

# 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／米経常収支と人民元の行方

### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀は、7月の金融経済月報では2002年7月以来、約1年振りに情勢判断を小幅上方修正した。先行きについても、緩やかな回復過程に辿りつき、好循環が生まれるというシナリオをとっているが、米国経済の行方、社会保険料負担増加の消費への影響などの懸念材料があり、横ばいを脱して回復となるかどうかは今しばらく慎重な判断が必要であろう。
2. 6月下旬から7月初めにかけての長期金利上昇は、将来の出口政策の難しさを露呈した。将来どのようなかたちで日銀が引き締めを行うのか、物価目標も含め議論の必要性が高まっている。

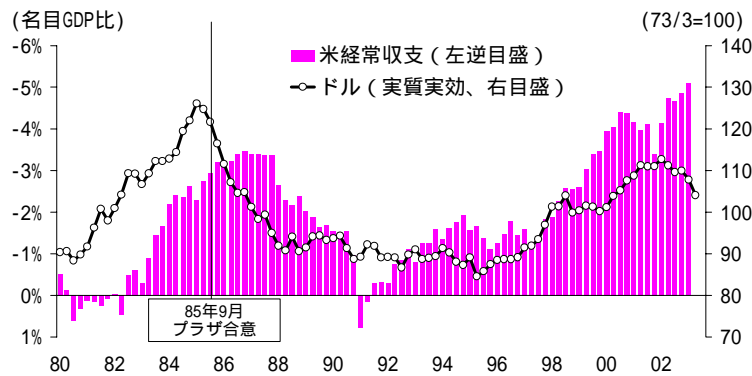
### < 金融・為替市場の動き >

1. デフレ環境・民間の資金需要不足が続く限り、イールドカーブのベアスティープ化には限りがあると思われ、長期金利は低水準での推移を続けるとの見方に変更はない。
2. 本邦輸出企業による円買い需要や、巨額の米経常収支赤字がドルの重しとなり続ける分、円ドルレートが120円台で定着するのは難しいだろう。

### < トピックス：米経常収支と人民元の行方 >

1. 膨大な経常収支赤字を抱え込んでいる米国にとって、ドル安等を通じて赤字削減を目指す場合、急速に貿易相手国としての存在感を高めている中国抜きには議論できない状況だ。
2. 政治的背景から、元が早晚切り上げられる可能性は低いが、実施される際の切り上げ幅は、現在市場が想定しているものよりも大きくなる可能性があるだろう。

### 米経常収支とドル



シニアエコノミスト 熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち) (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03)3597-8047 yyajima@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 TEL: (03)3597-8405

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

## < 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

### 7月金融経済月報で1年ぶりの景気判断上昇修正

7月の金融経済月報では景気の足元の動きは「横ばい圏内の動きを続けている」という判断は変わらなかったが、前月の総括判断から「輸出にやや弱さがみられる」との表現が削除され、2002年7月以来、約1年振りに情勢判断が小幅上方修正された。

イラク戦争、SARSなどの不確定要素が大きく減じ、項目別の判断では、輸出、企業収益、業況判断などが上昇修正されている。福井総裁も17日の会見で、「秋口以降、輸出、生産が再び立ち上がって、日本経済は緩やかな回復過程に辿りつき、そこを起点に好循環が生まれるであろう、という私どもが抱いている標準シナリオは崩れていないのではないかと思う。」と先行き回復の判断を示した。

確かにこのところ2003年度の下期の日本経済に対して楽観的な見方が強まっている。しかし社会保険料負担などによる消費低迷や、米国経済の回復が遅いことによる輸出鈍化などが懸念され、横ばいを脱して回復となるかどうかは今しばらく慎重な判断が必要と思われる。

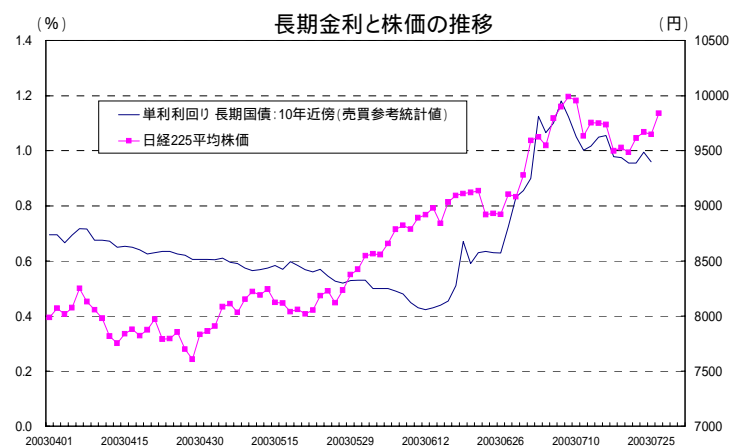
### 金融政策上、「長期金利」をどう位置づけるのか？

6月下旬からの長期金利上昇も、7/4日を境に債券市場は落ち着きを取り戻した。それに伴って一時高まった日銀の国債買入増額期待も、決定会合が行われる(14, 15日)前には少なくなり、決定会合では2回連続で現状維持(当座預金残高27-30兆円、長期国債買入額：月1.2兆円)が決定された。

