

# 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

## ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数・為替インデックス

### <ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)>

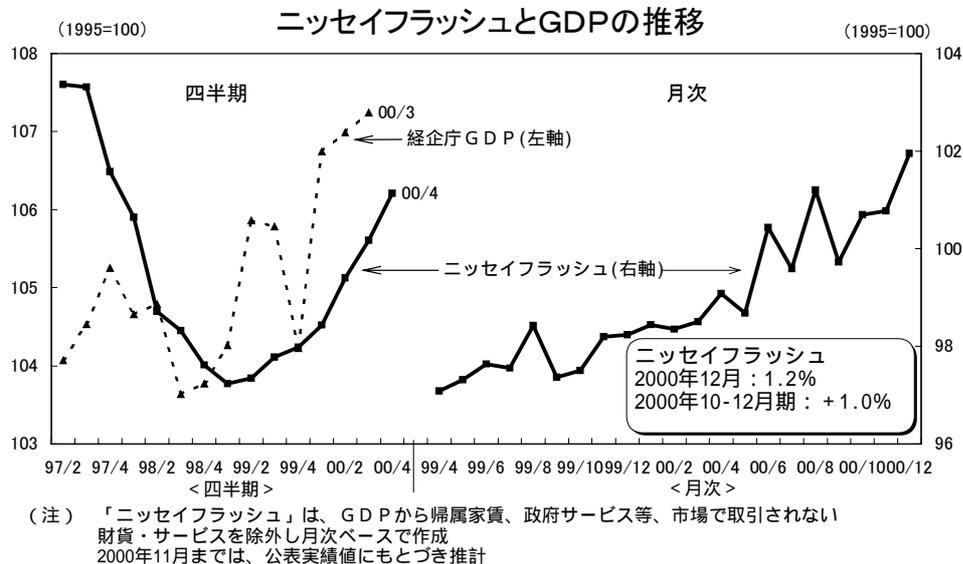
12月のニッセイフラッシュは前月比1.2%、10-12月期も前期比1.0%と、引続きプラス基調を持続する見込み。12月のNBIは24.6%と、99年夏場以降のプラス状況（景気回復局面）が続く可能性が高い。

### <ニッセイ為替インデックス>

1月の為替インデックスは-2.9%と円安局面の転換を示唆。市場では円の先安観が強いが、経済ファンダメンタルズからは円高反転リスクに留意しておく必要性が指摘される。

### <今週の焦点>

鉱工業生産の伸びが鈍化する動きがあるが、IT関連産業の伸びはまだ堅調である。足もとユーロは急反発しており、当面1ユーロ=1ドルを目指す回復が見込まれる。



副主任研究員 日向 雄士（ひゅうが たけし） (03)3597-8046 thyuga@nli-research.co.jp  
 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/

## < ニッセイフラッシュ・ニッセイ景気動向判断指数(NBI) >

### ニッセイフラッシュ：12月は前月比1.2%の増加

12月のニッセイフラッシュは、製造業、建設業、第3次産業が共にプラスとなるとみられることから、全体で前月比1.2%の増加となる見込み。

四半期ベースでみると10-12月期は前期比プラス1.0%となる可能性が高く、引き続き景気は回復基調にあると考えられる。

### 「ニッセイフラッシュ」の動き

	[月次] 実績値による推計				[四半期]		
	2000/9	2000/10	2000/11	2000/12	00/4-6	00/7-9	00/10-12
<b>ニッセイフラッシュ</b>	<b>99.7</b>	<b>100.7</b>	<b>100.8</b>	<b>102.0</b>	<b>99.4</b>	<b>100.2</b>	<b>101.1</b>
前期比	1.5%	1.0%	0.1%	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%
前年同月比	(2.2%)	(3.1%)	(2.7%)	(2.5%)	(2.2%)	(2.3%)	(2.8%)
建設業	0.7%	1.1%	1.0%	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%
製造業	3.6%	2.2%	0.9%	2.1%	2.6%	0.8%	1.0%
第3次産業	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	1.0%	1.3%

