

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

ニッセイ為替インデックス / 決算期末要因による円高は幻か？

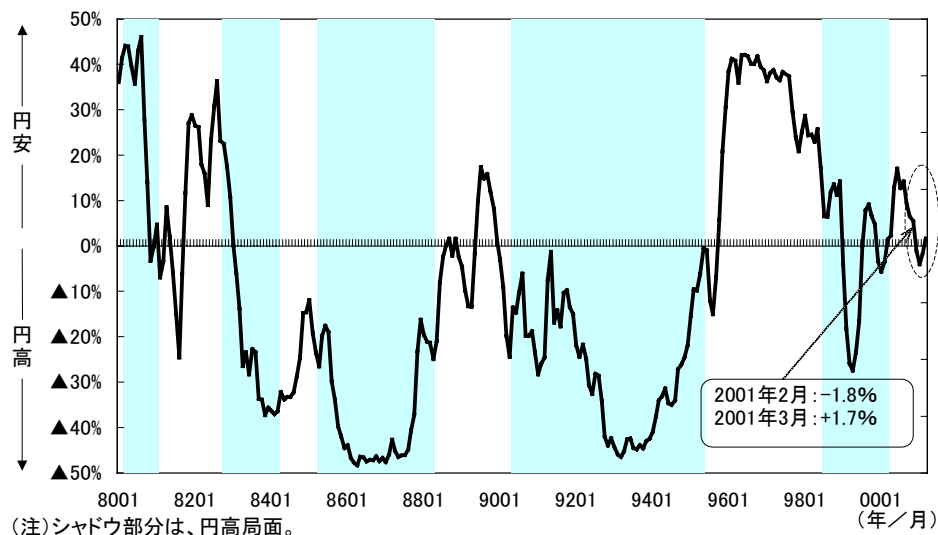
<ニッセイ為替インデックス>

1. 3月の為替インデックスは+1.7%と2月の-1.8%からプラス（円安サイン）に転じた。
2. 為替インデックスは昨年末ころからゼロ近辺で推移しており、円高圧力と円安圧力が拮抗している状況にあると判断される。円ドル相場は当面日米経済双方の先行き懸念を背景に方向感を欠く展開が予想され、110円台後半でのボックス圏の推移となろう。

<今週の焦点：決算期末要因による円高は幻か？>

1. 「決算期末要因が円高をもたらす」という指摘が見受けられるが、円ドルレートの時系列データの分析からはこの指摘に否定的な結果が得られた。
2. 中期的な変動を取り除くと、円相場は3月にかけてむしろ円安に振れる傾向が見られる。

為替インデックスは弱い円安サインが再点灯



研究員 岡田 章昌（おかだ あきまさ） (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp
チーフエコノミスト 榎 浩一（はじ こういち） (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405
ホームページアドレス：http://www.nli-research.co.jp/

<ニッセイ為替インデックス>

足もとの為替レートの動き

(1) 円ドルレート

円ドルレートは、日米経済の先行き懸念を背景に、115～118円/ドルでの推移が続いている。

2月上旬は米国経済の減速傾向の鮮明化を背景にドル売りが優勢となり、一時114円/ドル台まで円高が進行した。しかし日本で、機械受注統計で2001年1-3月期見通しが前期比マイナスに転じ設備投資が減少に転じる可能性が高まったこと、株価の下落により年度末の金融システム不安再燃の懸念が生じたことなどから、2月中旬以降日本経済の悪材料に再び焦点があたるようになった。足もとでは、1月の鉱工業生産指数の低下や日銀による一段の利下げ決定(2/28)を背景に、117円/ドル台へ下落している。