福井総裁は日銀への国債買入増額への期待が高まった早い段階から、国債買入増額に否定的な見解をとっていた。17日に行われた会見でも「時間軸効果は長期金利に下方プレッシャーを及ぼすとは言え、イールドカーブの長期部分の形状はあくまで市場に委ねるということであり、イールドカーブそのものを一定のかたち誘導するという政策とは峻別されるものとして捉えている。」とし今後同様の事態となった場合への布石をうった。

ただし「経済の上向き加減に比較して、市場の中で形成されるリスク・プレミアムに弾みが付き過ぎて、長期金利が不規則に跳ね上がるという問題とは峻別すべきである。」と述べており、よく言われる「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」を識別すべきとの見解も示した。

日銀は「消費者物価が安定的にプラスになるまで緩和を続ける」というコミッ



トメントを行っている。物価がマイナス基調である限りにおいては今回のように長期金利が上昇しても、日銀は、市場に「悪い金利上昇」という強いメッセージを送ることで、市場の期待を押しさえ込むことが可能だろう。

しかし将来、経済状況が上向き長期金利が急上昇した時に「悪い金利上昇」と区別して、これを「良い金利上昇」と判断するのは現実には難しい。物価にはラグがありその動向を正確に判断できるのは、長期金利よりも遅くなるからだ。政治・財政サイドでは長期金利の上昇を抑えるべく、日銀に国債買入増額を強く主張することとなるだろう。一方日銀は、「将来のインフレ抑制」のために買入れ増額には否定的になるだろう。財政とのフリクションが発生するのは避けられない。福井総裁が主張する、「表裏一体」（政府における国債のマネージメントの問題と、将来における金融政策の運営の問題とが表裏一体）という議論の中でこの「出口政策」の協調が必要になるだろう。その際ここ数回の議事要旨でも明らかとなっている物価目標の設置も、日銀の将来の引き締めがしやすくなるという面と、現在の政策が逆に縛られてしまうというリスクの両睨みの議論がさらに本格化するだろう。

### 株式買取のブルーデンスから開放されるか

日銀は昨年11月から銀行の保有の株式の買取を開始した。この7月20日現在までに1兆5059億円の買取実績を残した。一方政府も昨年2月に銀行等保有株式取得機構を設立したが、こちらは買取実績が4月末で約2200億円と日銀に比べ見劣りしている。政府取得機構の機能強化を目指す銀行株式保有制限法改正案が今国会で成立し、8月下旬にもスタートする見込みとなった。今回の法改正では政府取得機構の最大のネックとされてきた「売却時拠出金」が廃止され、これによりBIS規制上のリスク資産からの分離も可能となる。

大手銀行は昨年度簿価ベースで6.5兆円の株式売却を行ったが、今期も4兆円程度の売却計画を予定している。政府の機構は日銀に比べて、買取対象株式の格付け基準などで要件が緩めとなっており、銀行の売却が日銀から政府に大幅に流れが変わることが予想される。

政府取得機構が動き始めれば、日銀は買取期間の延長を行わず今年9月で買い上げをやめる方向で動く可能性が高い。しかし株価が再び低迷した場合、政府取得機構の枠拡大と同様に日銀の買取再開、増額の声も再び出てくる可能性が高い。

	日銀 銀行保有株買取制度	政府 銀行等保有株式取得機構	
		(改正前)	(改正後)
買取開始	2002年11月	2002年2月	
買取限度	3兆円	2兆円	
実績	1兆5059億円(7/20現在)	2200億円(4月末現在)	
買取要件	上場株式でBBB以上の株式	国内上場・店頭株式(社債などがBBBマイナス以上)	
拠出金	なし	売却額の8%	なし

