

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

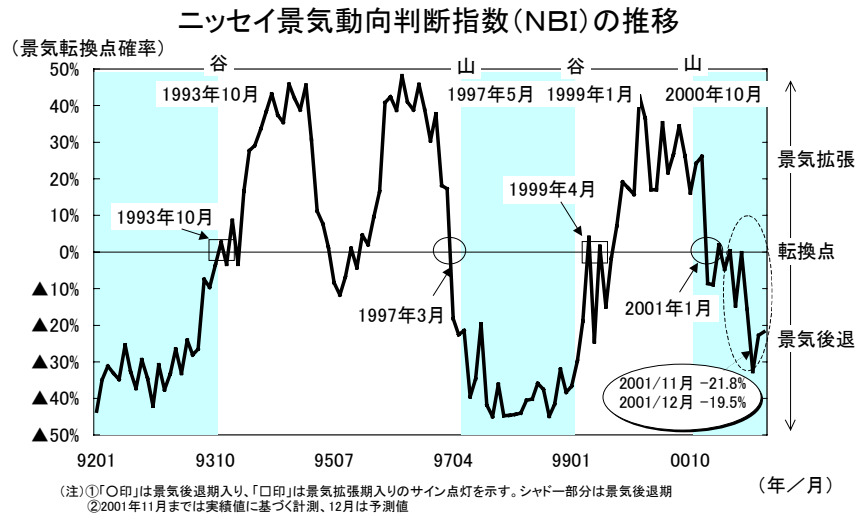
金融為替市場の動き / ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)

< 金融為替市場の動き >

1. 1-3 月期には、信用リスクが再び強く意識される可能性が高い。銀行の株価下落も止まっておらず、4月のペイオフ解禁、決算に向けた不良債権処理・企業倒産増加などのリスクが高く、市場が今以上に信用リスクに過敏となる可能性は高い。
2. 円ドルレートは、130 円/ドル前半でドルの上値を試す展開が続いている。しかし、足もとの急速な円安はファンダメンタルズから大きく乖離している可能性が高く、ドル急落リスクの高まりには注意しておきたい。

< ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

- ・ NBI は、11 月が -21.8%、12 月 (予測値) が -19.5% と 2 桁マイナスとなり、景気後退局面の継続を示唆するものとなっている。ただし、新車販売等消費関連指標の底堅い動きを背景に、NBI のマイナス幅の拡大には歯止めがかかっている。



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 >

研究員 矢嶋 康次

日銀は信用リスクに過敏となっているマーケットに配慮し追加緩和策を実施

12/18,19日の政策決定会合で、当座預金残高を10～15兆円とする追加緩和策が決定された。市場では信用リスクに過敏となっており(図1)この状況への対応が主として取られてものである。

当座預金額の引き上げに伴い、国債買切りオペ増額(月額6000億円から8000億円に)とCP現先の活用などの金融市場調整手段の拡充策がとられた。

図2のように追加緩和に踏み切る以前にすでに当座預金は10兆円を超えており、今回の当座預金残高の引き上げは事実上市場追随といっても過言ではない。またCP現先が採用されることになったが、CP発行企業はその数が限定的であること、さらに現先では信用リスクを多くとってはならず、信用スプレッドの解消の効果はほぼ限定的である。

1-3月期はさらなる信用スプレッドが広がる可能性も

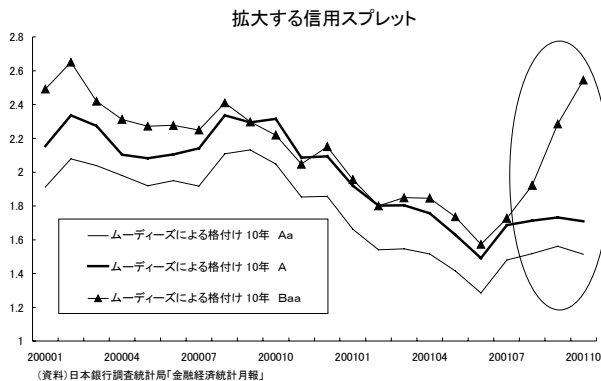
1-3月期には、信用リスクが再び強く意識される可能性が高い。銀行の株価下落も止まっておらず、4月のペイオフ解禁、決算に向けた不良債権処理・企業倒産増加などのリスクが高く、市場が今以上に信用リスクに過敏となる可能性は高い。

