

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融為替市場の動き / 夏場にかけて懸念される景気後退下の円高

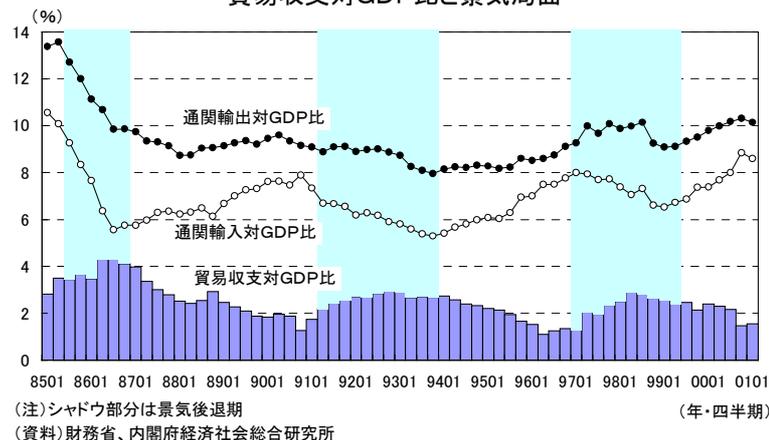
< 金融為替市場の動き >

1. 4月26日に日銀が発表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」によると、2001年度の消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは前年比 0.8～0.4%とされている。当面デフレ状況が続くことを政策当局が見込んでおり、量的金融緩和が長期化する可能性が高い。
2. 円ドルレートは構造改革進展への期待先行で円買いが進んでいるが、構造改革を進展させる上で今後デフレ圧力が高まることは不可避であること等から、120円/ドル前半から半ばでのみみ合いの展開を予想する。

< 今週の焦点：夏場にかけて懸念される景気後退下の円高 >

1. 輸入減少により夏場にかけて貿易黒字が拡大基調に転ずることが想定され、景気後退下の円高が懸念される。
2. このような円高によるデフレ圧力を回避するためには、夏場にかけてもう一段の金融緩和措置発動への圧力が高まるであろう。

貿易収支対GDP比と景気局面



研究員（金融担当） 矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

研究員（為替担当） 岡田 章昌（おかだ あきまさ）(03)3597-8536 aokada@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

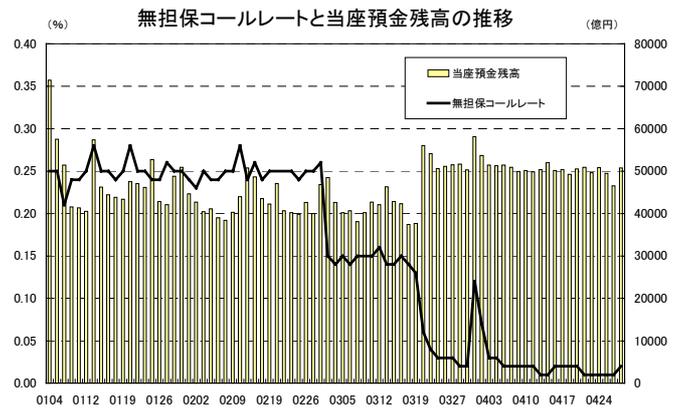
ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

日銀の景況感は悪化が続く

日本銀行は3月19日に量的金融緩和政策を実施した。短期金融市場は、ターゲットとなっている準備預金残高5兆円水準に達しており、無担保コールレートはゼロ水準となっている。ゼロ金利政策時とほぼ同様の状況となっている。

4月16日発表の金融経済月報で「景気は輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど調整局面にある」と2カ月連続の景況感を下方修正した。先月と比較して、米国やアジア経済の減速を受け、日本の輸出不振が下方修正の主な原因となっている。先行きについても「当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い」と従来よりもかなり慎重な見方となっている。