(注) 2000年11月までは、公表実績値にもとづき推計。  
季節調整方法はX12-ARIMAを使用。  
95年基準。

### 建設業、製造業、第3次産業がすべてプラスに

製造業が前月比2.1%と2ヶ月ぶりのプラスとなり、建設業も0.5%と9月以来のプラスに転じる見込み。第3次産業は3ヶ月連続でプラスとなろう。

製造業がプラスに転じた原因は電気機械工業での生産が再び前期比プラスに転じた影響が大きく、IT関連産業主導の景気回復はまだ続いていると考えられる。

建設業では、民間部門の改善は続いているものの、公共部門のマイナスの影響が依然として大きい。今回のプラス転換も一時的なものに止まり、基調が変化したとは考えにくい。

### ニッセイ景気動向判断指数(NBI)：12月24.6%

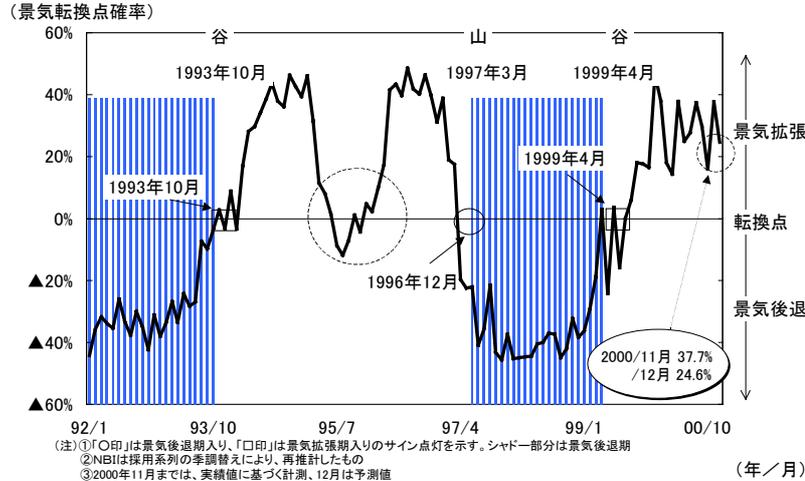
12月のNBIは24.6%となる見込み。11月は24.1%から37.7%になった。NBIは99年夏場以降プラスを維持しており、景気は引き続き回復局面にあると考えられる。

### 「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」の動き

	[月次]			
	2000/9	2000/10	2000/11	2000/12
<b>ニッセイ景気動向判断指数(NBI)</b>	<b>29.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>37.7%</b>	<b>24.6%</b>

(注) 「ニッセイ景気動向判断指数」とは、景気の転換点を確率的に予測するモデル数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す

### ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) の推移



### < 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - >

	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
99/9	6.0%	97.4	▲1.1%	0.0%	0.1%	9.4%
99/10	18.0%	97.5	0.1%	▲0.9%	▲1.0%	6.9%
99/11	17.7%	98.2	0.7%	0.2%	▲0.4%	5.1%
99/12	16.5%	98.2	0.0%	▲0.4%	▲0.8%	-3.1%
00/1	46.5%	98.4	0.2%	1.7%	2.7%	-5.4%
00/2	38.1%	98.4	▲0.1%	0.2%	0.6%	-3.1%
00/3	17.9%	98.5	0.2%	0.9%	▲0.2%	1.7%
00/4	14.3%	99.1	0.6%	▲0.6%	0.0%	2.6%
00/5	37.8%	98.7	▲0.4%	0.0%	▲0.4%	12.8%
00/6	25.0%	100.4	1.8%	1.2%	1.1%	17.0%
00/7	27.7%	99.6	▲0.8%	▲0.7%	▲0.6%	12.7%
00/8	37.5%	101.2	1.6%	0.9%	0.6%	14.2%
00/9	29.8%	99.7	▲1.5%	▲0.7%	▲0.5%	9.7%
00/10	15.9%	100.7	1.0%	0.4%	0.3%	6.9%
00/11	37.7%	100.8	0.1%	0.6%	0.6%	5.7%
00/12	24.6%	102.0	1.2%			-0.5%
01/1						-2.9%