本来的には企業金融に対しては、金融行政、財政がその役割を担うことが期待されるが、日銀に対する圧力が高まるだろう。

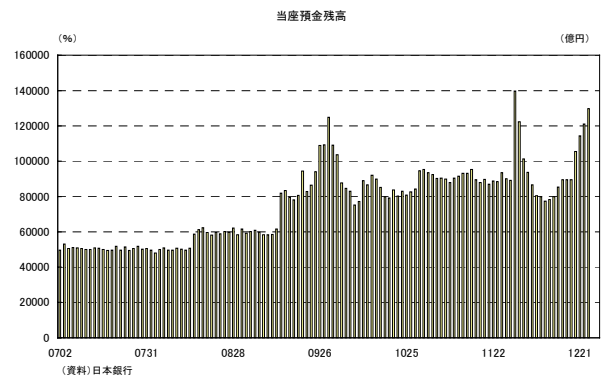
議論として上がってくるのは、今回CP現先について当面との但し書きがついたがこれが取られたり、さらにはCP買切り、オペ対象拡大(ABCPなど)さらには低格付社債などが検討される可能性が高い。

また、現在行われている特別検査終了によっては、RCCへの拠出、資本注入スキームへの資金供給などもあわせて検討されることになるだろう。

(図1)



(図2)



< 為替市場の動き >

研究員 岡田 章昌

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、日本経済に対する先行き懸念や日本政府や通貨当局の円安容認姿勢に対する思惑を背景に、130円/ドル台前半でドルの上値を試す展開が続いている。

12月以降、120円/ドル台前半にあった水準から急速な円安が進展しているが、この背景としては、11月および12月の米ISM景気指数(旧NAPM景気指数)の回復を背景に米国経済の先行きに対する楽観的な見方が広まっていること、本邦大手ゼネコンの破綻を受け日本の金融システム不安が再燃していること、日本の通貨当局関係者が円安を志向する口先介入を繰り返していること等が挙げられる。

しかし、上記の円安を加速させてきた要因は、いずれも市場センチメントに大きく依存しているものである。日本の通貨当局関係者からは「ファンダメンタルズに沿った円安」と言及されているが、一般に為替レートの動きを説明すると考えられるファンダメンタルズ要因(日米実質金利格差、日米経常収支格差、日米マネー成長率格差)はいずれも円高方向を示唆しており、足もとの円安はファンダメンタルズから大きく乖離している可能性が高い(4ページ参照)。

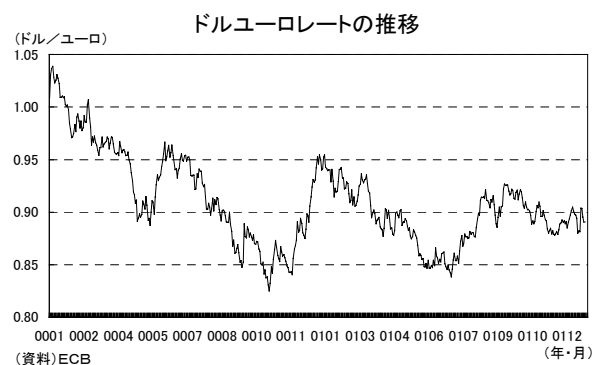
日本経済の金融システム不安が高まるなど市場センチメントからは円安が支持されやすい状況にあるが、ファンダメンタルズからの乖離によるドル急落リスクの高まりには注意しておきたい。

(2) ユーロドルレート

ユーロドルレートは、1ユーロ=0.89ドルを挟んで一進一退の推移が続いている。

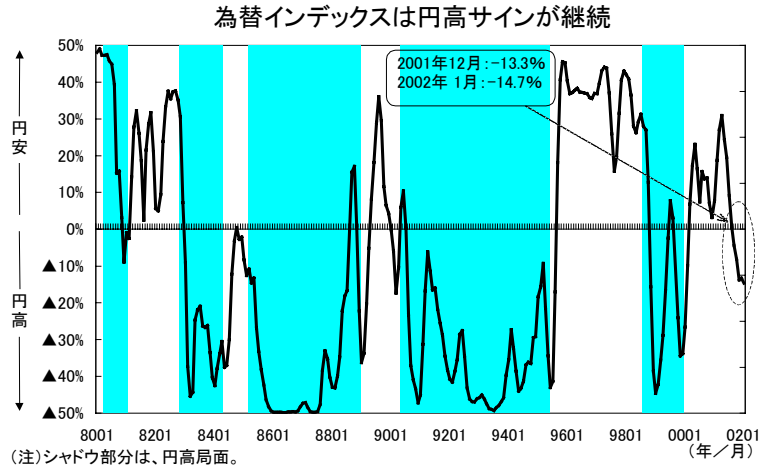
11月の独i f o景況指数が4カ月ぶりに改善したことや、貨幣流通開始を睨んだユーロの先高観を背景に1ユーロ=0.90ドル台を回復する場面もみられる一方で、アルゼンチン・デフォルトのユーロ圏への悪影響懸念から1ユーロ=0.87ドル台へ急落するなど方向感を欠く展開となっている。