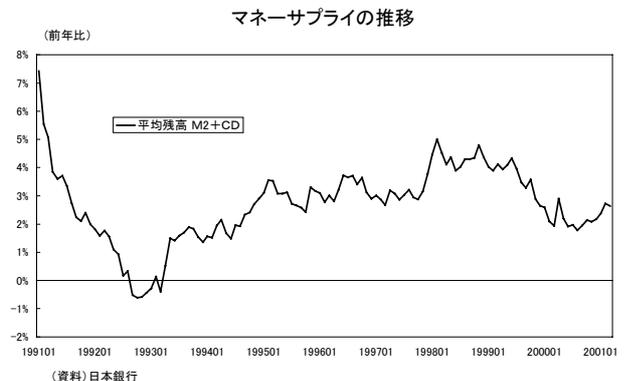
日銀の景況判断の変化

	現状判断	先月からの景況感の方向	先行き
1月	緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。	↘	設備投資を中心とした景気の緩やかな回復基調は今後も維持される可能性が高いと考えられる。
2月	緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。	→	設備投資を中心とした景気の緩やかな回復基調は今後も維持される可能性が高いと考えられる。
3月	輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている。	↘	停滞色の強い展開が続く可能性が高いと考えられる。
4月	輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。	↘	当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高いと考えられる。

当面は政局の動向を見極めるものと思われるが、アメリカなど海外経済の大幅悪化や短観（7/2日発表）で国内景況感が大幅に悪化する場合には、日銀に対する金融緩和策が再び高まり追加的な緩和策の実施も有り得よう。

量的金融緩和長期化

マネーサプライは、3月2.6%と若干上昇したものの、依然水準は低い。今回の量的金融緩和の目安となっている消費者物価（除く生鮮食品）は、1月0.5%、2月0.6%、3月0.6%（2000年度は0.4%）と依然マイナスの推移が続いている。4月2日発表の短観で示されたように日本の景況感は急速に悪化している。生産などの統計からは

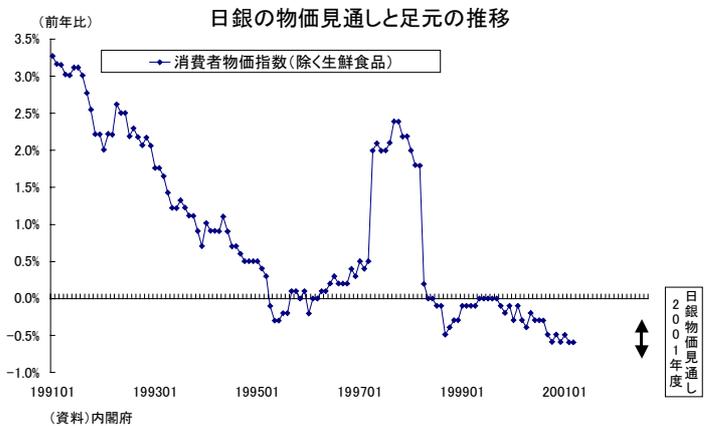


昨年夏場が景気のピークだったと判断され、日本経済は後退局面にある。今年度需給ギャップの拡大予想され、物価下押し圧力はさらに強まろう。

4月26日、日銀は「経済・物価の将来展望とリスク評価」を発表した。これは昨年10月に初めて発表が開始されたものであり、年2回発表されることになっている。日銀の政策がどのような経済見通しに基づくのかを読み取ることができる。

これによると、2001年度の実質経済成長率見通しは0.3~0.8%、また消費者物価(除く生鮮食品) 0.8~0.4%

となっており、量的金融緩和の解除条件となっている安定的にゼロを上回る物価上昇率には程遠い。当面デフレ状況が続くことを政策当局が見込んでおり、量的金融緩和が長期化する可能性が高い。



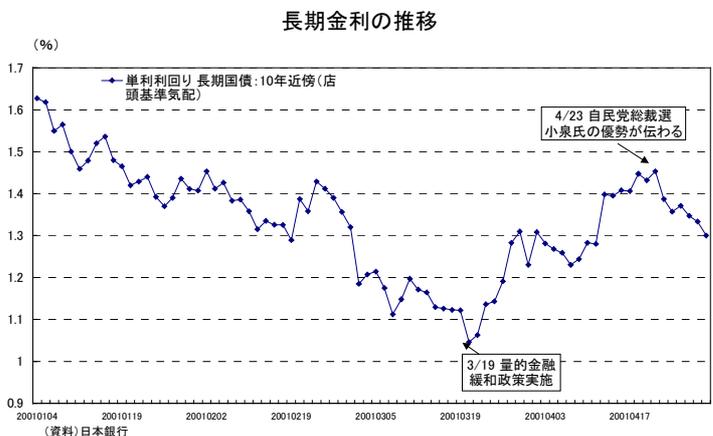
政局に揺れる長期市場

長期金利は、3月19日の量的金融緩和実施以前から急ピッチで低下した。量的金融緩和が実施された後もさらに低下し、3月21日には1.02%と一時1.0%割れが目前となった。しかし市場の予想以上の金融緩和策が実施され、市場の目が金融政策から財政政策、政局に移ると、市場の流れは一変し、急上昇することとなった。