(注1) ニッセイフラッシュは、2000/11月発表値より基準変更、過去に遡及してデータを改訂(1990→95年基準)  
(注2) ニッセイ為替インデックスは、日本のGDPの基準改訂にともない遡及改訂(2001年1月)

#### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2000年12月15日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

## ＜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

12月以降、円ドルレートは、これまで続いてきた105～110円/ドルのボックス圏を抜け出し、円安が進行している。

12月月初は、米国経済の減速と日本経済の先行き懸念が拮抗する形で、110～111円/ドルの狭いレンジでの推移となった。しかし、中旬以降、日銀短観（12月13日）で日本経済の先行き不透明感が強まる一方米大統領選が決着したこともあり、円は112円/ドル台へ下落した。

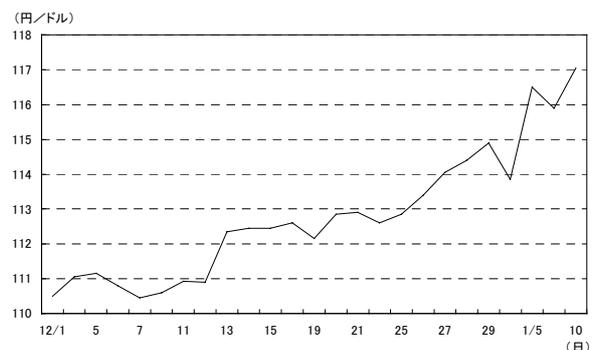
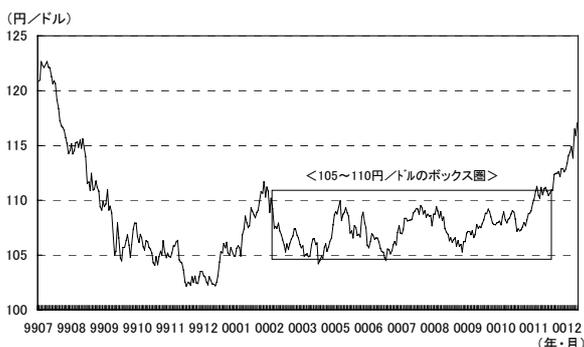
年末には、11月の家計消費（勤労者世帯）が前年比のマイナス幅を拡大したことや失業率の悪化など日本経済の足取りの弱さを示唆する経済統計の発表が相次ぎ、日本経済の先行き懸念の強まりから114円/ドル台まで円安が進行した。

年明け後は、円ドル相場は波乱の幕明けとなり、値動きの激しい展開に転じている。米消費者信頼感指数や米NAPM景気指数の悪化など米景況悪化を背景に、米株価が急落し米FOMCが緊急利下げ（1月3日）に踏み切ったことから、利下げ直後には日米金利差縮小を材料とする円買いの動きも一時的にみられた。

しかし、米金融当局の機動的な対応による利下げを好感し米株価が急反発する一方、日本株の軟調な動きが続いたことから日本経済の先行きが不安視され、また宮沢財務相の円安容認発言も円売り支援材料となり、1999年7月以来の水準となる117円台まで円安が進行した。

足もと大幅な円安が進行しているが、経済ファンダメンタルズからは、日本経済の先行きが懸念されるものの米国経済の減速により成長率格差が縮小していく構図に現時点では変化が生じていないと判断される。ドル買いの背景にある米金融当局に対する信認の持続が、今後円安基調がいつまで継続するかを判断する上での鍵を握るであろう。

### 円ドルレートの推移



## 1月の為替インデックスは - 2.9%と円安局面の転換を示唆

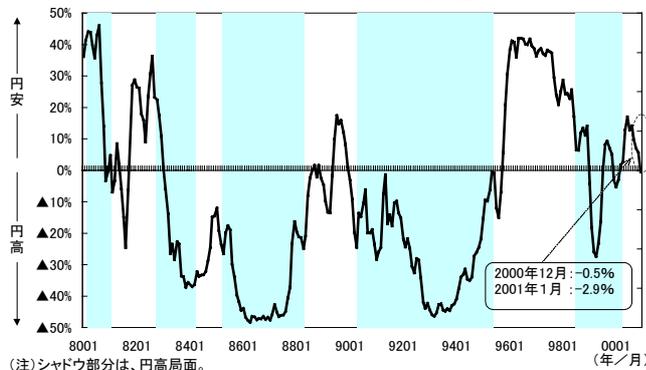
1月の為替インデックスは - 2.9%と12月の - 0.5%に対して2.4ポイント低下し、円安局面が転換点を迎えることを示唆するものとなった。なお、2000年7-9月の米国経常収支の実績値を反映したほか、日本のGDPが新基準（93SNA）に改定されたため、為替インデックスは遡及改定されている。

