

# 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～弱い円安圧力の持続を示唆

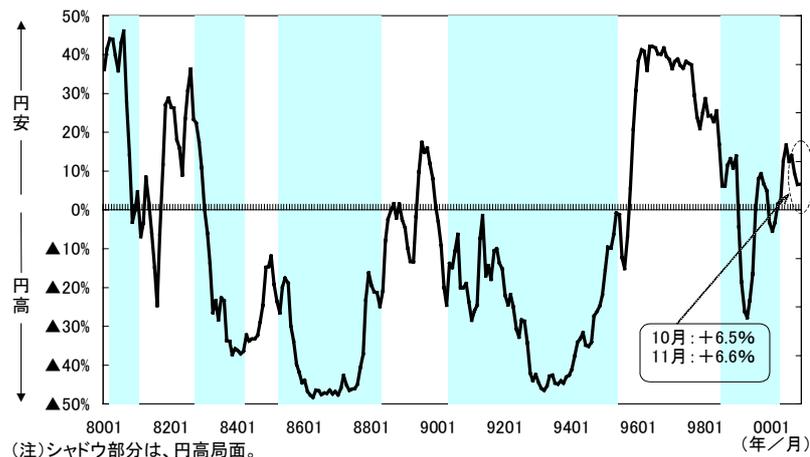
### <ニッセイ為替インデックス>

1. 11月の為替インデックスは+6.6%と10月の+6.5%に対してほぼ横這いとなり、弱い円安圧力の持続を示唆するものとなっている。
2. 日本経済を巡る強弱材料が交錯する中、当面円ドルレートは方向感の出にくいボックス圏での推移が継続することが予想される。

### <今週の焦点：足もとの外需の動向と今後の展望>

1. 輸出金額は98年10-12月期を底に回復傾向が持続してきているが、足もと2000年7-9月期は前年同期比7.9%と4-6月期の同9.0%から伸びが鈍化している。
2. 今後米国経済の減速を背景に、輸出の増勢は鈍化しよう。しかし、ユーロ安が修正されれば輸出採算が改善に向かうEU向けや、景気回復による所得効果が期待されるアジア向けを下支えに、急激な減速は回避されよう。

為替インデックスは弱い円安圧力の持続を示唆



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>

### 足もとの円ドルレートの動き

10月の円ドルレートは、日本経済を巡る強弱材料が交錯する中、107～109円/ドル台の狭いレンジでの推移となった。

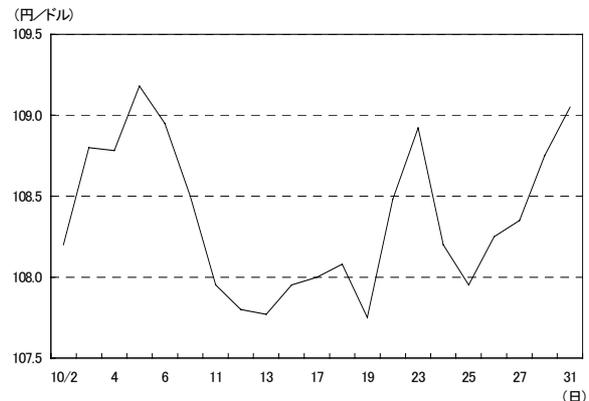
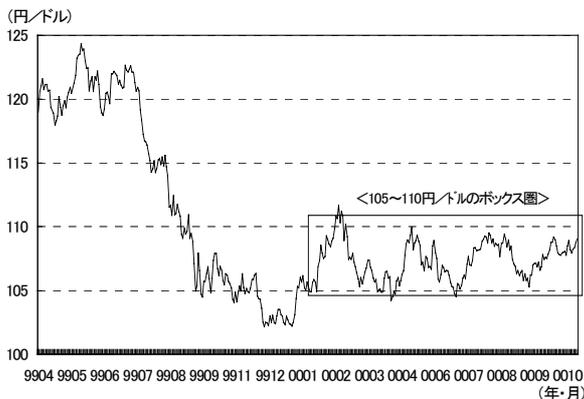
月初は、日銀短観(3日)で業況の改善が確認される一方先行きの回復テンポが鈍化する見通しを示されたことに加え、8月の家計調査(6日)で消費支出(全世帯、前年同月比 4.1%)がマイナス幅を拡大したことを受け、108円/ドル台から109円/ドル台へ円安が進行した。

その後、8月の機械受注(10日)が前月比+26.6%と改めて年度下期の設備投資の増勢持続を裏付けるものとなったことや、米IT関連企業の業績下方修正が相次ぎ米株式相場が軟調な展開となったことを背景に、中旬には107円/ドル台後半まで円相場は回復した。