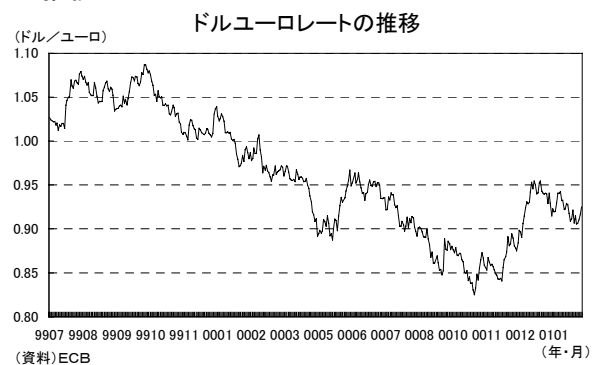
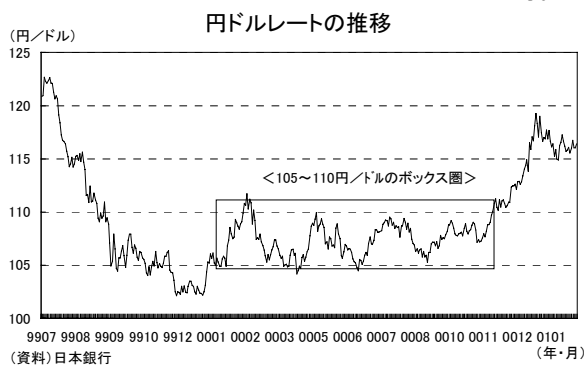
一方米国側では、1月の小売売上高が堅調な動きとなり先行き懸念はやや後退しつつある。しかし、消費者信頼感指数が悪化していることに加え、ハイテク企業を中心に米企業業績がさらに悪化すれば「V字型回復」シナリオの実現が危ぶまれる状況にある。また、1月の卸売物価指数や消費者物価指数が大幅な上昇を示しており、インフレ懸念から一段の金融緩和の実施が困難になる場合には景気への悪影響も懸念され、円の下値も限られよう。

(2) ユーロドルレート

ユーロドルレートは、米国経済の先行き懸念の後退を受けたドル買い戻しの動きや、1月のドイツの失業率が予想外に上昇したことが嫌気されたことなどから調整局面が続く、1ユーロ=0.9ドル台前半で上値の重い展開が続いている。しかし、ユーロ圏経済の減速ペースは米国経済に比べ緩やかであることが見込まれ、米欧金利差や米欧景況格差の縮小を背景にユーロは底固く推移していくであろう。

ユーロ圏のインフレ率は12月が前年比+2.6%と政策目標の+2.0%を依然として上回っており、欧州中央銀行(ECB)は政策金利の据え置きを続けている。金融緩和の遅れが市場ではむしろ景気減速への対応の遅れと受け取られて、ユーロ相場が軟調となる原因となっている。

為替レートの推移



3月の為替インデックスは+1.7%と弱い円安サインが再点灯

3月の為替インデックスは+1.7%と2月の-1.8%からプラスに転じ、為替インデックスは円高方向から円安方向になった。

米国では1月中だけでFFレートの誘導目標水準が1%引き下げられ、短期金利が低下した一方、1月の米生産者物価が前月比+1.1%上昇したことなどから、日米間の物価上昇率を調整した実質金利について金利差が縮小した。このため、実質短期金利格差要因は2月の為替インデックス比で-0.2%の寄与となり、若干の円高要因となった。

輸出が落ち込む一方輸入が堅調に推移していることから日本の1月の貿易収支は赤字に転じており、経常収支黒字の減少傾向がより一層鮮明化してきている。このため、対外収支格差要因は同+0.5%の寄与となり、円安要因となった。

