

# 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～円安圧力の弱まりを示唆

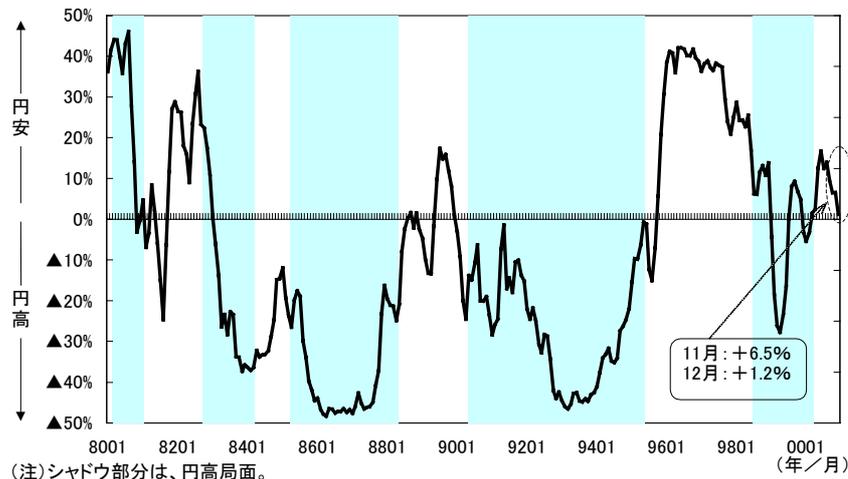
### <ニッセイ為替インデックス>

1. 12月の為替インデックスは+1.2%と11月の+6.5%からプラス幅が縮小し、円安圧力の弱まりを示唆するものとなっている。
2. 当面円安材料が多いが、今後米国経済の減速が明確となってくれば円安基調は修正される可能性が大きいものと予想する。

### <今週の焦点：資本取引の国際化と日本経済>

1. 2000年度に入り、株式投資収支が流入超から流出超に転じていること、特に対内株式投資が流出超に転じたこと等を背景に、証券投資収支は流出超の動きが続いている。
2. 対外直接投資の積極化等により直接投資収支は流出超幅を拡大しているが、一方で対内直接投資についても新規投資額が増加傾向を継続している。

為替インデックスは円安圧力の弱まりを示唆



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 樋 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

11月の円ドルレートは107円/ドル前半まで円高進展後、111円/ドル台まで円安が進行する展開となった。

月初は、10月の米NAISM景気指数が48.3と3カ月連続で50を下回り米景気減速が改めて示されたことや、欧州中央銀行（ECB）のユーロ買い介入によりユーロが対ドルで大幅に持ち直したことを受け、109円/ドル台から107円/ドル前半へ円高が進行した。

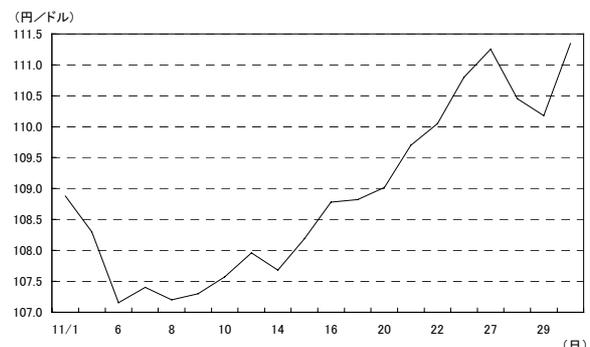
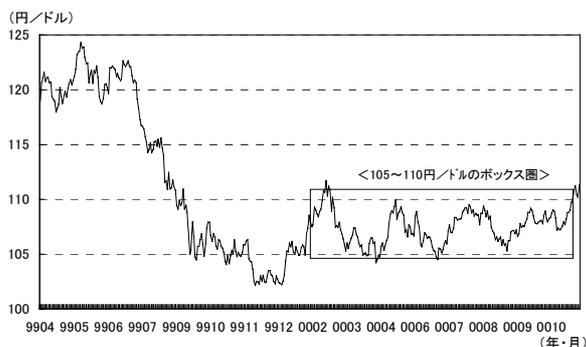
その後、米大統領選挙が史上類をみない大接戦となり選挙結果が確定しない状況が続いたことなどを背景に模様眺めの展開となり、107円/ドル前半までこう着した動きが続いた。

中旬には、10日に発表された月例経済報告において景気判断が下方修正されたことから107円/ドル後半～108円/ドルまで水準が修正された。米大統領選挙結果確定を巡る混乱を嫌気し米株価が下落したものの、米株安につられ日本株も下落したことに加え内閣不信任案を巡り日本の政局が混迷したこともあり、日米双方の悪材料を背景に再び方向感のない展開となった。

