

平成 15 年 9 月 24 日

投資家の皆様へ

## 急騰する円、その背景と影響について

### 【要約】

- ・先進七カ国（G7）財務省・中央銀行総裁会議を境に、一時1ドル=110円台まで急激に円高ドル安が進行。その主な理由としては、

2003年4-6月期GDP（国内総生産）に見られたように、日本の景気が米国など他の先進国と比較して思った以上に回復している。

こうした予想以上の景気回復と今後の更なる景気回復期待から、海外投資家の資金が株式市場を中心に流れ込んできている。

が挙げられるが、これを背景とした本来の円高の流れを、“円売り・米ドル買い”の為替介入でせき止めていたことの反動が挙げられる。

- ・回復の兆しがある国内景気および企業収益への影響は、いずれも“輸出”が牽引役となっていることから、“円高”の影響があることは否めない。
- ・円高の進行した場合の一旦の目処は110円から105円台。但し、今回の円高の背景には“好転の兆しがある日本のファンダメンタルズ（基礎的経済要因）”等があることから、円高の進行により日本の景気への悪影響が懸念される場合には、円を買い続けることは難しい。結果として、今回の円高が進行したとしても長期化することは考え難い。

週明け22日(月)の東京為替市場では、20日(土)に開催された先進七カ国(G7)財務省・中央銀行総裁会議において“より柔軟な為替レートが望ましい”との共同声明が打ち出されたことで、“円買い・米ドル売り”の動きが加速し、15日(月)の117円台(1ドル)から、一時111円台にまで円高・米ドル安が進行しました。

これを受けて22日の東京株式市場は、これまで市況の牽引役であった機械株、電機株、自動車関連株を中心に大きく値を下げ、日経平均株価では前週末比463円32銭と大きく下落するに至りました。さらに23日(火)のロンドン市場では、円相場は一時110円台をつけています。

当社では、ここに至るまでの急激な“円高・米ドル安”進行の背景を見直すと共に、今後の行方および堅調さを取り戻した日本経済に対してどのような影響をもたらすかを探ってみました。

### 1. 円高が進行した背景

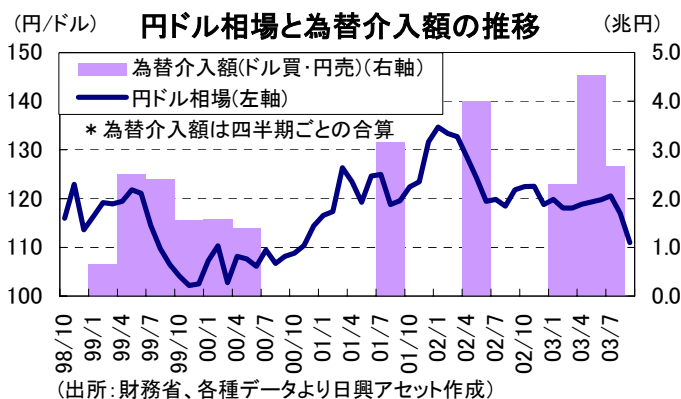
この時期に、円高が急激に進行したのには、以下の背景が考えられます。

2003年4-6月期GDP(国内総生産)に見られたように、日本の景気が米国など他の先進国と比較して思った以上に回復している。

こうした予想以上の景気回復と今後の更なる景気回復期待から、海外投資家の資金が株式市場を中心に流れ込んできている。

上述の2つの背景から、本来ならば円高の流れが自然と出来上がるはずでした。しかしながら、“依然として脆弱な国内景気”と判断した政府および日銀が、景気回復にとって“冷や水”ともなりかねない円高を阻止すべく、大量の“円売り”介入を行なうことで円高の進行を抑え込んでしまったのです。つまり“円高”という流れ(主流)を“介入”というダムでせき止めていたのです。

更に、下図を見ていただくと分かりますように、本年5月(株式市場が上昇に転じた時期)頃の介入額は、過去のものと比較してもかなりの規模であることが見てとれます。つまり、この間の120円前後での推移は、こうした大規模な介入(ダム)によって成り立っていたと言えます。



