

2013 年度 SPA 業績見通しへの円安の影響

2013.5.1 発行

小売決算見通しへの円安影響

2012 年度企業業績の決算発表が始まっています。今回の決算発表では、昨年 12 月に発足した安倍政権の経済政策が、製造業を中心とした事業会社の 2013 年度業績見通しに好影響を与えるであろうと注目されています。しかしながら、今まで円高の恩恵を受けてきた企業の中には、逆にマイナスの影響を受ける企業もできます。

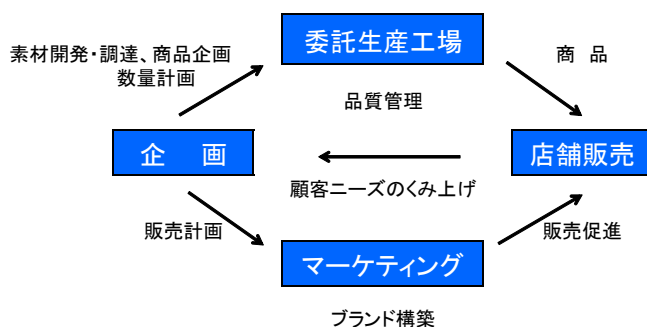
筆者の担当する小売りセクターは 2 月決算が多く、すでに大半の企業が決算発表を終えています。その決算の中で筆者が特徴的と感じたのは、足下の円安が小売業の中でも特に製造小売業(SPA)という事業モデルに与える影響でした。今回は SPA の代表的な企業を中心に、円安が小売業に与える影響についてみていきたいと思います。

そもそも SPA とは

SPA とは、Speciality Store Retailer of Private Label Apparel の略語です。サプライチェーンマネジメント(SCM)により、商品の企画から生産、販売までの機能を統合した事業モデルのことをいいます(図表 1)。SPA では生産をアジアなど人件費の安い地域の工場に委託し、大量生産を行います。販売では、大規模なプロモーションを行ったり、店舗網を拡大していくことで大量生産を支え、コスト優位性

を追求していきます。

(図表1) SPAの事業モデルのイメージ



出所:各種資料等より明治安田アセットマネジメント作成

SPA の元祖である米国の GAP をお手本に、1990 年以降、日本でも多くの SPA 企業が登場し、その業容を拡大しています。日本で代表的な SPA といわれているのは、ユニクロを展開するファーストリテイリング(9983)、無印良品の良品計画(7453)、エービーシー・マート(2670)などです。SPA の対象商品の範囲もアパレルから拡大しており、現在では家具・ホームファッションのニトリ(9843)や、均一プライスの眼鏡を取り扱う JINS を経営するジェイアイエヌ(3046)も SPA といわれています。

では、なぜこの SPA は為替の影響を受けやすいのでしょうか。実際には、SPA 以外の小売業もアジアから商品を輸入していることが多く為替の影響を受けます。が、間に中間流通業である商社や卸売業者が複数介在することで、ある程度の為替の変動は

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいており、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

中間流通段階で吸収されてしまうのです。一方、SPA では生産と販売の間の工程を短縮し、できるだけ中間流通業者を排除しているため、より直接的に為替の影響を受けやすくなっています(注)。

では、次に実際の例を挙げて、今回の SPA の決算見通しへの円安の影響をみていきましょう。

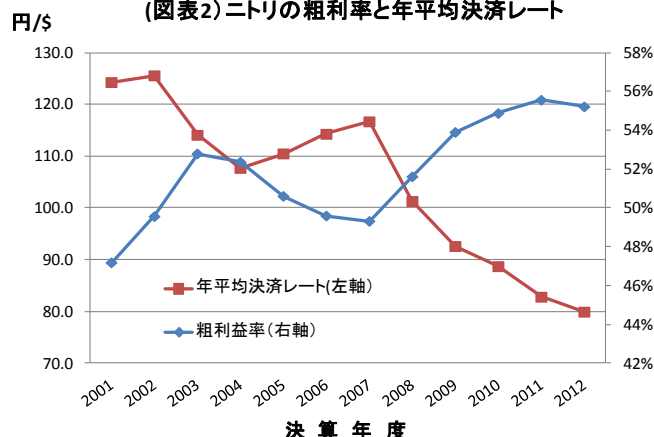
(注)SPA 企業もそのリスクを回避・緩和するために、為替予約を行っている企業が大半なので、すべての為替リスクを被るわけではありません。

円安の影響例①ニトリ

ニトリ(9843)は家具・ホームファッション業界の代表的な SPA で、対米ドル 1 円の変動が粗利益率 0.3%の変動要因といわれています。円高局面では、そのメリットを一部商品価格に還元することで消費者支持を高め、既存店販売を伸ばし、業績を拡大してきました。図表 2 は過去のニトリの決算年度ごとの決済レート(平均)と粗利益率の推移です。やはり決済レートが円安に振れると、粗利益率が悪化する傾向にあることがわかります。では、今回の円安は具体的にどの程度の影響を与えるのでしょうか。