為替インデックスがマイナスに転じた要因として、米国経済の成長が減速したことに加えて2000年7-9月期の経常収支赤字が過去最高の水準に膨れ上がり、日米の経常収支対名目GDP比格差が拡大したことが挙げられる。このため、1月の為替インデックスでは、対外収支格差要因は前月比 - 0.5%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。

また、日本のM1（現預金）の成長率は11月も前年同月比5.1%と伸びの鈍化傾向が続き、日米マネー成長率格差が縮小した。このため、マネー成長率格差要因は前月比 - 2.4%ポイントの寄与となり、円高要因となった。このほか、履歴効果が前月比 + 0.5%ポイントの円安寄与となり、短期金利格差要因は中立要因となった。

為替インデックスによれば、米国経済の減速が明確となり経常収支赤字のファイナンス問題に焦点があたるようになれば円安基調が修正されやすい状況にあると判断される。円の先安観が強いが、経済ファンダメンタルズからは円高反転リスクに留意しておく必要性が指摘される。

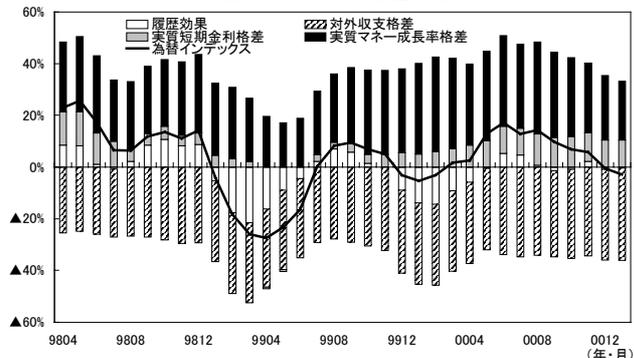
為替インデックスは円高局面を示唆



為替インデックス(過去1年分)

2000年 1月	-5.4%
2000年 2月	-3.1%
2000年 3月	1.7%
2000年 4月	2.6%
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	9.7%
2000年 10月	6.9%
2000年 11月	5.7%
2000年 12月	-0.5%
2001年 1月	-2.9%

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RE P O R T」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 1 > IT 関連産業はまだ堅調

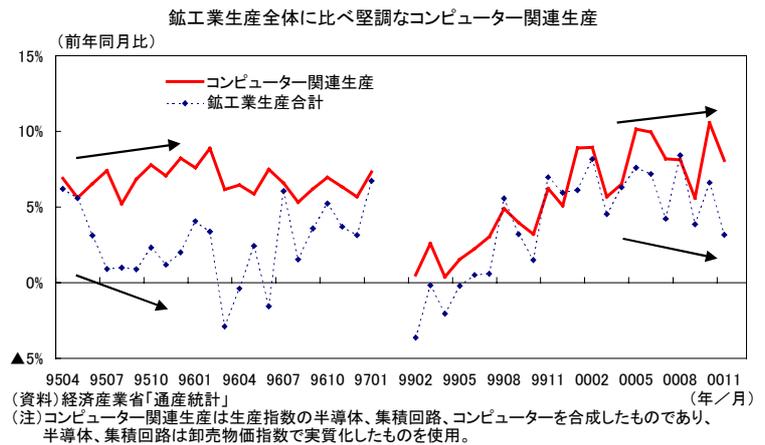
副主任研究員 日向 雄士

### 堅調な動きを続ける IT 関連生産

前年同月比でみると鉱工業生産の伸びに鈍化の動きがあるものの、こうした中でも IT 関連生産の前年同月比の伸びは依然高水準にある。

12 月の製造工業生産予測調査では、電気機械工業の先行き見込みが再び増加に転じた。IT 関連生産は目先堅調に推移する模様。

生産性の向上が企業の課題となっており、生産、流通面での効率化に IT が不可欠となっていることなどがこの背景にあると思われる。IT 機器の主要な輸出先である米国経済に減速の動きが出ているなど、先行きの懸念材料はあるものの、足下の IT 生産は堅調な動きを続けている。