その後、4月2日に発表された短観で景気悪化が一段と鮮明になる中、自民党総裁選で候補の多くが、景気優先の姿勢を強めると、財政出動のための国債増発が需給悪化懸念や財政赤字拡大による格付引き下げを連想させ長期金利は1.5%付近にまで上昇した。

4月23日には、小泉氏の勝利観測が伝えられると、小泉氏の政策である財政構造改革が、緊縮財政を連想させ、長期金利は一転低下した。

新政権でどのような政策が実施されるかが注目される。



< 為替市場の動き >

足もとの為替レートの動き

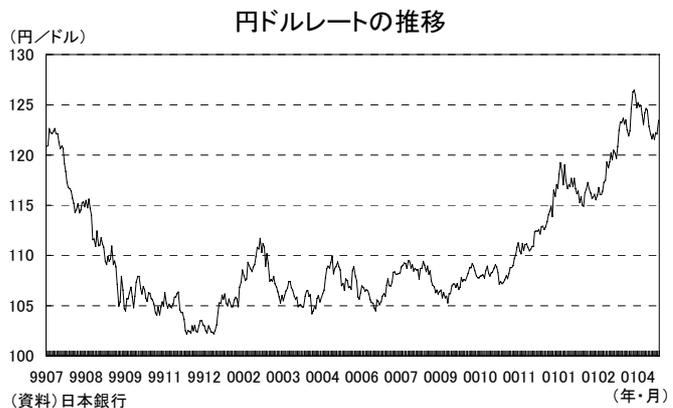
(1) 円ドルレート

円ドルレートは、宮澤前財務相ら日本の通貨当局要人の円安牽制発言を背景に、3月以降急速に進行した円安水準を修正し、足もとでは120円/ドル台前半で一進一退の推移となっている。

円安水準の修正のきっかけは125円/ドル近辺において相次いだ円安牽制発言にあるが、米雇用統計の悪化等から米国経済の先行き懸念もくすぶっており、米国経済要因からもドルの上値が抑えられる形となっている。

4月中旬以降は、構造改革論者である小泉氏が新首相に選出される可能性が高まるにつれ経済構造改革進展への期待先行で円買いが進んだ。しかし、不良債権処理等構造改革を進展させる上で今後デフレ圧力が高まることは不可避であり、また鉱工業生産の低下基調から景気後退色がより鮮明化していることから円の上昇余地は限られるであろう。

一方、米国経済については1-3月期のGDPが前期比年率2.0%成長と堅調な結果となっているが、足もとでは消費マインド指標の悪化が続いており、先行きが懸念される状況には変わらない。ドルの上値も抑えられることから、120円/ドル台前半から半ばでのみみ合いの展開を予想する。



(2) ユーロドルレート

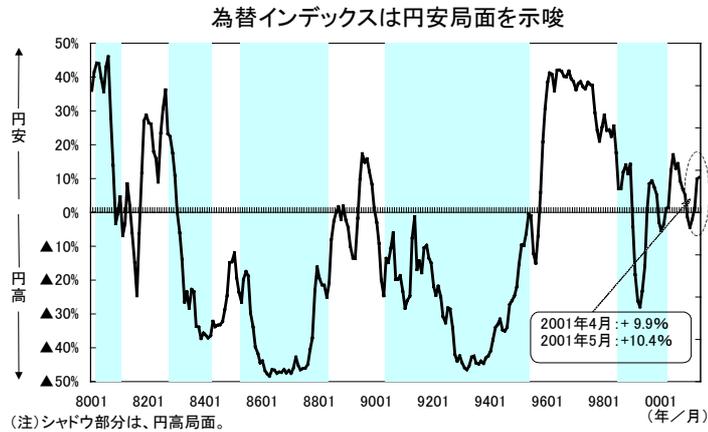
ユーロドルレートは、1ユーロ=0.8ドル後半で軟調な推移が続いている。この背景には、ユーロ圏の消費者物価上昇率が政策目標の2%を上回り続けており、インフレ抑制からECBによる利下げが見送られているため、金融政策が景気対策の点で後手に回ることによるユーロ圏経済への悪影響が懸念されていることがある。