下旬には、米FOMC（15日）で米インフレ懸念に対する見方が弱められ米経済のソフトランディング期待が高まる一方、内需回復の遅れや邦銀の不良債権問題の再浮上から日本経済の先行き懸念が高まり、円売りが優勢となった。これを受け、9カ月ぶりの円安水準となる111円/ドル前半ばまで急速に円安が進展した。

11月は、日米ともに政局の先行き不透明感から方向感の出にくい場面もみられたが、月間を振り返ってみると月初から4円/ドル程度の円安が進行した。経済ファンダメンタルズからは、米国経済の減速と日本経済の先行き懸念の綱引きとなったわけであるが、日本の悪材料に軍配が上がった格好になっている。

### 円ドルレートの推移



## 12月の為替インデックスは+1.2%と円安圧力の弱まりを示唆

12月の為替インデックスは+1.2%と11月の+6.5%に対して5.3ポイント低下し、これまで続いてきた円安圧力の弱まりを示唆するものとなっている。

10月の米生産者物価が前月比+0.4%と上昇傾向が続く一方、米FFレートがわずかながら低下したことから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-0.7%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、日本の黒字が輸出の減速などを背景に4-6月の+2.8%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-3.2%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+0.1%の寄与となり、若干の円安要因となった。

日本の10月のM1成長率は前年同月比+5.2%と鈍化傾向が続き、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-1.7%の寄与となり円高要因となった。このほか、履歴効果が-3.0%の円安要因となっている。

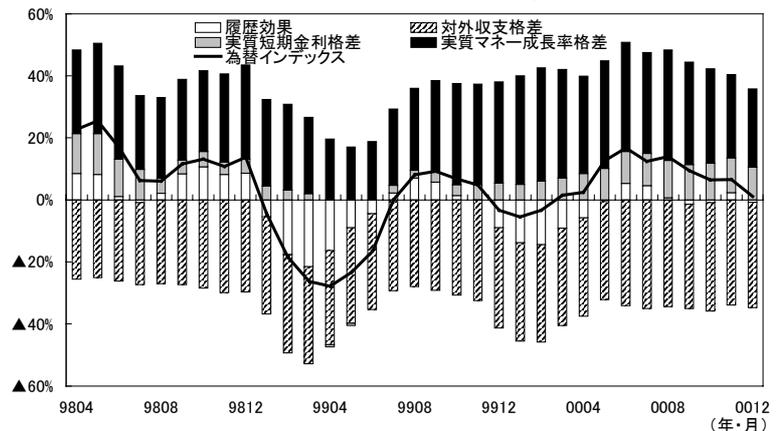
日本経済の先行き懸念を背景に円安が進行したが、為替インデックスはこれまでの円安圧力の弱まりを示唆している。ただし即時グロス決済(RTGS)の導入に向けて日銀が年末にかけて多めに資金供給を行うことが見込まれるなど、当面は円安の材料が多い。

12月は、7-9月期のGDP速報(4日)や12月短観(13日)の発表が予定されており、日本経済の足もとの回復状況や先行きを見定める上で注目される。当面は円安の材料は多いものの経済ファンダメンタルズ要因からの円安圧力は弱まりつつあり、今後米国経済の減速が明確になってくれば円安基調は修正される可能性が大きいものと予想する。

為替インデックス(過去1年分)

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	6.5%
2000年 12月	1.2%

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。

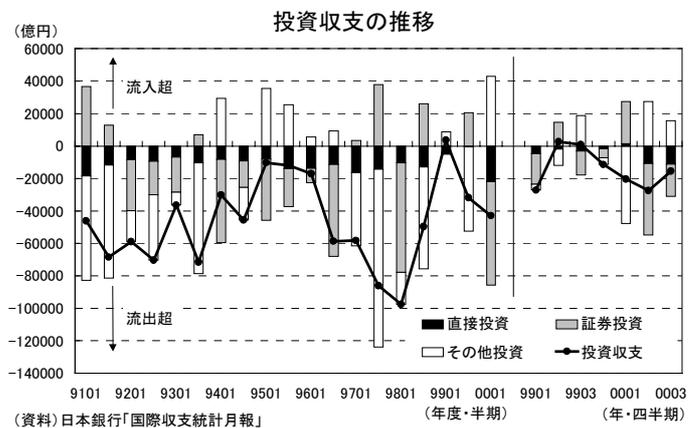
## < 今週の焦点 > 資本取引の国際化と日本経済

金融のグローバル化、国境を越えた企業活動の活発化等を背景に、国際的な資本取引は年々増加している。このような資本取引の活発化は金融市場を通じて為替レートに大きな影響を与えるなど、実体経済への影響力を増している。ここでは国際収支統計により足もとの資本の流れを把握しつつ、日本経済への影響について考えてみたい。