ユーロ圏の消費者物価上昇率の鈍化によりECBの政策金利引き下げ余地が広がっている上、11月の独製造業受注指数が上昇に転じるなどユーロ圏の景気悪化に歯止めがかかりつつある。ユーロ圏の景気低迷を背景に上値は限られるが、ユーロの底堅い推移が見込まれる。



1月の為替インデックスは - 14.7%と円高サインが継続

1月の為替インデックスは - 14.7%と12月の - 13.3%に対して1.4 %ポイント低下し、円高サインが継続している。



実質短期金利格差要因は12月の為替インデックス比で - 3.9%ポイントの寄与となり、円高要因となった。米国の累次の利下げによりFFレートが大幅に低下する一方、デフレ基調の強まりから日本の実質短期金利は上昇しており、日米実質短期金利差は逆転している。

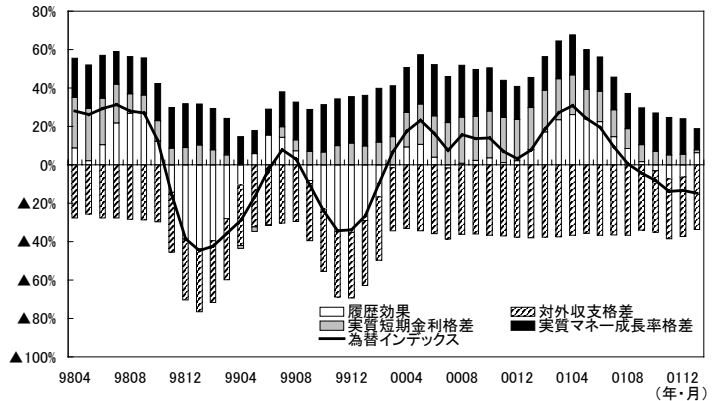
対外収支格差要因は前月比 - 2.6%ポイントの寄与となり、円高要因となった。所得収支の黒字増大を背景に日本の経常収支黒字が拡大傾向に転じている一方、米国の輸入は小幅ながら増加に転じており、日米経常収支対名目GDP比格差は拡大している。

マネー成長率格差要因は前月比 - 7.5%ポイントの寄与となり、円高要因となった。日本のM1成長率は拡大傾向にあるが、FRBの金融緩和を背景に米国のM1成長率も拡大しており、日米マネー成長率格差が縮小した。このほか、履歴効果は急速な円安進展を背景に前月比で + 12.6%ポイントの寄与となり、大幅な円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 1月	7.7%
2001年 2月	18.7%
2001年 3月	27.1%
2001年 4月	30.9%
2001年 5月	24.2%
2001年 6月	19.5%
2001年 7月	9.2%
2001年 8月	0.6%
2001年 9月	-4.4%
2001年 10月	-8.2%
2001年 11月	-13.8%
2001年 12月	-13.3%
2002年 1月	-14.7%

為替インデックスの要因分解



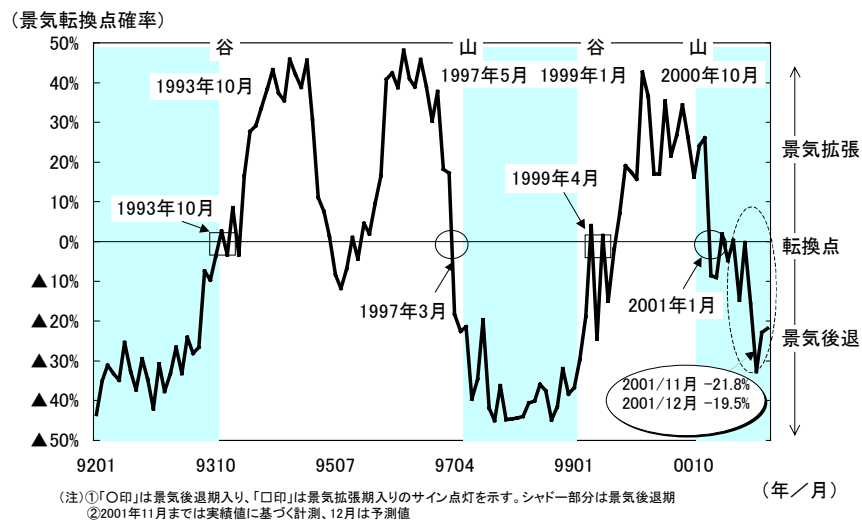
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研RE P O R T」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