しかしながら、ここにきて新たな流れが加わってきました。それは、

来日したスノー財務長官が、日本の“円売り介入”に対して不快感をもっているとのメッセージを日本政府に伝えたこと。  
 20日に開催された先進七カ国（G7）財務省・中央銀行総裁会議で採択された共同声明での「より柔軟な為替相場が望ましい」との表現が、円高阻止を狙う日本の大規模な円売り介入を強く牽制していると思われたこと。  
 更に、米国が自民党総裁再選を支持してきた小泉首相が、20日の自民党総裁選挙にて大勝したことから、選挙の間は控えていた為替に関するコメントを控える必要が無くなったこと。

などです。以上のような流れが加わり“円高”という主流が増幅、“介入”というダムが共同声明による牽制で一時的に無くなったことで、一気に“円高”の流れが噴出し、今回の急激な“円高・米ドル安”に繋がったと言えます。

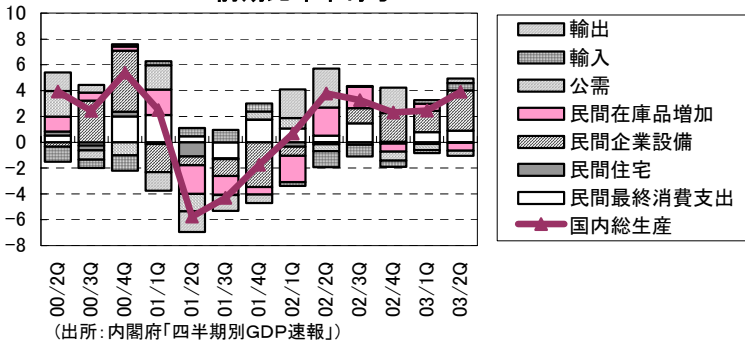
## 2. 国内景気および企業収益に与える影響

さて、こうした円高が、堅調さを取り戻した国内景気や企業収益に対して、どのような影響があるのかに触れてみたいと思います。

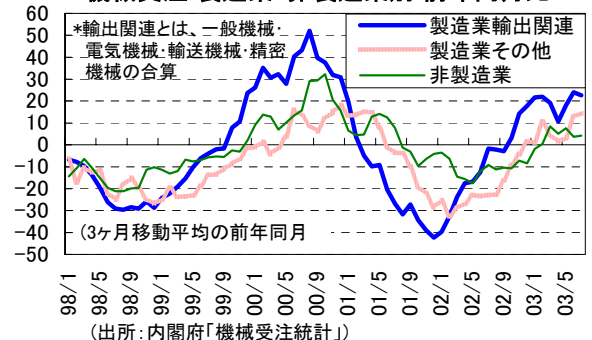
日本の景気は、2002年以降、内需が伸び悩むなか、輸出が牽引役を果たしつつ、最近では民間設備投資がこれを下支えするという格好になってきております。前期比（年率換算）3.9%と高い成長率を示した2003年4-6月期の実質GDP（国内総生産）でも、“財貨・サービスの輸出”が同3.1%と引続き堅調な伸びをみせる一方、民間設備投資が同20.2%と非常に高い伸びを示しており、これを裏付けています。

ここで重要なことは、この好調な民間設備投資は、電気機械や一般機械といった輸出関連業種によってもたらされています。つまり、民間設備投資の部分においても輸出が深くかかわっている、ということです。

(%) GDP 前期比年率寄与



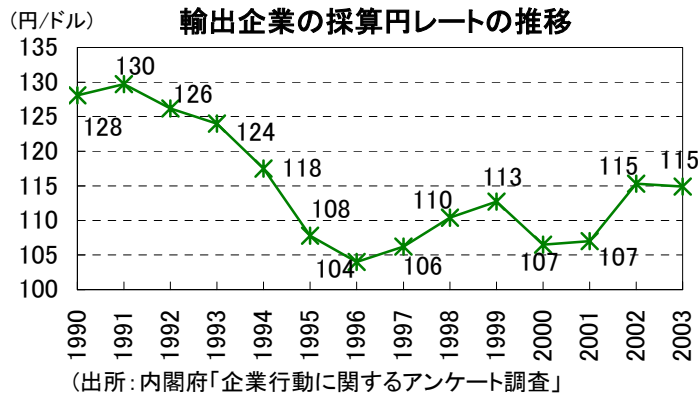
(%) 機械受注 製造業・非製造業別 前年同月比



こうした現状に鑑みますと、“円高”は牽引役である“輸出”の勢いを失速させ、ひいては国内景気の失速に繋がる可能性があることは否めません。

次に企業収益への影響に眼を向けてみます。

輸出企業の採算レート（下図参照）をみた場合、2003年1月の調査時点では平均で115円（対1ドル）となっており、現在の110円台前半の水準では、既に採算割れ水準に入ってきています。為替予約などである程度までは円高の影響をカバーすることが出来るでしょうが、現在の為替水準が長く続けば、企業収益の下振れリスクが拡大することになるでしょう。