(資料)各種資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 最近の金融市場の動き

#### (7月の概況)

前月下旬に始まった下落の流れを引き継ぎ、月初の債券相場では銀行などによる狼狽売りが止まらない状況が続いた。そうした中、4日に行われた10年国債入札は、札割れこそ回避したものの不調に終わったことから長期金利は一段と上昇し、翌日には債券先物がストップ安(2円安)ぎりぎりまで売られ、10年国債が一時1.40%を付けた。しかし、この水準では投資家の買いが入ったことや、米長期金利も一旦は上げ止まったことから、国内債券市場もようやく落ち着きを取り戻し、円金利の上昇は一服した。その後、米金利は再び大幅に上昇する展開となったものの、日本株が月央に一時1万円を付けたのを最後に揉み合いに転じたこともあり、国内債券市場では10年国債が再び1.0%を下回る展開となった。24日に実施された30年国債入札がやや不調に終わったことから、再び需給面での不安が台頭し、10年国債が一時1.0%台まで再上昇する場面も見られたが、投資家の押し目買いなどを背景に債券市場は底堅さを維持し、金利の大幅上昇には至らなかった。

#### (当面の円金利見通し)

米国での政策効果期待(減税、金融緩和)に伴う景気回復シナリオを背景に、世界的な株高・金利上昇が続いており、円金利も落ち着いたとは言え10年国債利回りが1.0%を割り込んだ水準で下げ渋る展開となっている。当面は米国経済の循環的回復に伴い、株高および金利高圧力の持続が見込まれる分、円金利も下がりにくい状況が続く可能性はある。しかし、世界的なデフレ・ディスインフレが解消されたわけではなく、民間の資金需要が高まるシナリオも依然描きにくい。イールドカーブのベアスティープ化には限りがあると思われ、長期金利が低水準での推移を続けるとの見方に変更はない。今後1ヶ月の10年国債利回りの予想レンジは、0.8~1.0%。

### 最近の為替市場の動き

#### (7月の概況)

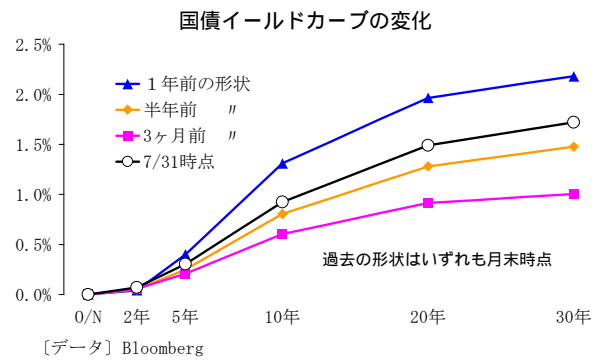
120円付近では本邦輸出企業のドル売り需要が強い中、海外投資家の日本株投資に伴う円買いなどにより、円ドルレートは月初には118円付近まで円高・ドル安が進んだ。その後、暫く118円を挟んだ揉み合いとなったが、月央にかけて対ユーロなど高金利通貨に対する円買戻しが活発化すると、円は対ドルでも堅調推移となり、15日には一時116円半ばを付けた。しかし、この水準では政府・日銀が円売り介入を実施したのに加え、スノー米財務長官が日本の介入に関与しないとの発言を行った(18日)ことや、米国景気回復期待が根強いことなどから、次第に円売り・ドル買いの流れが強まった。更に、業績改善を背景に米国株が堅調に推移するとともに、対ユーロなどで

再び円売りが優勢となるにつれ、月末には 120 円台まで円安・ドル高が進んだ。

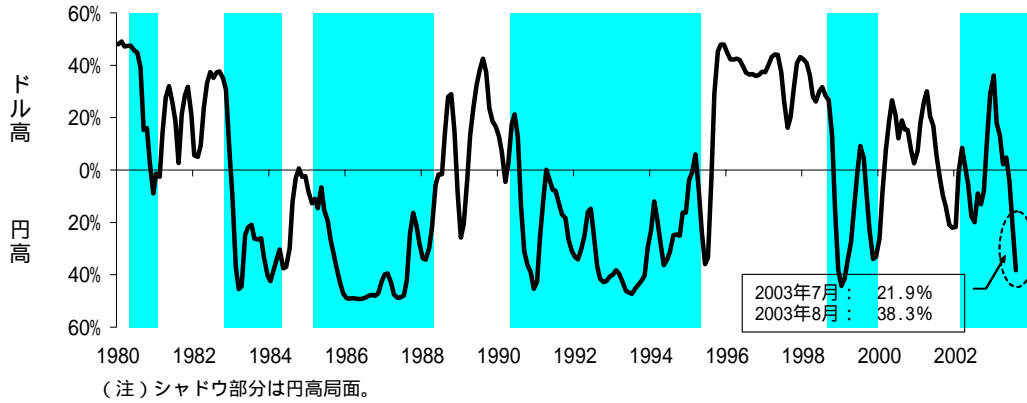
ドルユーロレートは、月前半は米景気回復期待の高まりや、ECB 追加利下げへの期待に伴う金利先安感からユーロ売り優勢の動きとなり、1 ユーロ=1.11 ドルまでユーロ安となった。その後、対円でのユーロ買いや独景況改善などを手掛かりに、一時 1.15 ドル前後までユーロが反発したものの、根強い米景気回復に伴うドル高を受け、月末には再びユーロ売りが強まった。