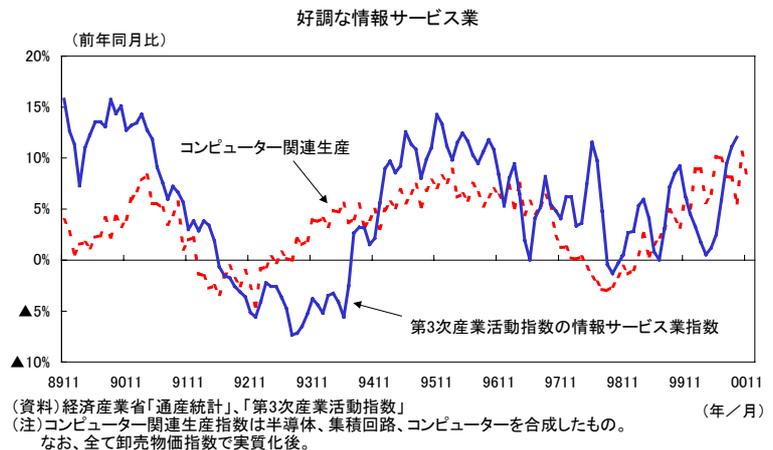
### コンピューター関連生産と共に高水準の活動を続ける情報サービス業

コンピューター関連（ハード）の生産と共に、ソフトウェア開発やシステム管理運営受託といった情報サービス業の活動の伸びも堅調に推移している。

コンピューター2000年問題によって情報サービス業の活動が99年に大きく伸びたため、2000年前半には情報サービス業の活動の伸びが低下した。しかし、IT 関連投資の活発化を受けて 2000

年後半以降、情報サービス業の伸びが顕著となり、年末には前年末の高い伸びにもかかわらず大幅な伸びとなっている。

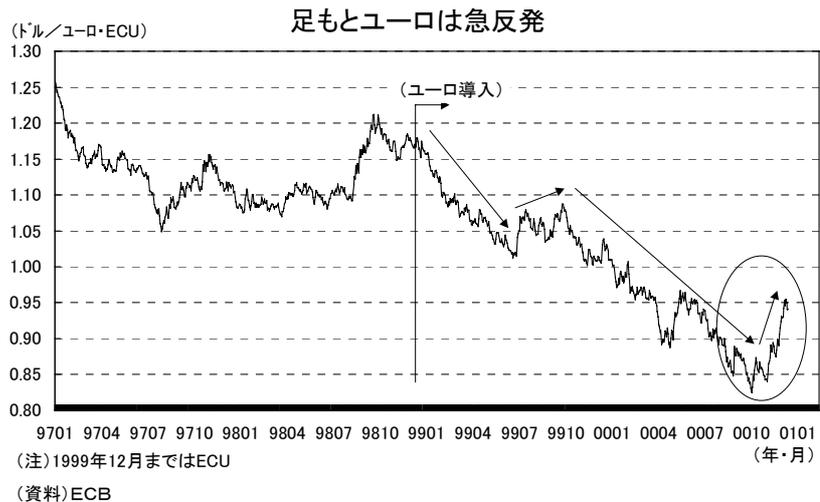
前年のように 2000 年問題特需の剥落で伸びが鈍化するといったマイナス要因がないことやハードの生産が引き続き堅調に推移していることを考えると、情報サービス業の活動も当面、高水準の伸びが続くと思われる。