ニトリによると、2012 年度の決済レートは1ドル＝79.9 円、2013 年度の為替前提は 1 ドル＝93 円です(実際には、2013 年度の上期の 3 分の 2 については 83 円の予約済で、その後も順次予約している模様です)。ニトリの前提通りの1ドル＝93 円で単純に計算すると、2012 年度比 3%強の粗利益率の悪化要因となります。仮に上期予約済の 83 円で 2013 年度分を全部予約できたと仮定しても、変動率は 2001 年度以降では最も大きくなってしまことから、今回の影響の大きさが推測できるでしょう。

(図表2)ニトリの粗利率と年平均決済レート



出所:ニトリ決算資料等より明治安田アセットマネジメント作成

ニトリでは商品全般への価格転嫁を行うことはなく、粗利率の確保できる商品への入替や効率化で、このインパクトを最小限にとどめようとしています。それでも2013年度の会社計画の粗利率は前期から2%の悪化という計画になっています。

円安の影響例②エービーシー・マート

靴業界の代表的な SPA であるエービーシー・マート(2670)も円安の影響を受ける企業のひとつです。エービーシー・マートでは対米ドル 1 円の変動が単体粗利益率の 0.1～0.2%の変動要因となるといわれています。当初、デリバティブを活用した為替のヘッジ効果があるために、2013 年度の粗利益率悪化の影響は限定的だと思われていました。しかしながら、あまりに急速、急激な円安を受けて、本為替ヘッジがノックアウト(自動消滅)し、円安のネガティブな影響に直面することになってしまいました。2013 年度の会社計画では原価低減や一部商品の値上げを計画しているものの、単体粗利益率は同 0.6%の低下が見込まれています。

このように両社とも、通常の範囲の為替変動であれ

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

アナリスト・コラム

ば、予約等で円安のデメリットを軽減することが可能だったでしょう。しかし、予想を超える勢いですすんだ円安により、予約が間に合わなかったり、せっかくのヘッジがノックアウトするなどの状況が発生し、結果として円安の影響見込みが大きなものとなりました。

影響を免れるケースは

ところで、SPA 企業の代表ともいえるファーストリテイリング(9983)では、円安の影響はどのような形であらわれたのでしょうか。結果的にいうと、2013/08 期の国内事業での粗利率へのネガティブインパクトはほとんど見込まれていません。ファーストリテイリングについてはかなり長めの為替予約を行っていることが奏功し、円安の影響を免れたのです。が、こういったケースは稀で、ほとんどの企業は程度の差こそあれ、影響を受けたと考えたほうがよさそうです。

なお、ファーストリテイリングはグループでグローバルに店舗網を展開しているため(2013 年 2 月現在のユニクロ事業の店舗数 1,206 店のうち海外ユニクロは 359 店)、海外事業の利益の取り込みという点では、他の製造業と同様に円安はポジティブに働きます。その上、2013 年 8 月期第 2 四半期累計では営業外に為替差益 111 億円が発生し、経常利益の押し上げ要因となりました。円安傾向が長期的に続いていくと、国内事業粗利益率への影響が出てくる可能性はないとはいえませんが、他社に対しては時間的余裕があるために、色々な対応策をうつことができそうです。

短期的には難しい価格転嫁

前述のように、小売各社は従来の為替ヘッジに加え

て、商品の入れ替え、生産地シフトなどの自助努力で今回の急激な円安に対応しようとしています。しかしながら、一番の対応策である価格転嫁には慎重なスタンスをとる企業が大半です。説明会で多くの小売業の経営者は「政権交代以降、消費者のセンチメントの改善で高額品の販売は好調だが、生活必需品にまでその恩恵はまわってきておらず、実際に所得の改善がなければ、なかなか環境は改善しない。」とコメントしていました。消費環境は厳しいと感じている状態では、なかなか価格転嫁にすすめないのが実情なのかもしれません。

中期的には SPA にも歩あり

ところで、すでに着実に値上げを実施している業界があります。輸入高級ブランドです。ルイ・ヴィトンが先行し、一部商品を 2 月 15 日から平均で約 10% 超値上げ、高級宝飾品のティファニーでも、4 月 10 日に約 10%、その他の高級ブランドも相次いで値上げを発表しています。このように、高級ブランド品のように、「この商品でなければ」という代替のきかない価値をもった商品は価格転嫁が容易です。サプライチェーンマネジメントがより機能することで、ブランド構築、商品の差別化がすすめば、日本の SPA 企業も値上げを逡巡する必要はなくなってくるでしょう。また、円安が長期化すれば、中間流通でのダメージ吸収も限界があります。そのときこそ、素材の開発まで踏み込んだ SPA の本来の強みが発揮されるのだと思います。

国内株式運用部調査担当 シニア・リサーチ・アナリスト
(小売・食品・サービス・メディア担当)
小川 真澄

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。