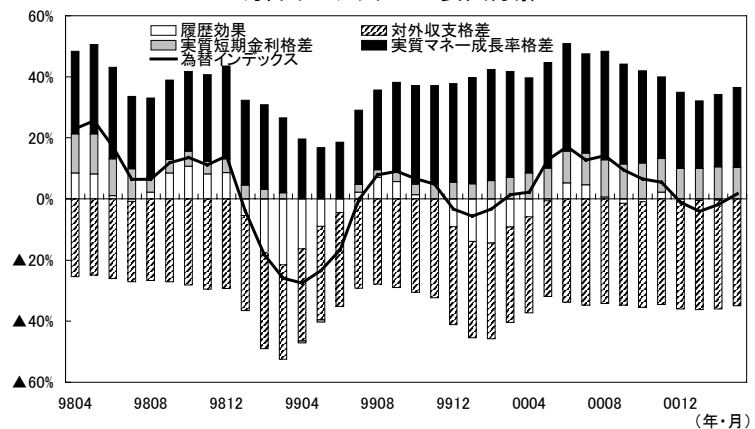
日本の1月のM1成長率は前年同月比+4.6%と鈍化傾向が続いているが、米国のM1成長率は10月以降前年同月比マイナスに転じており、日米実質マネー成長率格差が拡大した。このため、実質マネー成長率格差要因は同+2.6%の寄与となり円安要因となった。このほか、12月以降急速に進んだ円安の影響を受け、履歴効果は同+0.6%の寄与となり円安要因となっている。

為替インデックスは、2月の弱い円高サインから3月に弱い円安サインに転じているが、昨年末ころからほぼゼロ近辺の水準で推移しており、円高圧力と円安圧力が拮抗している状況を示していると判断される。このような為替インデックスの状況は昨年1-3月頃と類似している。昨年はその後円ドル相場は半年程度105~110円/ドル前後のボックス圏で推移した。このように今後については、日米経済双方の先行き懸念を背景に方向感を欠く展開が予想され、昨年よりやや円安の110円台後半の水準で当面ボックス圏相場が形成される可能性が高いだろう。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 3月	1.4%
2000年 4月	2.3%
2000年 5月	12.8%
2000年 6月	17.0%
2000年 7月	12.7%
2000年 8月	14.2%
2000年 9月	9.4%
2000年 10月	6.5%
2000年 11月	5.5%
2000年 12月	-1.1%
2001年 1月	-4.1%
2001年 2月	-1.8%
2001年 3月	1.7%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

<今週の焦点> 決算期末要因による円高は幻か？

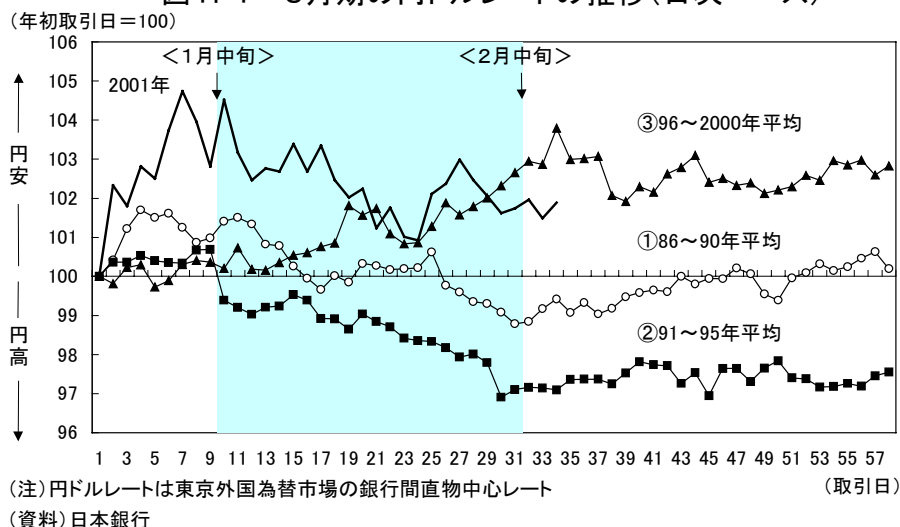
例年1～3月期には、「決算期末要因」で円相場は上昇すると指摘されることが多い。これは、3月の期末決算に向け、海外拠点を持つ日本企業が海外で得た収益を国内に送金する動きや、国内機関投資家の外貨建て資産の売却等によるリパトリエーション（資金還流）の動きから、円買い需要が高まると考えられているからである。しかし、このような動きによって実際に年度末に円高になるということを裏付ける実証データは存在せず、他の要因と混同して解釈されている可能性も指摘される。ここでは、80年代半ばからの円ドルレートの動きを分析することにより、円相場が決算期末に実際に円高になる傾向があるのか検証してみたい。