米FOMCによる緊急利下げ(4/18)による欧米の短期金利水準の逆転から1ユーロ=0.9ドル台を回復する場面もみられた。しかし、G7の共同声明の中でもユーロ圏の成長鈍化が明記されるなど景気先行きが懸念されており、引き続き1ユーロ=0.8ドル後半~0.9ドル前半で上値の重い展開が見込まれる。



5月の為替インデックスは+10.4%と円安局面を示唆

5月の為替インデックスは+10.4%と4月の+9.9%に対して0.5%ポイント上昇し、為替インデックスは3カ月連続で円安局面を示唆するものとなった。



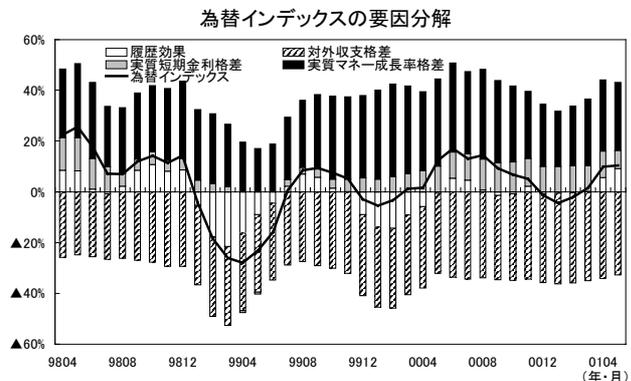
実質短期金利格差要因は4月の為替インデックス比で-3.3%ポイントの寄与となり、前月比で円高要因となった。米国では緊急FOMC(4/18)によりFFレートの誘導目標水準が0.5%引き下げられる一方、日本の物価下落基調が続いているため、日米間の物価上昇率を調整し実質短期金利差は縮小している。

対外収支格差要因は前月比+1.4%ポイントの寄与となり、円安要因となった。米国経済の減速を背景とする海外需要の悪化を受け日本の輸出が大幅に落ち込んでいる一方、米国では2月の貿易統計で輸入の大幅な落ち込みが確認されており、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小している。

マネー成長率格差要因は同-1.1%ポイントの寄与となり、前月比で円高要因に転じた。米国のM1(現預金)の成長率は前年同月比マイナスの動きが続いているがマイナス幅は縮小に向っており、日米マネー成長率格差が若干縮小した。このほか、履歴効果は年明け以降の急速な円安進行を受け同+3.5%ポイントの寄与となり、前月比で円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 5月	12.4%
2000年 6月	17.0%
2000年 7月	13.1%
2000年 8月	14.4%
2000年 9月	9.3%
2000年 10月	6.8%
2000年 11月	5.2%
2000年 12月	-1.3%
2001年 1月	-4.5%
2001年 2月	-2.1%
2001年 3月	1.5%
2001年 4月	9.9%
2001年 5月	10.4%



(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：夏場にかけて懸念される景気後退下の円高 >

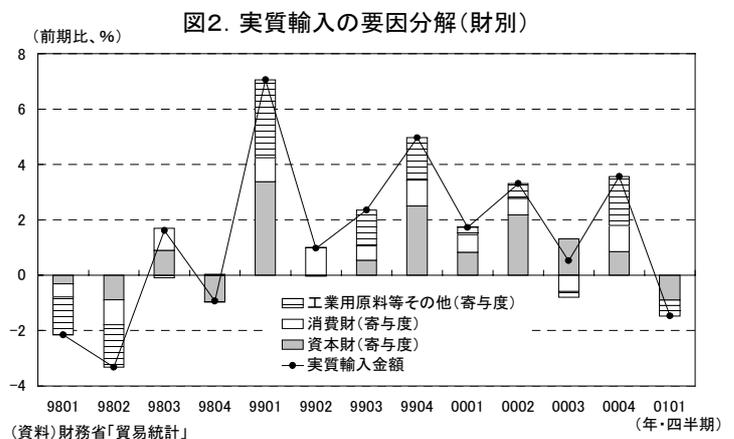
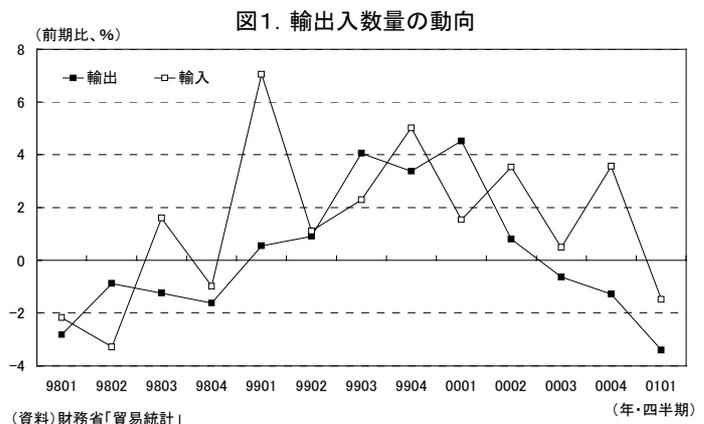
研究員 岡田 章昌