**(当面の見通し)**

為替市場では、米景気回復期待と政府・日銀の円売り介入によって円安・ドル高傾向が強まっている。しかし、本邦輸出企業による円買い需要を背景に、円安余地には限りがあると思われることや、目先こそ米政策効果への期待がドルの追い風となるものの、多額の経常収支赤字が依然としてドルの重しとなることに変化はないものと思われ、円ドルレートが持続的に 120 円を超える水準で推移するのは、依然として困難であると思われる。今後 1 ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、117~121 円。



## 為替インデックス(円ドル): 8月は 38.3%と円高サイン継続



8月の為替インデックス(円ドル)は ▲38.3%と、前月に比べ 16.4 ポイント下落し、円高の圧力が更に高まっていることを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り:

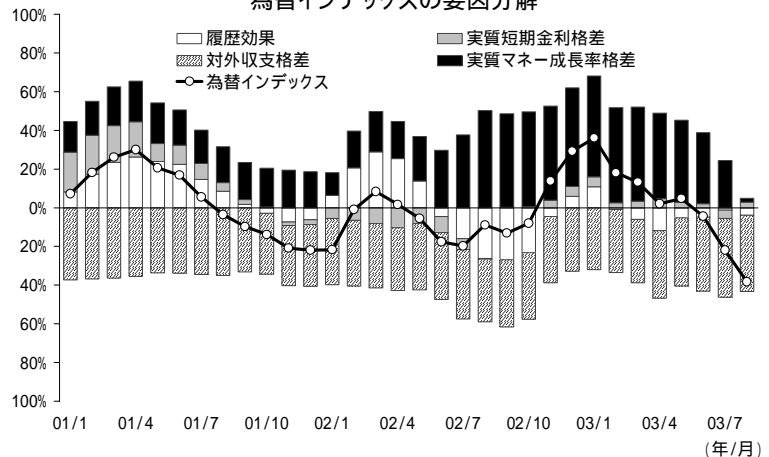
- 1) 実質短期金利差: 引き続き中立に近い状況だが、単月ベースでは米国で物価の小幅下落を背景に実質金利がやや上昇し、実質短期金利差が拡大した分、月次変動要因としての寄与度は 7.2 ポイントのドル高寄与であった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き円高要因。但し、単月ベースで見ると、経常収支格差拡大が一服しており、月次変動要因としては 1.3 ポイントのわずかだがドル高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ドル高要因がほぼ解消。ペイオフ一部解禁に伴い、定期性預金から普通預金への資金シフトが起きた昨年の反動から、日本のM1伸び率が大幅に鈍化しているのを背景に、単月ベースでは 22.4 ポイントの大幅円高寄与となった。

なお、最近の円ドルレート変動幅(月中平均ベース)が狭まっている分、履歴効果の寄与度は、今月も 2.5 ポイントの小幅円高寄与にとどまった。

為替インデックス(過去1年分)

2002年8月	-9.0%
2002年9月	-13.1%
2002年10月	-8.0%
2002年11月	13.7%
2002年12月	29.2%
2003年1月	36.1%
2003年2月	18.0%
2003年3月	13.2%
2003年4月	2.1%
2003年5月	4.7%
2003年6月	-4.3%
2003年7月	-21.9%
2003年8月	-38.3%

為替インデックスの要因分解



## ＜ トピックス：米経常収支と人民元の行方 ＞

(担当：熊谷、矢嶋)

### にわかに注目度が高まる人民元の存在

6月に開催された先進国首脳会議で、ブッシュ米大統領は「強いドル」政策に変更がないことを強調した。米経済に対する楽観的な見方が主流を占めつつあることも、ドルにとっては追い風となっている。にもかかわらず、一部市場関係者の間では、ドル下落への思惑が依然根強い。この背景には、巨額の米経常収支赤字の存在があることは言うまでもない。即ち、米経常収支赤字が維持不可能であり、大幅なドル安が引き起こされるのではないかと、潜在的なリスクが強く意識されているためである。