研究員 岡田 章昌

11月： - 21.8%、12月（予測値）： - 19.5%

11月のNBIは - 21.8%と2桁マイナスとなり、景気後退局面の継続を示唆するものとなった。11月は、新築住宅着工床面積が大幅増となったことに加え、新規求人数や新車販売台数などの消費関連指標が底堅く推移したことなどから、NBIは小幅ながらマイナス幅を縮小している。なお、マネーサプライ統計の計数訂正により、2000年11月以降のNBIは下方修正されている。



12月のNBI（予測値）は - 19.5%とマイナス幅が若干縮小する見通しである。

12月は、マネーサプライ (M 2 + C D) が預金の大幅な伸びを背景に前年同月比 + 3.4%と拡大傾向を続けているほか、新車販売台数が前月比 + 3.5%と底堅い推移を継続させており、また、日経商品指数 (17 種) が急速な円安進展を背景に前年同月比 - 1.0%とマイナス幅を大きく縮小させている。

	2001年						→ 予測値
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	-0.2%	-15.6%	-32.6%	-22.8%	-21.8%	-19.5%	
景気後退確率	50.2%	65.6%	82.6%	72.8%	71.8%	69.5%	
内閣府景気動向指数							
先行DI	37.5%	33.3%	25.0%	0.0%	25.0%	55.6%	
一致DI	9.1%	0.0%	9.1%	0.0%	11.1%	—	

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・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。

＜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
00/1	42.6%	98.4	0.2%	1.9%	3.1%	-26.6%
00/2	36.6%	98.4	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	-9.9%
00/3	17.0%	98.5	0.2%	0.9%	0.2%	6.8%
00/4	17.0%	99.1	0.6%	▲0.9%	▲0.5%	17.5%
00/5	35.3%	98.7	▲0.4%	0.2%	0.1%	23.1%
00/6	21.6%	100.4	1.8%	1.3%	1.3%	16.4%
00/7	26.7%	99.6	▲0.8%	▲1.6%	▲2.2%	7.4%
00/8	34.4%	101.2	1.6%	1.1%	0.8%	15.7%
00/9	26.3%	99.7	▲1.5%	▲0.2%	0.2%	13.7%
00/10	16.2%	100.7	1.0%	0.2%	0.5%	14.0%
00/11	24.2%	100.2	▲0.5%	▲0.1%	▲0.3%	7.0%
00/12	26.1%	103.6	3.4%	0.4%	▲0.2%	3.2%
01/1	-8.6%	101.5	▲2.0%	▲0.9%	▲0.4%	7.7%
01/2	-9.0%	102.8	1.3%	2.1%	2.3%	18.7%
01/3	1.9%	104.3	1.4%	▲0.7%	▲2.2%	27.1%
01/4	-4.7%	101.2	▲2.9%	▲0.7%	0.7%	30.9%
01/5	0.3%	100.7	▲0.5%	▲0.6%	▲0.6%	24.2%
01/6	-14.8%	100.4	▲0.3%	▲0.6%	▲0.9%	19.5%
01/7	-0.2%	99.4	▲1.0%	▲0.6%	▲0.3%	9.2%
01/8	-15.6%	99.2	▲0.2%	0.9%	1.1%	0.6%
01/9	-32.6%	98.7	▲0.5%	▲0.5%	▲0.1%	-4.4%
01/10	-22.8%	98.1	▲0.6%	▲0.7%	▲0.4%	-8.2%
01/11	-21.8%	97.2	▲1.0%	▲0.1%	0.7%	-13.8%
01/12	-19.5%					-13.3%
02/1						-14.7%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂

(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂(2001年10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(NBI): 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。

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。

(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)