### 流出超が続く投資収支の動き

わが国の国際的な資本取引の収支状況を表す「資本収支」は、居住者と非居住者間の金融債権債務の移動に伴う取引を計上する「投資収支」とそれ以外の「その他資本収支」<sup>1</sup>に大きく分けられる。しかし、その大部分は「投資収支」により占められており、「資本収支」の動きは概ね「投資収支」の動きで説明できる。

99年度上期には、日本の景気回復期待を背景に海外から国内への資本流入が高まる一方、国内企業の財務体質改善を目的とする資本回収の動きもあり、投資収支は2四半期連続で流入超となっていた。しかし、1999年10-12月期以降は再び流出超となっている。



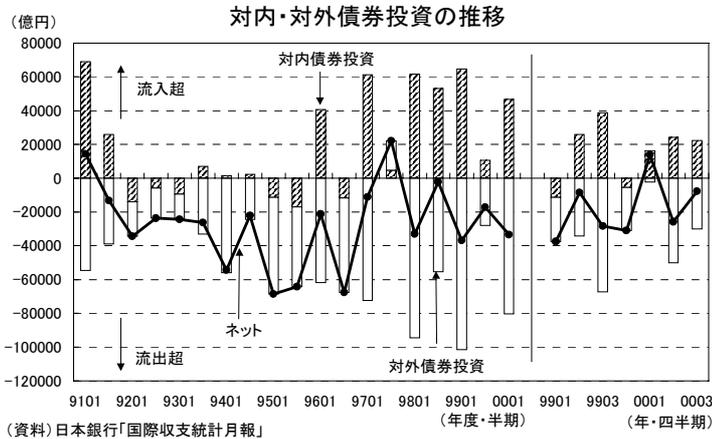
### 流入超から流出超に転じている証券投資

資本収支の流出超は続いているが、証券投資の動きを日本からの対外証券投資と海外から日本への対内証券投資に分けてみると、2000年度に入り対外証券投資の流出超幅が拡大している一方、対内証券投資の流入超幅が縮小している。この結果、1999年度下期には流入超であった証券投資収支は2000年度上期には流出超に転じている。これを債券投資と株式投資についてみると、債券投資・株式投資ともに流入超から流出超に転じている。

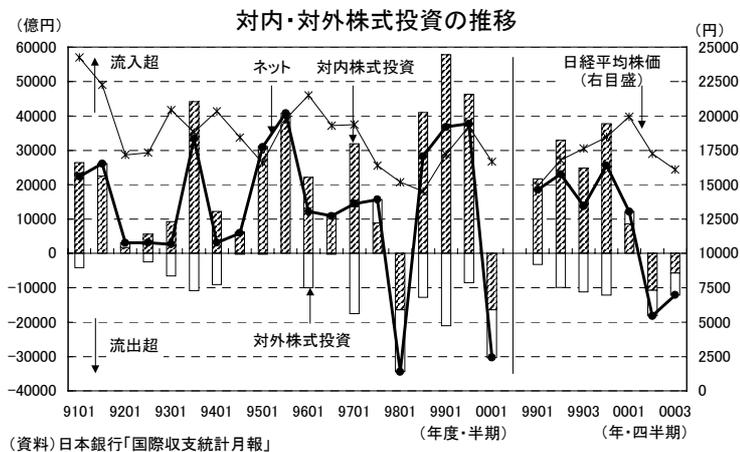
債券投資は、内外金利差を背景として日本からの対外債券投資が高水準となっているため、流出超基調が続いている。しかし対内債券投資も、円高の進行と低金利の持続を背景に日本債券投資からのキャピタルゲインが海外債券投資に比べ大きかったことや、米国など諸外国における財政状況の好転から国債発行額が減少し債券インデックスにおける日本国債の相対的なウェイト

<sup>1</sup> 政府のODA資金のうち総固定資本形成のために使用する無償資金協力や累積債務国に対する国際協調に基づく貸付債権の減免(債務免除)等の「資本移転の受払」、および特許権や採掘権といった非生産非金融資産等の「その他資産の取得処分の取引」を記録したもの。

トが高まっていること等を背景に、流入超が続いている。このような対内債券投資資金の流入が日本債市場の需給の下支えとなり、日本の債券価格の高値が保たれ国内の長期金利上昇を抑制している側面も指摘される。対内債券投資の資金の流れは債券相場や為替レートの動きの影響を受けやすいと考えられ、国内長期金利を急激に上昇させる要因となる可能性もあり、注意を要する。