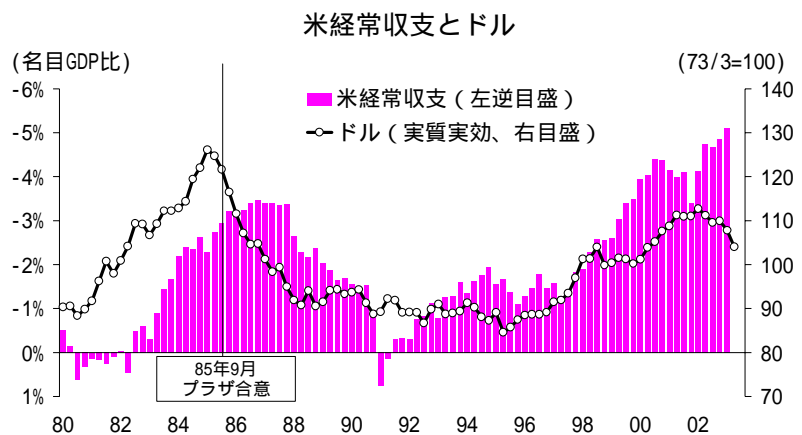
こうした状況下、にわかに注目を浴び始めたのが、中国人民幣である。6月以降、日米欧当局による元切り上げを求めるコメントが目立って多くなっているが、とりわけ、米国では産業界からの元切り上げ要求がエスカレートしており、スノー財務長官も人民幣の柔軟な運用について、繰り返し言及している。過剰労働力と通貨安を背景に、中国が世界にデフレを輸出しているという批判が強まる中、膨大な経常収支赤字を抱え込んでいる米国にとって見れば、ドル安とデフレ回避を通じて赤字削減を目指す場合、急速に貿易相手国としての存在感を高めている中国および元の存在抜きには議論できない状況にある。

### 米経常収支赤字の削減に必要なドル安

米国の経常収支赤字は、今年第1四半期には1360億ドルと金額ベースで膨大となるだけでなく、一国の経済規模と比べても名目GDP比5%にまで赤字が増えており、過去最高を更新している。こうした膨大な経常収支赤字は、はたして維持可能＝サステイナブルなのだろうか。

80年代後半にもサステイ

ナビリティーに関する議論が高まったが、当時は米国が債権国から債務国に転落したことが、その背景にあった。ドルが基軸通貨である限り、世界の資金のドルに対する需要が衰えることはないとの見方から、経常収支がどれだけ赤字になろうと問題ないとの議論もあろう。しかし、巨額の穴埋め資金がないと一国の経済が成立しない国の通貨は、常に不安定さがついて回る可能性を、単に基軸通貨であるというだけで排除することはできない。財政収支赤字が急速に増大し、今後



[データ] 米商務省、FRB

も現在のような巨額の経常収支赤字を出し続ければ、米国の対外純債務残高は急速に拡大し、高債務国と言われる一部の北欧、東南アジア、南米諸国の水準である名目GDP比40%を、数年内のうちに超えてしまうだろう。仮に、こうした国並みの40%程度で米国の対外純債務を食い止めるには、米国経済が名目ベースで90年代以降の平均的成長（5%成長）を続けた場合、経常収支赤字を名目GDP比ベースで2%程度まで削減する必要がある（※1）。

では、米経常収支赤字の削減を目指す上で、ドルはどの程度下落する必要があるだろうか。①世界の実質輸入額、②米国の実質成長率、③ドルの実質実効レート（3つの

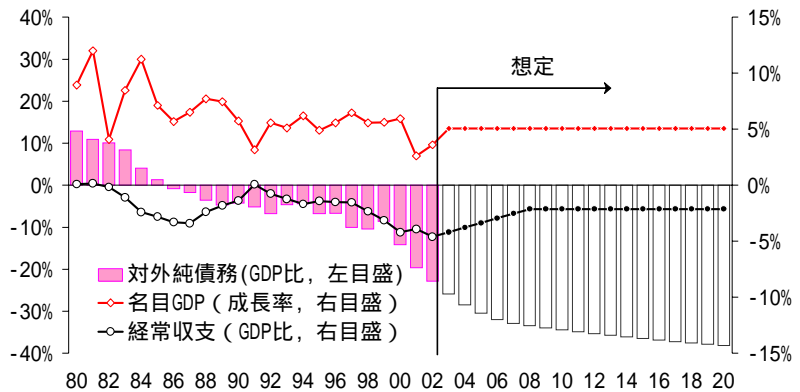
要素を用いて、米経常収支に関する試算を行ってみた。その結果、例えば2008年までに米国の経常収支赤字を現在の名目GDP比5%から、上に示した2%程度まで削減するには、世界輸入と米成長率が90年代以降の平均的な水準（前者が年7%増加、後者が3%成長）で推移したと仮定した場合、ドルは実質実効ベースで約25%下落しなければならないとの結果が得られた。

