

# 経済情報

## 急速な円高進行で高まる景気二番底リスク

### 1. 足元の為替市場の動向とその背景

為替相場では円高が急速に進行しており、11月27日の午前中に、円は一時1ドル=84円台と1995年7月以来の水準まで上昇した。足元の円高進行の背景には、主として①日米金利差の縮小・逆転と②ドルの基軸通貨としての地位の揺らぎという2つの要因がある。LIBORの円・ドル金利は1990年代半ば以降、円金利がドル金利を下回る状態が続いてきたが、米FRBの大幅な金融緩和を受けたドル金利の低下によって、8月に3ヵ月物の円・ドル金利が逆転し、11月には6ヵ月物でも金利が逆転した。とくに11月半ば以降は、バーナンキFRB議長の講演等で、FRBが超低金利政策を長期にわたって維持する姿勢が改めて示されたことで、ドル金利の低下圧力が一段と強まっている。



また、米国の財政赤字拡大や地位低下懸念などから、新興国を中心に外貨準備通貨に占めるドルの比率を引き下げる動きがみられ、こうした「ドル離れ」も円高の一因となっている。

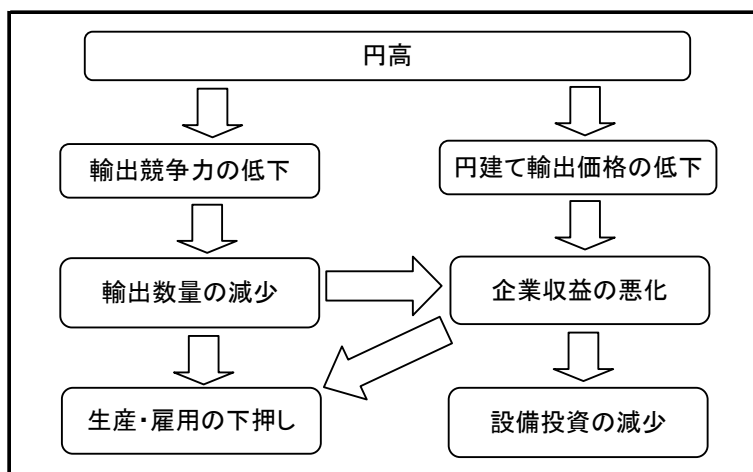
こうしたやや長めの要因に加え、足元は①11月24日に公表されたFOMC議事録（11月3-4日開催分）で米FRBがドル安を容認しているとの見方が強まったこと、②節目とされてきた1ドル=88円及び87円を抜けたことによる、損失確定やオプション絡みのドル売り・円買い、③11月27日にドバイ首長国連邦の政府系持ち株会社が債務支払いの繰り延べを求めたことをきっかけに投資家のリスク回避姿勢が強まり、純債権国通貨である円が安全資産として買われたこと、等の円高材料が重なったことにより、円は急速に上昇した。

なお、藤井財務大臣が民主党政権発足当初、円高を容認する姿勢をみせたこともこれまでの円高進行の一因となってきたが、このところは「異常な動きには重大な関心をもって臨む」と発言するなど、姿勢に変化がみられる。ただし、為替介入については必ずしも積極的でないという市場ではみられており、円高に対する強い歯止めとはなっていない。

## 2. 円高の影響

わが国の景気は、輸出の反発や経済対策効果などを背景に持ち直し傾向を辿っているが、急速な円高によって二番底に陥るリスクがある。10月16日発表の当室レポート「経済情報：円高がわが国の景気・企業収益に与える影響について」でも指摘したが、足元で二番底のリスクは一段と高まっている。円高による下押し効果の主な波及経路としては、①輸出競争力低下による輸出数量の減少、②輸出額低下による企業収益の悪化、③企業収益悪化による設備投資の減少、等が考えられる（第2図）。このうち、輸出数量の減少は顕在化まである程度のラグがあると考えられるが、企業収益については即座に影響が現れるため、今後の動向を注視する必要がある。

第2図：円高の影響の波及経路



足元までの企業収益は、景気の持ち直しを背景に改善の動きがみられるものの、主要企業の想定為替レートは1ドル=90円前半が中心であり、為替が足元の水準で定着した場合、収益の下振れは避けられないであろう（第1表）。加えて、収益下振れによる株価下落が家計や企業のマインド悪化につながることも懸念される。