1～3月期における円ドルレートの推移の特徴

図1は、各年の取引初日の円ドルレートを100として基準化した値を、同じ取引日毎に86～90年、91～95年、96～2000年の3期間に区分して平均化し、プロットしたものである。これをみると、86～90年、91～95年の推移からは、取引初日から数えて第10取引日にあたる<1月中旬>から第30取引日にあたる<2月中旬>にかけて、平均的にみて円高が進行していることがわかる。このような事実を背景に、1～3月期には決算期末を控えて円高が進行しやすいことが連想され、「決算期末要因による円高」が意識されているものと考えられる。

しかし、96～2000年の平均の推移をみると、同時期にはむしろ円安が進行する傾向がみられ、またその後も明確に円高が進行するような動きを見出せないことから、必ずしも決算期末に円高が進行するとは限らないことがみてとれよう。

図1. 1～3月期の円ドルレートの推移(日次ベース)



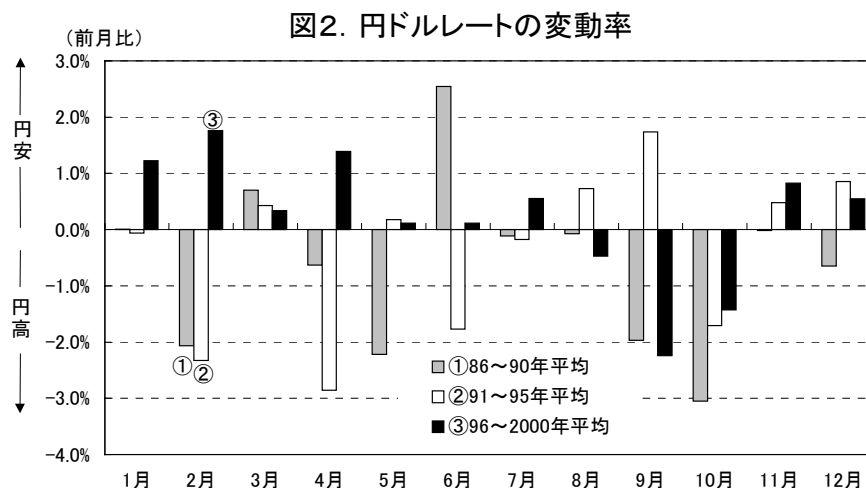
2001年については、86～90年、91～95年と同様に円高が進行しており、「決算期末要因による円高」を指摘する声が市場参加者の間で高まっている。しかし今局面の場合には、日本経済の先行き不透明感の強まりを背景に2000年末から急速に進行した円安に対する調整過程として捉えることも可能である。また決算期末要因による円高期待が相場の心理的な下支えとして働いている可能性はあるが、むしろ今局面については、昨年10-12月期の米国経済の成長率が急速に低下し急速に金融が緩和されたことや、先行きにも株価の下落や減速懸念があるな等他の要因と併せて捉えた方が妥当であると考えられる。

「決算期末要因による円高」には中期的なトレンドの影響の可能性あり

このような1～3月期の円ドルレートの特徴を変動率として捉え直したものが図2である。ここでは、86～90年、91～95年にみられた1月中旬から2月中旬にかけての円高の動きを他の月の動きと比較するため、円ドルレートの変動率を各月の月央値（第10取引日の中心レート）を用いて算出している。変動率がプラスの場合には「円安の進行」を、マイナスの場合には「円高の進行」を表わしている。