しかし、下旬には、10月に入ってから2度目となる中堅生保の破綻を受け日本経済の回復に対する見方が慎重化したことや、米株安につられ日本株も日経平均株価が15,000円割れと年初来安値を更新する展開となったことから108円/ドル台へ再び円安が進行した。

米7-9月期のGDP成長率(27日)は前期比年率2.7%となり、市場予想を上回るペースでの減速が確認されたが、米経済のソフトランディング期待や株安を背景とする日本経済の先行き懸念を背景に、月末は109円/ドル前後で弱含む動きとなった。

### 円ドルレートの推移



## 11月の為替インデックスは+6.6%と弱い円安圧力の持続を示唆

11月の為替インデックスは+6.6%と10月の+6.5%に対してほぼ横這いとなり、弱い円安圧力の持続を示唆するものとなっている。

9月の米生産者物価が前月比+0.9%となるなど米インフレ圧力の高まりを受け、米実質短期金利が低下し日米の金利差が縮小した。このため、実質短期金利格差要因は-0.5%の寄与となり、若干の円高要因となった。

経常収支の対GDP比は、日本の黒字幅が原油価格の上昇などを背景に4-6月の2.2%から7-9月期には縮小する見込みである一方、米国の赤字幅も4-6月の-4.3%から縮小する見込みとなった(当研究所予測)。このため、対外収支格差要因は+0.9%の寄与となり、若干の円安要因となった。

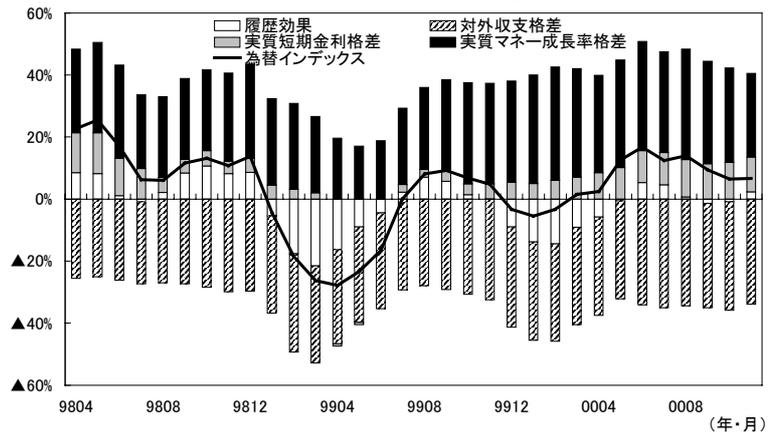
日本の9月のM1成長率は前年同月比+5.4%と8月の+6.5%からさらに鈍化し、日米実質マネー成長率格差が縮小した。このため、実質マネー成長率格差要因は-3.6%の寄与となり円高要因となった。このほか、履歴効果が+3.2%の円安要因となっている。

米経済の減速が鮮明化し、日本経済の回復が持続すれば、円高に向かう可能性が高いと判断される。しかし、為替インデックスが弱い円安圧力の持続を示していることを加味すれば、日本経済を巡る強弱材料が交錯する中、円ドルレートは当面引き続き方向感の出にくいボックス圏での推移となることが予想される。

為替インデックス(過去1年分)

1999年 11月	4.8%
1999年 12月	-3.2%
2000年 1月	-5.5%
2000年 2月	-3.3%
2000年 3月	1.5%
2000年 4月	2.4%
2000年 5月	12.6%
2000年 6月	16.8%
2000年 7月	12.4%
2000年 8月	14.0%
2000年 9月	9.4%
2000年 10月	6.5%
2000年 11月	6.6%