株式投資では、欧米株価の上昇に対して日本株が割安となったことに加えて日本の景気回復期待が強まったこと、郵貯の満期資金が投信を通じて株式市場へ流入するとの予測から日本株の上昇期待が高まったこと等を背景に、98年度下期から99年度にかけて対内株式投資は大幅な流入超となっていた。

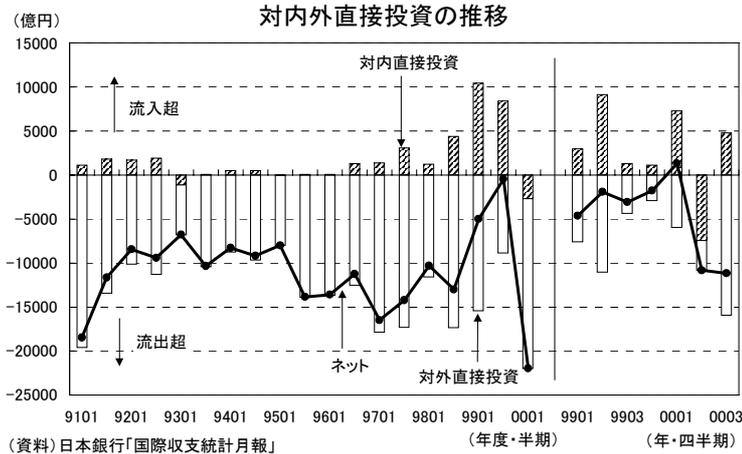


対外株式投資は毎年度1-3月期に流入超となる傾向も見られるが、概ね流出超の状態が続いている。一方で米ハイテク株が調整局面を迎える中で日経平均株価が大きく下落したことから、2000年4-6月期以降対内株式投資は流入超から流出超に転じた。この結果、ネットで見ると99年度は流入超であった株式投資は2000年度に入り流出超に転じている。

証券投資収支が流入超から流出超に転じた主因は、株式投資収支が流入超から流出超に転じていること、特に大幅な流入超であった対内株式投資が流出超に転じたことにあるといえよう。対内株式投資と日経平均株価の動きをみると、99年以降の株価上昇局面では海外資金が流入し、逆に足もとの株価下落局面では海外資金が流出していることが確認できる。

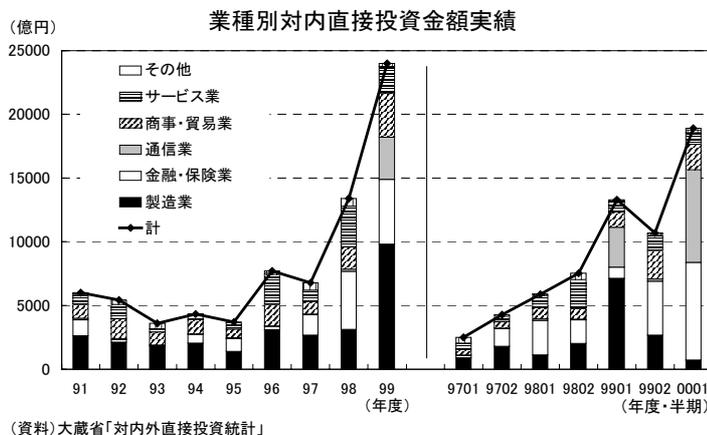
## 資金流入が続く対内直接投資

直接投資の動きについて、居住者による対外直接投資と非居住者による対内直接投資に分けてみると、2000年度に入り、4-6月期に対内直接投資の資金回収の動きがみられた。一方、対外直接投資は資金回収の一服や対外投資の積極化の動きから7-9月期に流出超幅が大きく拡大したため、2000年度上期は大幅な流出超となった。



2000年度上期の対内直接投資はネットベースでは流出超となっているが、2000年7-9月期には再び流入超に転じている上、新規投資ベースの実績金額をみると、既往最高ペースで増加していることがわかる。業種別には、製造業への対内投資は減少傾向にあるが、金融・保険業や通信業といった国際的な競争にさらされている業種において資本流入が活発化している。

直接投資についてはこれまで大幅な経常収支の黒字や貿易摩擦の回避、円高への対応のために日本からの対外直接投資が続く一方で、海外から日本への対内直接投資は小規模に留まっていた。しかし最近では海外からの対内直接投資の動きが活発化しており、為替市場への影響はもちろん日本経済全体へ与える影響も拡大していくであろう。



(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。