### どの程度の元切り上げが必要か

上記結果を各国通貨について考えた場合、どのようなイメージを描くことができるのであろうか。ここでは単純化のため、実質ベースで見た為替変動と名目ベースで見た為替変動が、将来同一となる（即ち、各国の物価が現状の関係を維持し続ける）との仮定のもと、実質実効ドルが25%下落するには、名目ベースで各国通貨がどれだけ切り上がる必要があるのか、という簡単なシミュレーションを行った。

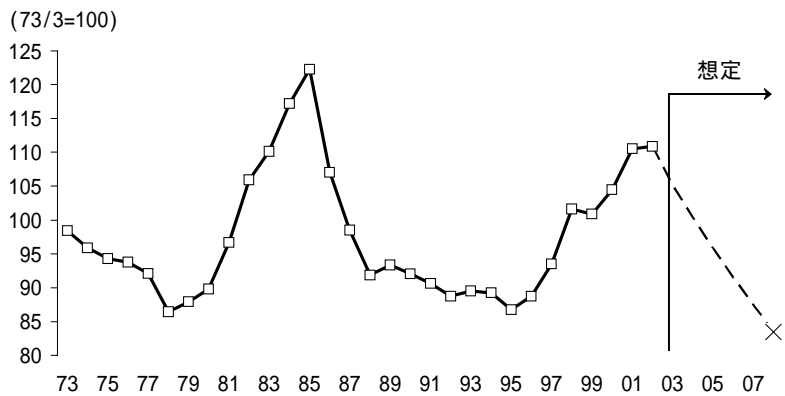
前述の通り、中国の輸出拡大傾向が続く中、米国にとっても貿易赤字対象国として中国の占め

米経常収支と米対外純債務残高



[データ] 米商務省

実効ドルのイメージ（実質ベース、年平均）



[データ] FRB

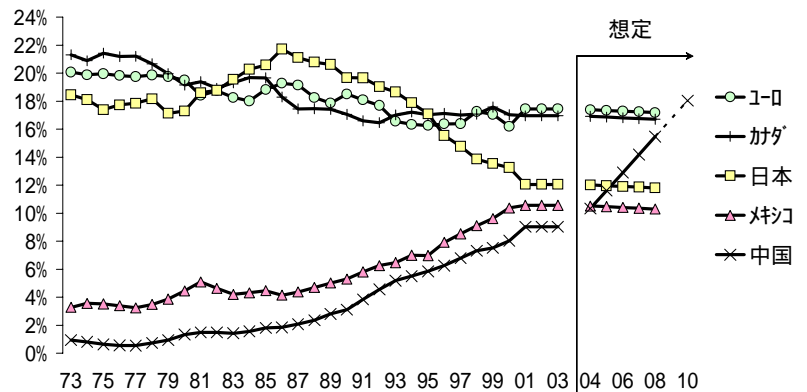
(1) 毎年の経常収支赤字・黒字額が全額、年末時点の対外純債務・資産残高に加えられると仮定した。



るウェイトが今後とも高まり続ける可能性は高い。従って、長期的視点に立てば、元が切り上げ通貨の対象となるのは不可避だろう。今回のシミュレーションでも、中国の世界貿易に占める重要性が今後とも高まり続けるとの考えから、実効ドルに占める中国のウェイトが 2003 年現在の 9% から 2010 年までに倍増、即ち 18% まで高まると仮定し、その上で、元を含めた各国通貨の切り上げ度合いについての試算を行った。また、①主要通貨<sup>(※2)</sup>に加えて元が切り上げられる際には、元以外のアジア通貨<sup>(※3)</sup>も対ドルである程度の切り上げを迫られること、②元については対ドルのみならず、円、ユーロ、アジア通貨に対しても、ある程度切り上げが行われることも前提とした<sup>(※4)</sup>。