為替インデックスの要因分解

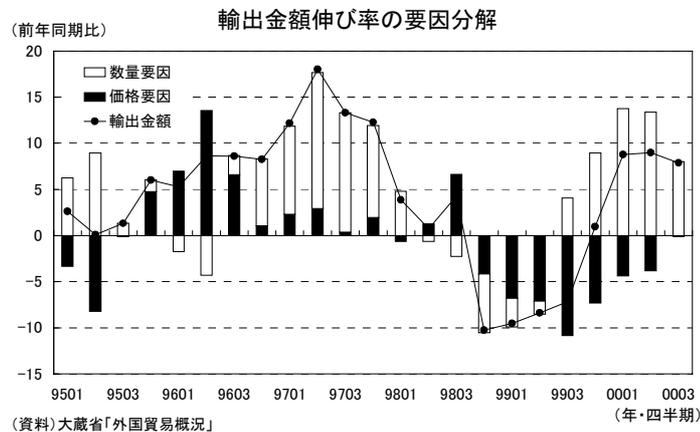


(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

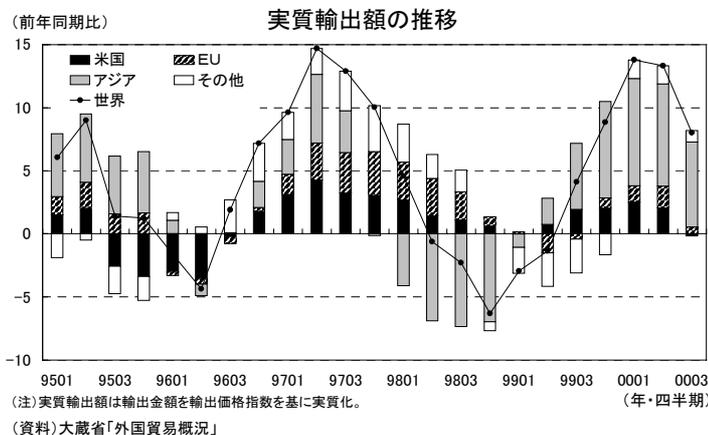
## < 今週の焦点 > 足もとの外需の動向と今後の展望

### 伸びに鈍化がみられる足もとの輸出の動き

輸出金額の伸びは98年10-12月期を底に回復傾向を続けてきたが、2000年7-9月期は前年同期比+7.9%と4-6月期の同+9.0%から伸びが鈍化している。この動きを価格要因と数量要因に分解してみると、円高による円ベースでの価格押し下げ圧力が剥落しつつある一方、好調な米景気やアジア経済の回復により価格が上昇したため、価格要因は前年同期比でほぼニュートラルとなった。しかし一方で輸出数量は前年同期比で+8.0%と1-3月期+13.8%、4-6月期+13.4%から大幅に増勢が鈍化しており、数量要因が最近の輸出金額の伸び鈍化の主因となっている。

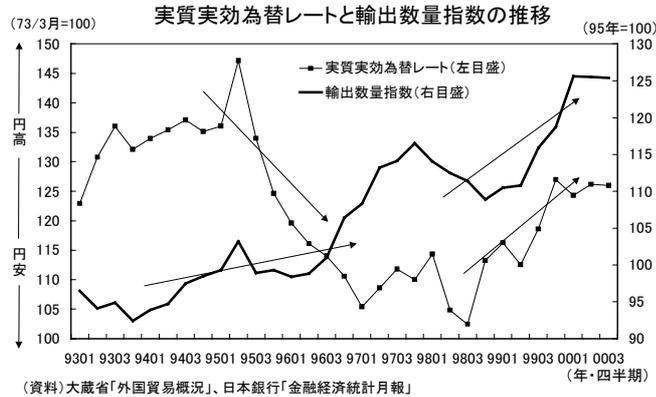


実質輸出額(輸出金額/輸出価格指数)の伸びに対する地域別の寄与度をみると、7-9月期の前年同期比+8.0%のうち、米国が-0.2%、EUが+0.6%、アジアが+6.7%となっている。これから、7-9月期の輸出鈍化は、米国向け輸出数量がマイナス寄与へ転じたことやEU向け輸出数量の伸びが鈍化したことによりもたらされているものであることがわかり、アジア向け輸出が下支えをしている姿がみてとれる。



## 所得効果により増加してきた輸出数量

98年10-12月以降の輸出回復の特徴としては、円高が進行したにもかかわらず輸出数量が増加してきたことが挙げられる。実質実効為替レート<sup>1</sup>と輸出数量の推移をみると、99年以降の輸出数量が増加した局面では、実質為替レートの上昇（円高）と輸出数量の増加が同時に進展している。



輸出数量は、「輸出相手国の所得水準」(所得要因)と、「日本の輸出品の価格と相手国の製品の価格との相対関係」(価格要因)により説明されると考えられる。一般に円高が進行する場合には、現地通貨建てで日本からの輸出品の価格が上昇するため、価格競争力が低下し輸出数量が抑制されるメカニズムが働く。それにもかかわらず今局面において円高進行下で輸出数量が増加してきているのは、アジア経済の急回復、米国経済の好調、EUの景気回復といった主要輸出相手国経済の拡大を背景とする所得効果によるものと考えられる。