足もと減少に転じた輸入数量

米国経済の急減速等海外需要減速の影響から輸出数量については昨年 7-9 月期以降前期比マイナスの動きが続いているが、輸入数量についても足もと 1-3 月期には前期比 -1.5% とマイナスに転じている(図1)。鉱工業生産は 2000 年 8 月をピークに低下基調が続いており、景気は後退局面にあると判断されるが、1-3 月期の輸入の減少からも、当初の外的ショックによる生産調整の影響が内需に波及しつつあり、年明け以降景気の調整色がさらに強まっていることが窺われる。

輸入数量は 99 年 1-3 月期以降、景気拡大とともに前期比プラスの動きが続いてきた。このような輸入数量の動きを財別にみたものが図2である。これによると、実質輸入の伸びを牽引してきたものは IT 関連機器を中心とする資本財であることがわかる。99 年 1-3 月期を底とする景気回復局面の特徴は IT 投資を中心とする企業部門主導の回復であり、輸入の堅調な伸びを支えていたものは設備投資の伸びによる内需であったといえる。

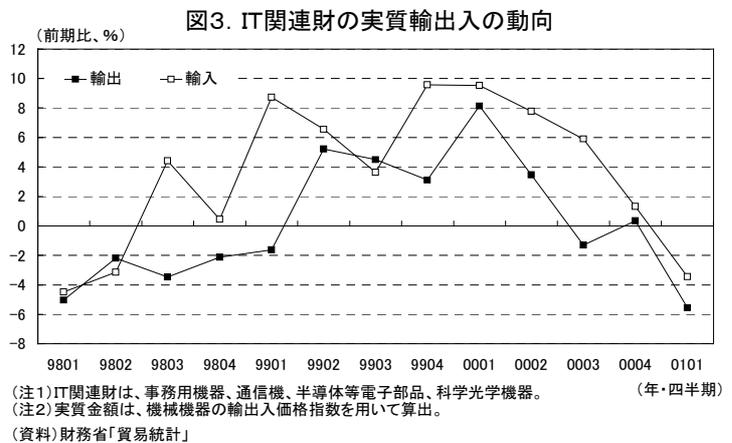
一方、消費財については消費回復のペースが緩慢であったことと整合的に輸入増への寄与は緩やかなものとなっている。製品輸入の象徴としてユニクロに代表される繊維製品の輸入の伸びが大きく取り上げられることが多いが、繊維製品の輸入総額に占める割合は 6.4% (2000 年度) とそれほど小さくなく、このような動きから輸入動向を判断すると輸入の増加を実勢以上に過大評価する可能性がある点に留意する必要がある。



IT関連投資減速の影響を受け減少に転じたIT関連財輸入

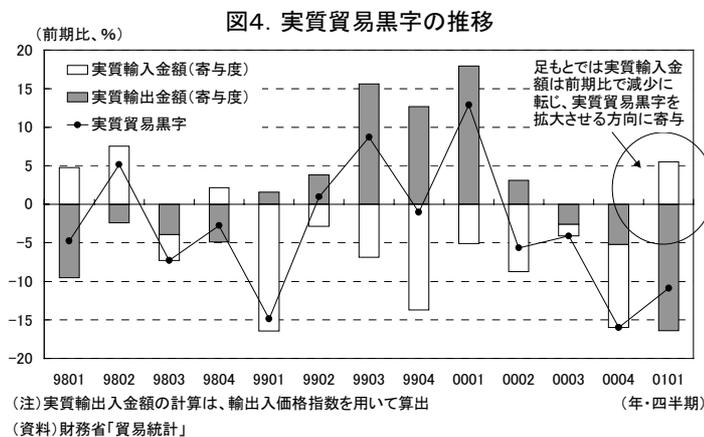
設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は1月に前月比 - 11.8%となるなど今年に入ってから減少傾向に転じており、夏場には設備投資の減少傾向が鮮明となる公算が高い（Weekly「エコノミスト・レター」2001.4.27号参照）。特に、世界的なIT需要の剥落を受けた生産調整を背景に、電気機械業からの機械受注は大幅に落ち込んでおり（1月：前期比 - 19.7%、2月：同 - 16.4%）、IT関連投資の急減速は不可避といえる。

