高対応で海外に進出することは前向きに評価すべきことだが、同時に、特にストックの財務面で為替のリスク管理を徹底させることも必要だろう。

以上

（注1） 量的緩和の規模を金利に表現し直す試みはある。FRB筋からは量的緩和の規模1500～2000億ドルは0.25%の利下げに相当する、などの試算が出されている。こうした試算を使えば、連続的な金利差の比較が可能ではある。

（注2） 自然科学と異なり経済学では唯一絶対の解はなく、ノーベル経済学賞を受賞するほどの実績でも多くの異論が出される。MV=PTは1911年にフィッシャーが恐慌の説明で用いたものだが、恒等式なのかどうか、インフレ予想など予見の不完全性、などに関し異論はある。

（注3） <http://www.nikkei.com/news/category/article/g=96958A9C93819696E0E0E299848DE0E0E2EAE0E2E3E39F9FEAE2E2E2;at=DGXZZO0195164008122009000000>

（注4） このレポートを書いている只中の8月24日に財務省は「円高対応緊急パッケージについて」を発表した。その目的には「急激な円高の進行に対応し、民間円資金の外貨への転換（いわゆる円投）の促進による、為替相場の安定化」と書かれている。円投ポジションの為替リスク管理に関する財務省の意図は明確ではないが、本レポートの趣旨に変わりはない。

[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/gaitame\\_kawase/press\\_release/230824.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/230824.htm)

（注5） <http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/library/pr/pdf/tpr20110524.pdf> 22ページ

また、8月25日の日経新聞に三井物産岡田常務のインタビュー「超円高と財務戦略」が掲載され、以下のようにコメントされている。「海外に投資する際は、できるだけ外貨建てで借入れを起こす。外貨建ての借入れが増えれば、円高局面でも負債が同時に圧縮できる。純資産が目減りする影響を抑えるようにバランスシート（貸借対照表）を管理する。」

（注6） 一例として定量データは以下サイト。<http://news.livedoor.com/article/detail/5742694/>

（注7） 金融庁自見担当大臣発表 <http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20110621-1.html>

（注8） IFRS導入の初年度はIAS21号の規定で、過去に遡って在外営業活動に関わる累積換算差額をゼロと見なし利益剰余金と相殺する格好でゼロにする、ことが容認されている。この規定を利用すれば、為替換算調整勘定の前回決算時との差額が損失に計上されることになる。

- ・本資料は、お客さまへの情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。