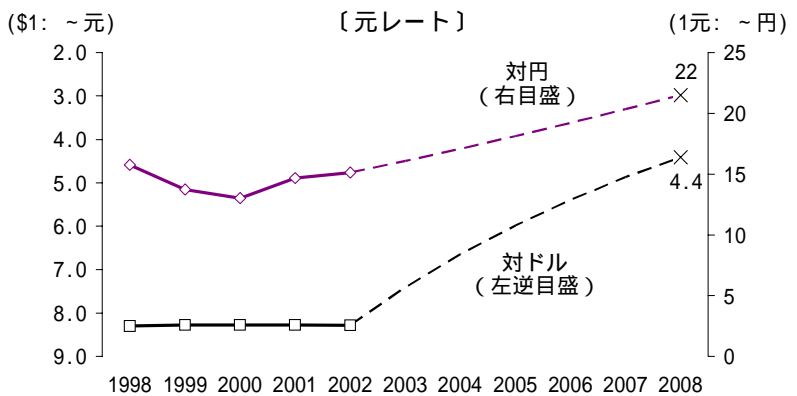
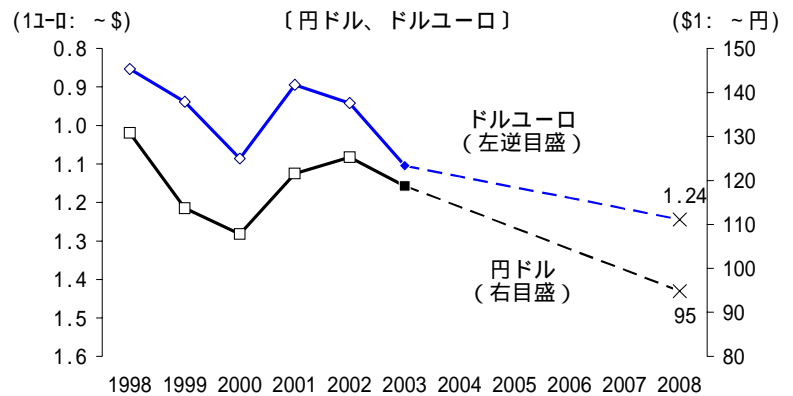
その結果、元は現在の管理固定水準である 1 ドル=8.3 元から、2008 年には 4.4 元程度にまで元高が進む必要があるとの結果が出た。これは、元が対ドルで 50% 切り上げられることを意味しており、一

実効ドルの国別ウェイト



[データ] FRB

ドル切り下げの際の 円・ユーロ・元のイメージ



[データ] FRB、NY 連銀

(2) 主要通貨とは、円、ユーロ、加ドル、豪ドル、英ポンド、スイスフラン、スウェーデンクローネの7通貨。  
 (3) 元以外のアジア通貨には、香港ドル、台湾ドル、韓国ウォン、シンガポールドル、マレーシアリンギット、タイバーツ、インドネシアルピア、印ルピー、フィリピンペソ、ロシアルーブルの10通貨を対象とした。  
 (4) 主要通貨、元以外のアジア通貨、元が、1:1:2の比率でドルに対して切り上げられると仮定した。

見るとかなり大幅な切り上げのように見える。しかし、プラザ合意の際、円は1ドル=240円から120円まで50%の切り上げが行われたし、長期的に見れば、30年間で360円から80円まで円高が進行したことから見ても、米経常収支赤字の削減を主目的とした通貨調整が行われる場合、上記試算が歴史的に例を見ないような大がかりなものを示唆するものではないことには留意すべきだろう。

ちなみに、今回の試算における円の落ち着きどころは1ドル=95円、ユーロが1ユーロ=1.24ドルとなった。ユーロについては、今年6月に一時1ユーロ=1.2ドル近くまでユーロ高が進むなど、上記試算から弾き出された水準に接近しており、今後の切り上げ圧力は限定的なものにとどまることを示唆する結果となった。円については、今年に入って政府・日銀が史上最大規模の円売り介入を実施してきたこともあり、1ドル=115~120円程度での推移が続いている。いくつかの前提を置いている分、結果にはある程度の幅を持って解釈する必要があるが、今回の試算は、たとえ元が切り上げの対象となった場合でも、長期的には対ドルでの円高圧力が続く可能性を示唆するものとなった。