このようなIT関連需要ショックの貿易面への影響をみるために、事務用機器、通信機、半導体等電子部品、科学光学機器を「IT関連財」と定義し、その輸出入動向をみたものが図3である。これをみると、IT関連財は景気回復とともに輸出入両面で伸びが高まってきたが、2000年度年央から減速傾向に転じており、2001年1-3月期には前期比で減少に転じていることがわかる。このような動きは、足もとの輸出入の動きを先導しているものとみられ、今後IT関連投資の落ち込みとともにIT関連財輸入の減少主導で輸入が減少していく可能性がある。



夏場にかけて貿易黒字は拡大基調に転じ、景気後退下の円高が懸念される

2001年1-3月期に輸入は減少に転じており、貿易黒字を拡大させる方向に寄与しているとみられる。貿易黒字の変動に対する輸出と輸入の影響を寄与度分解したものが図4である。この図をみる上では、輸入は減少することにより貿易黒字を拡大させる方向に作用するため、輸入数量のマイナスが寄与度でみる場合プラスの符号となる点は注意を要する。



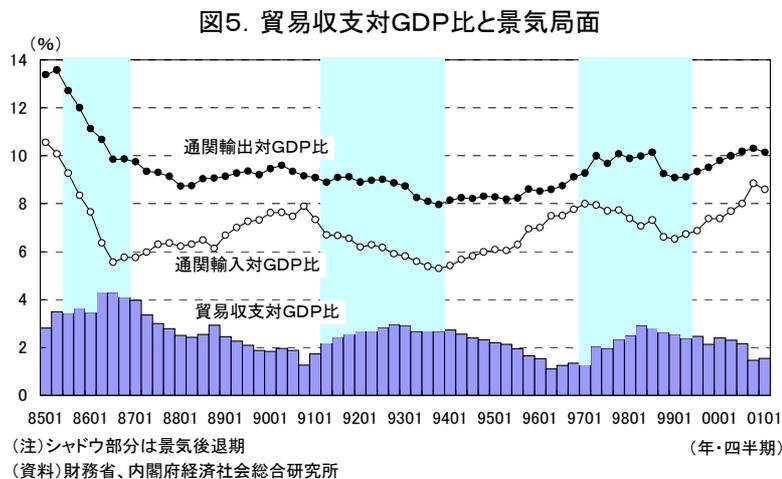
これを見ると、足もと貿易黒字は減少基調にあるが、その中身が2000年10-12月期までと2001年1-3月期では異なっていることがわかる。

2000年10-12月期までは、輸入の増加主導で貿易黒字が減少しており、輸出は黒字を拡大させる方向に働いていた。7-9月以降は輸出の減少が貿易黒字を減少させる方向に作用するようになり、黒字の減少基調が鮮明化した。

これに対して2001年1-3月期には輸出の落ち込みが貿易黒字を減少させているが、輸入は減少し黒字を拡大させる方向に作用するようになっている。

輸出は海外需要のショックに対する調整が急速に進んでいる上、円安による価格競争力向上も支援材料として期待されることから、輸出の減速ペースは今後緩やかになることが見込まれる。一方、輸入については、夏場にかけて設備投資の減少基調の鮮明化と歩調を合わせて落ち込みをみせることが想定され、輸出を上回る輸入の減少から貿易黒字は拡大基調に転じる可能性が高い。

85年以降の景気局面と貿易黒字の対GDP比の関係をみたものが図5である。これを見ると、景気後退期には、内需の落ち込みによる輸入の落ち込みが貿易黒字を拡大させていることがみてとれる。



貿易黒字の拡大は実需面からの円高圧力となると考えられ、過去の景気後退局面においても貿易黒字対GDP比の上昇に伴い円高が進行している場面が見受けられる。したがって、今後設備投資の減少とともに夏場にかけて貿易黒字の拡大基調が鮮明化する可能性が高く、景気後退下であっても円高圧力がかかりやすい状況を想定しておく必要がある。また、このような円高によるデフレ圧力を回避するためには、夏場にかけてもう一段の金融緩和措置発動への圧力が高まるであろう。

(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。