## < 今週の焦点 2 > ユーロはどこまで上昇するか？

研究員 岡田 章昌

99年1月に導入された欧州単一通貨・ユーロは今年で3年目を迎える。ドルと並ぶ基軸通貨となることが期待されていたユーロであるが、期待とは裏腹に導入以降一貫して対ドルで下落基調が続いてきた。ユーロは導入当初1ユーロ=1.18ドルでスタートしたが、最安値を記録した2000年10月下旬には、1ユーロ=0.82ドルまで約30%減価した。しかし、足もとでは、米国経済の減速を背景にユーロは急反発している。



はたしてユーロはどこまで上昇するのであろうか？

### ユーロの下落が続いた3つの要因

まず第一に通貨統合の経済効果に対する過剰な期待により導入当初のユーロの水準がそもそも過大評価されていたという点が指摘できる。この修正以上にユーロの下落が続いた要因としては、欧米間の景況格差および金利格差（景気循環要因）、欧州から米国へなされた直接投資および証券投資による資本流出（資金循環要因）、ECB（欧州中央銀行）の金融政策に対する信認の問題（構造要因）などが考えられる。

98年後半から99年前半のユーロ圏経済は減速傾向にあり、99年4月にECBによる利下げが実施された。この結果、欧米間の金利差が拡大し、ユーロ安が進行した。その後99年後半にかけては、ユーロ安による外需の下支えからユーロ圏経済は回復に向かい、金利差の縮小を受けユーロが持ち直す動きも一時的にみられた。しかし、一方で米国経済がこれを上回る高成長となったため金利差は再び拡大に転じ、ユーロ安基調が持続した。したがって、99年のユーロ安についてはこの景気循環要因で大方説明可能といえる。ところが、2000年に入り、ユーロ圏経済の回復基調の持続と米国経済減速懸念を背景に金利差が縮小に向かったが、ユーロ安は止まらなかった。

景気循環要因によるユーロ安圧力が薄らぐ中で、2000年に入ってからユーロの下落基調が続いたことの主因と考えられるのが、第2の資金循環要因である。近年、ユーロ圏から米国への直接投資や証券投資による資金流出が続いており、2000年に入ってから、特に証券投資が活発化している。米国財務省の統計によると、2000年1-9月期の海外からの対米株式投資は1377億ド

ルの買い越しとなっており、99年の1075億ドルを上回るペースである。このうち、ユーロ圏からの買い越しが698億ドル(99年は461億ドル)とその半分を占めており、このようなユーロ圏から米国への資金の流れが米国株式相場を支えた反面、ユーロ安圧力をもたらしたとみられる。

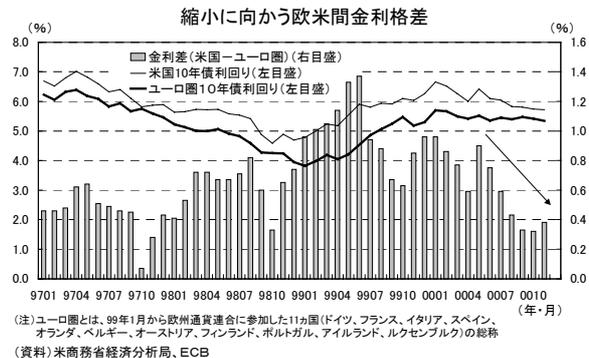
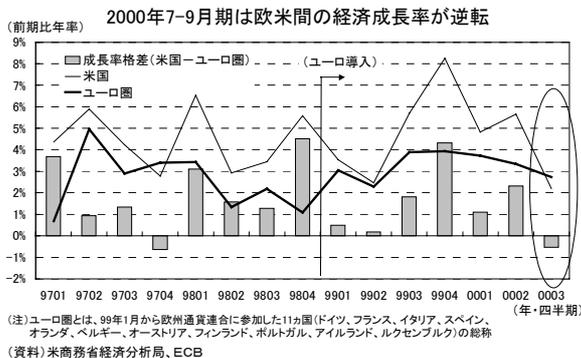
このほか、構造要因として、ECBの金融政策に対する信認や欧州経済の構造改革の遅れに問題がある。原油高騰によるインフレ圧力が高まり景気の腰折れを招くことへの懸念を生じさせる中でも約1年の間に7度の利上げを実施した。しかし、ユーロ圏の統合消費者物価上昇率は2000年11月時点で前年同月比2.9%と依然としてその中期収斂目標の2%を超えた状態が続いている。通貨統合への参加にあたっては、参加国は独自の金融政策を放棄することを強いられており、物価の安定を最終目標とするECBの金融政策への信認の欠如がユーロ安の構造要因となっていると考えられる。また、通貨統合が進むと考えられていた欧州経済の構造改革が進まなかったこともユーロへの失望売りを誘った。