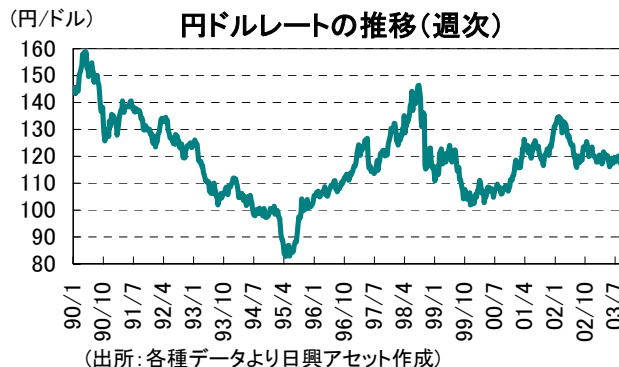


いずれにしましても、“円高”がようやく改善の兆しが見え始めた国内景気をはじめ企業収益に影響をおよぼす可能性があることは否めません。

### 3. 今後の為替相場の見通し

今回の共同声明によって政府・日銀の“円売り・米ドル買い”介入が牽制され、積極的な市場介入がしづらくなるとの観測がある一方、当局は、今回の共同声明発表後の投機的な動きを既に承知のうえで、円買いの動きが出尽くすのを待っているとの観測もあります。いずれにしましても、短期的には“円高”が進行し易い環境になりそうです。

では、どの位の辺りまでの“円高”を見込むかが市場における最大の関心事でしょうが、過去の円・米ドル相場の動きを見る限りでは、2000年を通じて形成された110円から105円のレンジ（範囲）が一旦の目処になりそうです。



但し、仮に 110 円もしくは 105 円までの円高が進行したとしても、それほどまでに長期化するとは考え難いと思われます。何故ならば、

1. 先に述べたとおり、今回の“円高”は、好転の兆しがある日本のファンダメンタルズ（基礎的経済要因）を背景としたものであり、このまま円高が進行し、仮に国内景気や企業業績の先行きに弱含みの懸念が出れば、それは再び円安として跳ね返る可能性が高い。
2. “円高・米ドル安”にある“米ドル安”の口実の一つとして挙げられている米国の経常赤字の拡大については、確かにその事実はあるものの、現在、米国経済は堅調に推移しているうえ、これを背景に米国株価および債券価格は比較的安定している。つまり、この赤字をファイナンスする投資の動きを阻害するものが見当たらないことから、一層の“米ドル安”を認める材料としては弱い。
3. また、米国政府は、米国が抱える巨額の貿易赤字は、長期的に観た場合の産業競争力の問題に根ざしていると認識し、多少の“ドル安”が同赤字の大幅な縮小に繋がるとは考えていないと思われる。また、過度に“米ドル安”が進行した場合には、米国への資本還流（ファイナンス）に支障をきたす恐れがあることも十分に認識していると思われる。
4. 最後に、米国の現政権は、来年 11 月の大統領選挙を控え、米国産業界にくすぶる“回復の兆しをなかなか見せない雇用”への苛立ちを緩和すべく、米国が貿易赤字を計上している中国（人民元）や日本（円）を、政治的なポーズも含めてやり玉に挙げている面があると言える。但し、米国の堅調な景気回復に沿って雇用情勢に改善の兆しが見えてくれば、こうした気運も変わると考えられる。

以上に鑑みれば、今回の円高は長期化しない可能性が高いと考えられます。

短期的には“円高”による国内景気はじめ企業収益の悪影響が懸念されますが、その後は再び安定した推移での展開を辿り、国内景気および企業収益の影響は限定的なものになるものと考えられます。

以上

日興アセットマネジメント株式会社

執行役員調査部長 馬淵治好