第1表：主要企業の想定レートと円高の影響

社名	ドル想定レート		ユーロ想定レート	
	ドル想定レート	1円の変動による 営業利益増減額 (億円)	ユーロ想定レート	1円の変動による 営業利益増減額 (億円)
トヨタ自動車	93	250	132	40
日産	90	110	131.6	ほぼ影響なし
ホンダ	90	120	129	15
三菱自動車	91	12	131	4
スズキ	93	6	124	8
デンソー	92	18	131	5
パナソニック	90	20	115	13
ソニー	90前後	10	130前後	75
シャープ	90	10	125	8
日立	90	19	125	2
東芝	95	ほぼ影響なし	115	30
富士通	90	4	125	1
コマツ	95	32	129	1~2

(資料) 各社決算資料、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後、円ドル相場が1ドル=85円で推移すると仮定した場合、実質GDPは1.2%押し下げられ、企業収益は15.7%押し下げられると試算される（第2表）。また、円高が一段と進行し、史上最高値圏である1ドル=80円まで上昇するケースでは、実質GDPが1.8%、企業の経常利益が23.6%押し下げられると試算される。

第2表：円高の影響の試算

円ドル(実質実効レート)	85円 (124.6)	80円 (129.0)
実質GDP	▲1.2	▲1.8
輸出(寄与度)	▲2.8 (▲0.4)	▲4.3 (▲0.6)
設備投資(寄与度)	▲7.2 (▲0.9)	▲10.8 (▲1.3)
企業収益	▲15.7	▲23.6

(注) 企業収益への影響は、輸出額の減少と輸入コストの減少を勘案して算出

### 3. 財政・金融政策への影響

#### (1) 為替介入

急速な円高進行を受けて、輸出企業を中心に円売りの為替介入を求める声が強まっている。民主党政権は、藤井財務大臣を始めとしてこれまでは介入に慎

重な姿勢を示してきたが、景気二番底リスクが現実味を帯びてくるなか、介入に踏み切る可能性が出てきている。

もっとも、為替介入については、海外当局との協調ではない単独介入では効果は一時的かつ限定的なものにとどまる可能性がある。当局が為替の急速な変動に対処する姿勢を示すことで市場の思惑に働きかけるといふ、アナウンスメント効果はある程度期待できるが、不確実性も大きい。

ただし、為替介入と合わせて日銀が金融緩和を行う場合には、一定の効果を発揮する可能性がある。政府は円売り介入を行う場合、政府短期証券（FB）を市中発行して円を調達するが、その際に日銀がFBの買いオペによって市中にあるFBを吸収してマネーを供給すれば、マネタリーベースが拡大するためである。日銀の金融緩和の度合いが米FRBに比べて小さいとの見方が市場にあることも、円高の一因であることから、マネタリーベースの拡大は円高圧力を緩和する可能性がある。

## **(2) 日銀の金融政策**

日銀の金融政策については、為替介入との連携とは別に政府サイドから追加緩和を求める声が強まる可能性がある。政府は、11月の月例経済報告でデフレを宣言するなど、景気に慎重な見方を明確にしているが、円高による景気下押し圧力の高まりを受けて一段と慎重な見方を強めよう。政府は既に、2009年度2次補正予算を編成して景気の二番底回避に向けた施策を講じる方針を打ち出しているが、日銀に対してもより強いトーンで景気下支えに向けた措置を求めるとみる。

日銀は、緩和的な金融環境を粘り強く維持していく方針は明示しているものの、追加緩和については今のところ態度を明確にしていない。しかし今後、景気の下振れリスクが増大したと日銀が判断した場合、①資金供給オペ強化による量的緩和、②長期国債買い切り額の引き上げ、③金融緩和を一定期間継続するコミットメントを明確に打ち出す時間軸政策の導入、等が選択肢となろう。なお利下げについては、現在の政策金利が0.1%とすでに極めて低水準にあることや、ゼロ金利に近づくことによって市場機能が低下することを日銀が強く懸念していることを踏まえると、ハードルは高いと考えられる。

## **(3) 政府の財政政策**

政府は現在、今年度2次補正予算の編成を進めているが、予算規模については調整が難航している。1次補正予算の見直しで捻出した2.9兆円のうち、2.7兆円を2次補正に充てるとの考えが有力だが、連立与党の国民新党が独自に11兆円の予算案を作成するなど、意見が分かれている。

円高進行による景気の先行き不透明感の強まりは、財政支出の増大圧力に繋

がり、2次補正の規模が現在の基本方針である2.7兆円を上回る可能性も出てこよう。しかし、今年度の新規国債発行額は、経済対策や税収下振れによって過去最高の50兆円台に達するとみられており、2次補正予算の規模拡大は財政の不均衡を一段と高めることになる。民主党政権は、景気下振れと財政赤字拡大という二つのリスクの間で、極めて困難な舵取りを迫られよう。

以 上

(H21.11.27 高山 真 shin\_takayama@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。