これをみると、確かに1月中旬から2月中旬にかけての円高傾向は86～90年、91～95年において顕著であるが、何も2月に限った現象ではないことも同時にわかる。むしろ、10月（9月中旬～10月中旬）の方が円高傾向は鮮明であり、86～90年、91～95年、96～2000年のいずれについても平均的に円高が進行している。

また、86～90年では円高の月数が円安の月数を大幅に上回っているのに対して、96～2000年では円安の月数が円高の月数を大幅に上回っており、1～2年程度の中期的な円高・円安傾向の影響の可能性も指摘される。



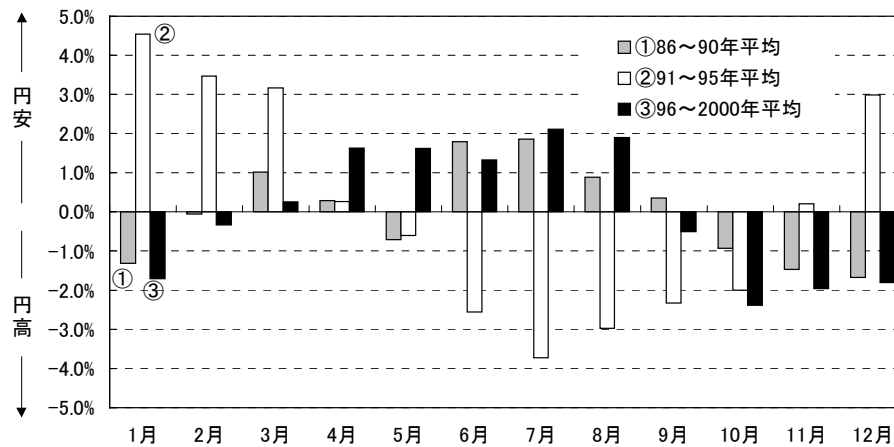
(注)円ドルレートの変動率は各月の月央値(第10取引日の中心レート)を採用)を用いて算出

(資料)日本銀行

中期的なトレンドを除去した場合には、3月はむしろ円安に

円ドルレートの動きを時系列分析手法により、1年を超える長さの円高・円安の中期的なトレンド、1年各月の季節的な要因、その他に分解することができる。こうして中期的なトレンドを除去し、の季節要因だけを抽出したものが図3である。これをみると意外なことに、2月（1月中旬～2月中旬）の季節要因は、86～90年、91～95年、96～2000年のいずれの期間についてもほとんど円高圧力になっていない。むしろ、3月（2月中旬～3月中旬）については、いずれの期間についても円安圧力となる傾向が見られる。この結果からは中期トレンドを除去してみると、むしろ「決算期末である3月には円安」という結果が得られる。

図3. 円ドルレートの季節要因の抽出



(注1) 季節要因は(季節調整値-原数値)／季節調整値により抽出
 (注2) 季節調整値は文部科学省統計数理研究所「Decomp」を用いて算出
 (資料) 日本銀行資料を基にニッセイ基礎研究所推計

「2月円高」は市場のアノマリーではない

このように為替レートの中期的なトレンドを除去してみると、円相場の決算期末要因が円高をもたらすという点については否定的な結果が得られた。

86～95年にみられたような2月の円高傾向を指して、市場のアノマリー（市場に残存する原因不明の変則性）とみる向きもある。というのは、2月に円高になることが分かれば、その前後に円を買って円高時に円を売れば確実に利益を得られる。このため、実際に機関投資家など市場参加者がこうした行動を取ると為替相場の動きは平準化され、毎年2月に円高が進行するはずはないからである。

しかし以上の分析結果からは2月に円高となるという傾向は検出されず、市場のアノマリーとは判断されない。86～95年にみられた2月の円高傾向は中期的なトレンドの影響を受けていたものと考えられ、為替レート変動のトレンドを見極める重要性を改めて指摘しておきたい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)