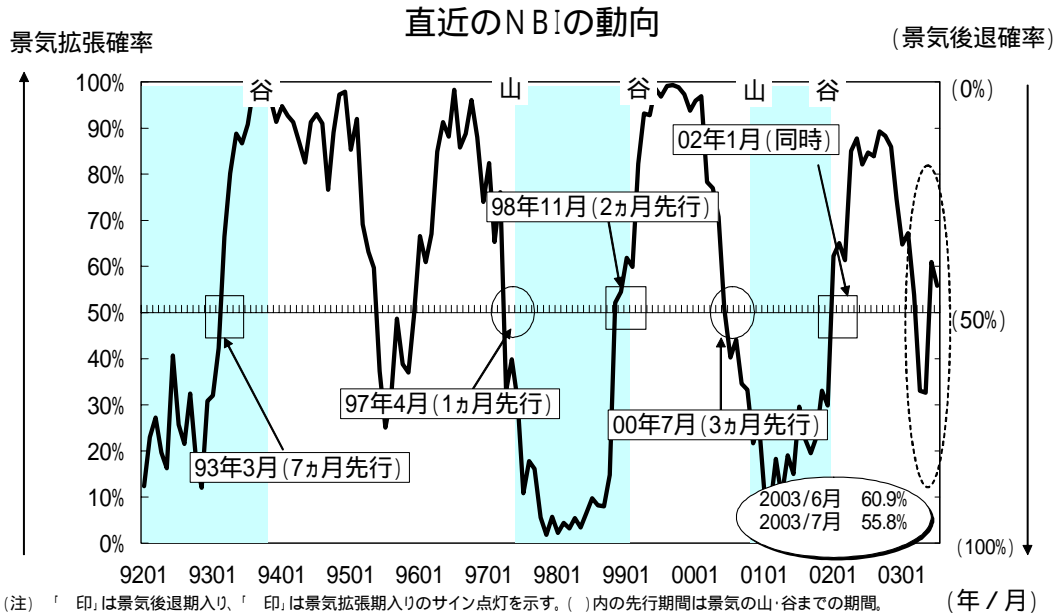
### 元切り上げを遅らせる政治的要因

米経常収支赤字をドル安によって削減しようとするれば、元の切り上げが不可避である点は、これまで述べた通りである。しかし、早期に元の切り上げが実現する可能性は低いだろう。もしも元を急速かつ大幅に切り上げてしまえば、中国国内に存在する大きな経済格差を一段と拡大させてしまう恐れがあり、その結果、中国の政治的安定性が損なわれ、世界情勢の不安定化が引き起こされる可能性があるためである。また、米国が北朝鮮問題を解決する上で中国の協力が必要なことからしても、米国は今後とも中国に対して通貨政策変更の主張を続ける可能性こそあるものの、政治的背景から強引に元の切り上げを要求することは回避するだろう。実際、スノー米財務長官は7/29に行った講演で「Quiet Diplomacy」との表現を使い、中国の通貨政策に対して高圧的な外交は行わないことを示唆した。最近の議論でも、元の変動幅を±2.5%程度にまで拡大するといった、小幅な是正を求める論調が主流のようだ。

とは言え、米国ひいては世界各国における対中貿易の比重が高まっている現状において、中国の輸出増勢傾向が続く限り、長期的には元に対する大幅な切り上げは避けられないだろう。2004年には大統領選挙も控えており、米産業界から元の切り上げを求める声が一層高まるにつれ、来年に入ると大統領選の争点のひとつとして取り上げられる可能性もあろう。今回の試算では、膨大な米経常収支赤字の削減を前提に考えた場合、元が50%切り上げられることで、ようやく米経常収支赤字の是正に寄与することが可能となるとの結果が示された。もしも米国が本格的に元の切り上げを画策し始めた場合、今回の試算が示したように、現在市場が予期しているものよりも大幅なものとなる可能性は十分あり得るだろう。

## ニッセイ基礎研インデックス

- ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 6月 : 60.9%、7月 (予測値) : 55.8%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	水準
02/8	83.9%	539,122	0.7%	-9.0%
02/9	89.2%	546,298	1.3%	-13.1%
02/10	88.3%	544,842	0.3%	-8.0%
02/11	85.9%	545,266	0.1%	13.7%
02/12	74.6%	536,969	1.5%	29.2%
03/1	64.7%	540,790	0.7%	36.1%
03/2	67.2%	545,034	0.8%	18.0%
03/3	53.8%	543,625	0.3%	13.2%
03/4	33.0%	541,276	0.4%	2.1%
03/5	32.7%	544,771	0.6%	4.7%
03/6	60.9%			-4.3%
03/7	55.8%			-21.9%
03/8				-38.3%

(注1) 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定 (2001年10月)  
(注2) NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定 (2003年5月)

### (注) 基礎研インデックスの見方

- ① 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50%を上回れば「景気回復局面」、景気拡張確率  
下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定
- ② 月次GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2003年6月27日号参照。
- ③ 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)