地域別に輸出数量関数<sup>2</sup>を推計した結果は下の表のようになった。実質GDPが1%増加した際に日本からの輸出数量が何%増加するかを表す所得弾性値の大きさはEU、ASEAN4、NIEs4、米国の順となっている。相対価格が1%上昇した際に輸出数量が何%減少するかを表す価格弾性値の大きさは、EU、米国、ASEAN4の順で、NIEs4について価格要因は有意ではない。

輸出数量関数の推計結果

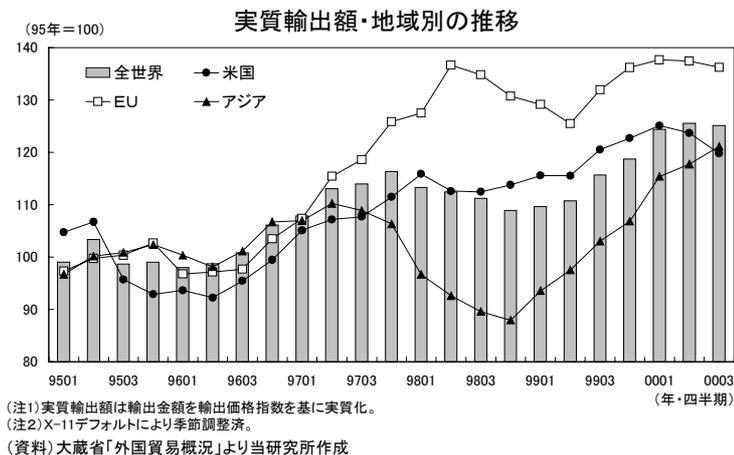
	推計期間	所得弾性値	価格弾性値
対米国	92年Ⅱ～2000年Ⅱ	0.723 (4.489)	-0.500 (-3.042)
対EU	92年Ⅱ～2000年Ⅱ	2.187 (11.307)	-0.852 (-6.120)
対NIEs4	92年Ⅱ～2000年Ⅱ	1.143 (5.156)	-0.012 (-0.065)
対ASEAN4	94年Ⅰ～2000年Ⅰ	1.543 (4.779)	-0.365 (-3.155)

( )内はt値

<sup>1</sup> 日本円と輸出相手国通貨間の為替レートを、当該相手国・地域の物価指数と日本の物価指数との比を乗じて実質化(実質為替レート)した上で、それぞれの実質為替レートを貿易ウエイトで加重平均したもの。

<sup>2</sup> 「地域別実質輸出額」を被説明変数、「輸出相手国の実質GDP」(所得要因)と「日本の輸出物価/輸出相手国の卸売物価(為替調整済)」(価格要因)を説明変数とし、対数線形式にて所得弾性値と価格弾性値を計測。

足もとの地域別実質輸出の推移をみると、米国については経済減速を背景に緩やかな減速傾向にある。EU 向け輸出では所得弾性値が大きいいため、大幅なユーロ安（円高）にもかかわらず所得効果から数量ベースでは高水準の推移が続いている。またアジアについても対アジア通貨では円高傾向にあるが価格弾性値が小さいため減少効果が小さく、景気回復による所得効果で輸出数量の増加が継続していると考えることができよう。



## 今後の展望～米国向けの減速を欧亜向けが下支え

米国経済は7-9月期の実質GDP成長率が2%台に低下するなど景気減速が鮮明化してきており、今後さらに米国向けの輸出は減速傾向が続くと予想される。ただし従来日本の対米輸出については所得弾性値が大きいといわれてきたが、ここでの計測では所得弾性値は1を下回っており、従来の計測に比べて大幅に小さくなっている。米国経済の減速による対米輸出の減少は懸念されるよりは緩やかとなる可能性もある。

EU向け輸出については、欧州経済が米国経済の減速の影響を受けたとしても、米経済の減速によりユーロが反転して上昇に向かえば日本から欧州への輸出採算の改善も期待できる。この効果から、日本からの輸出金額への影響はかなり緩和されるだろう。

アジア向け輸出については、通貨危機からの景気回復持続を背景に引続き堅調な伸びが見込まれる。ただし、原油高や米経済減速の悪影響を受けやすい地域であり、アジア経済減速による日本の外需への影響はリスクファクターとして留意しておくべきであろう。

足もとの日本の輸出は米国経済の減速を背景に増勢が鈍化している。今後米国経済の減速が続けば米国向け輸出の一層の鈍化や、その影響を強く受けるアジア向け輸出の鈍化が懸念される。しかし、一方でユーロ安修正によるEU向け輸出の採算改善や米国向け輸出の所得弾性値の低下など影響を緩和する要因も見込まれ、輸出の急激な減速にはつながらないだろう。