### ユーロはどこまで上昇するか？

2000年11月以降、ユーロは米国経済の減速傾向が明らかになったことを背景に対ドルで反転上昇している。ユーロ圏経済についても減速傾向がみられるが、2000年7-9月期の実質経済成長率(前期比年率)は、ユーロ圏が2.7%と米国の2.2%を上回っている。これに伴い、欧米間の金利差も縮小しており、景気循環要因からはユーロ高がサポートされるであろう。また、米国経済減速に伴い米株式相場も調整色を強めており、ユーロ圏から米国向け証券投資も一服することが見込まれ、資金循環要因からのユーロ安圧力も剥落することが考えられる。

それでは、ユーロはどこまで上昇するのであろうか。2000年に入ってからユーロ安は主に資金循環要因によるものであり、ファンダメンタルズから大幅に乖離して下落していた可能性が指摘される。この点を踏まえると、当面は2000年当初の水準である1ユーロ=1ドル(等価)を目指し、当時より欧米間の景況格差が縮小していることから1ユーロ=1.05ドルを回復することも視野に入ってくるだろう。

しかし、ユーロが導入当初の水準を回復するような本格的な上昇局面に入ったと判断するのは早計であろう。このためには先に指摘した通り、構造要因としてECBの金融政策や欧州経済の構造改革への信認が不可欠であり、ECBの舵取りやEUの経済政策が注目される。



# 経済指標発表予定

# 2001年1月~

日本				米国		
公表日		統計等	基礎研予測 ( )は実績	前月実績	統計等	前月実績
1/15 月	8:50	11月経常収支(季調値)	0.82兆円	0.95兆円		
1/16 火	14:00	11月機械受注(除く船舶、電力)(前月比)	2.6%	8.3%		
1/17 水					8:30	12月実質賃金(前月比) ▲0.1%
					8:30	12月消費者物価(前月比) 0.2%
						12月消費者物価:コア部分(前月比) 0.3%
1/18 木						
1/19 金	-	金融政策決定会合(日銀)	-	-		
1/22 月	8:50	11月第3次産業活動指数(前月比)	0.6%	0.1%		
	8:50	11月全産業活動指数(前月比)	0.1%	0.0%		
1/23 火						
1/24 水	-	12月通関貿易収支(速報)(季調値)	0.59兆円	0.62兆円		
1/25 木					8:30	12月期雇用コスト指数(前期比) 0.9%
1/26 金	8:00	12月CPI(全国、総合)	▲0.4%	▲0.5%		
	8:00	1月CPI(東京都区部)	▲0.6%	▲0.6%		
	8:50	12月商業販売統計(小売業)(前年比)	▲0.9%	▲0.7%		
1/29 月	8:50	12月鉱工業生産(前月比)	1.5%	▲0.8%		
1/30 火	8:00	12月失業率	4.7%	4.8%		
	8:00	12月家計調査(勤労者、名目)	▲0.7%	▲3.0%		
		12月有効求人倍率	0.65	0.65		
1/31 水	14:00	12月住宅着工戸数(前年比)	1.9%	2.2%	8:30	4Q実質GDP(前期比年率)(preliminary) 2.2%
2/1 木	-	1月新車登録台数(乗用車含軽)(前年比)	5.8%	3.2%	8:30	12月名目個人所得(前期比) 0.4%
					8:30	12月名目個人消費(前期比) 0.4%
2/2 金					10:00	1月NAPM指数(製造業) 43.7%
						1月非農業部門雇用者(前月比) 105千人
						1月失業率 4.0%
						12月製造業新規受注(前月比) 1.7%

(注1) ( )内の数値は実績値

(注2) 通関統計・国際収支は季調値、公表日は未定。

(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)