

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 / 海外経済減速による地方経済の景況感格差

< 金融為替市場の動き >

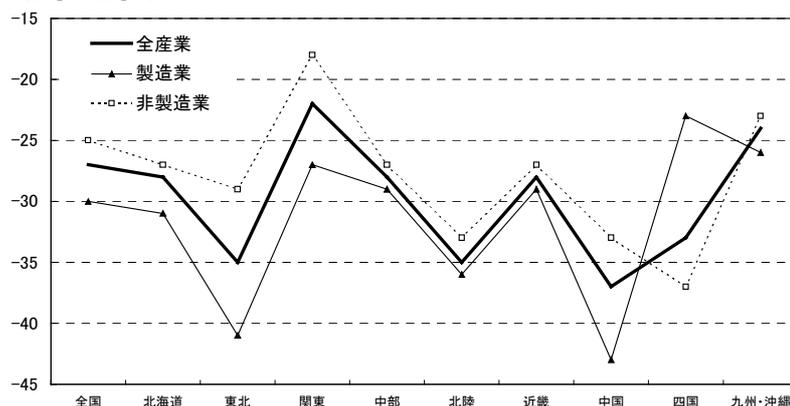
1. 追加金融緩和策への期待が高まっている。構造改革を進める上で金融面からのサポートの必要性は日銀も認めており、秋口にかけて追加金融緩和策が実施される可能性が高い。
2. 追加金融緩和策の実施が視野に入ってくることから、引き続き円安基調の根強い展開が予想される。一方、米国経済の先行き懸念からドルの上値も抑えられ、120 円 / ドル台半ばを中心とするレンジでの相場展開となる可能性が高い。

< 今週の焦点：海外経済減速による地方経済の景況感格差 >

1. 6月の日銀短観によると、海外経済減速の影響を受け製造業主導で企業の景況感が悪化しており、この影響の差が最近の地方経済の景況感格差をもたらしている。
2. 足もとで東北・中部・中国地方で景況感の悪化が顕著にみられるのは、99年以降の景気回復局面において輸出主導で生産回復が顕著であったことの反動と考えられる。

地方経済の景況感格差(2001年6月短観)

(「良い」-「悪い」、%ポイント)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査結果」

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 >

金融市場の動向

日銀は政策ターゲットとしている当座預金残高をほぼ5兆円とする金融調節を実施し、無担保コールレートは0.01%前後での推移となっている。ターム物に徐々に時間軸効果が浸透し、イールドカーブが徐々にフラット化している。

債券市場では、国内景気の悪化から追加金融緩和期待が高く、もみ合い基調ではあるものの、レンジを徐々に切り上げ、金利は徐々に下がっている。短観発表後（7/2）には景況感の悪化が確認され、追加財政への思惑が高まり長期金利が上昇した。

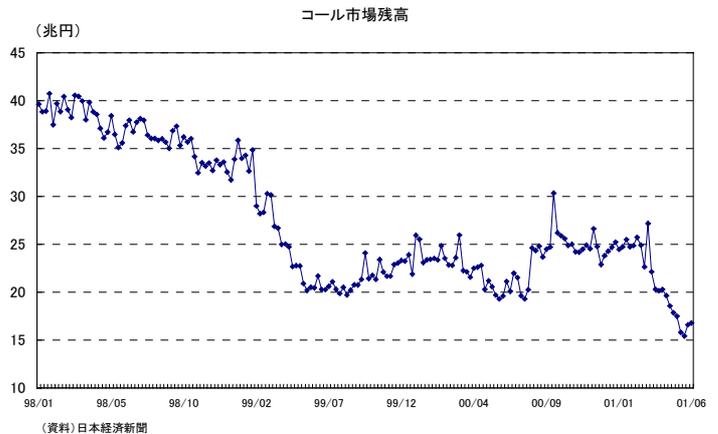
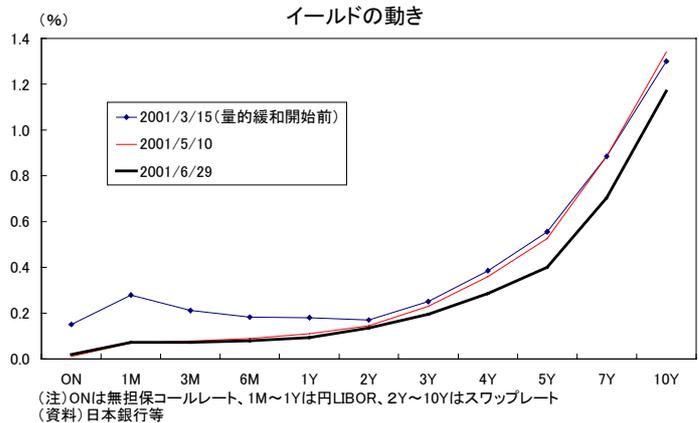
政府首脳から追加金融緩和を実施すべきとの期待する発言が相次いでいる。しかし、追加金融緩和によっても短期市場での低下余地はすでに限られており、追加緩和が実施されれば札割れが頻繁に発生することとなる。また、4月以降

短期コール市場規模が急速に低下しており、短期市場自体の消滅も懸念され、金融システム不安などが再燃した場合の流動性が大きな問題となる。

追加緩和策の可能性

日本の景気は後退局面入りしており、今後さらにその色合いは強くなる。政府・日銀の相次ぐ景気判断の下方修正も今後も続く公算が高い。小泉政権が一段の財政刺激を否定しているだけに、秋口に向け日銀に対して追加的な緩和策が求められる。

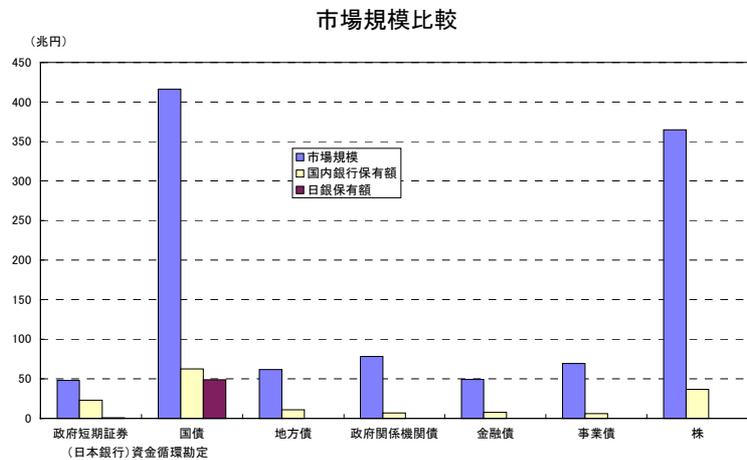
追加金融緩和が実施されれば当座預金残高の引き上げが行なわれることは間違いないが、その場合、必要となる資金供給方法が問題となる。もっとも現実的には、中長期の国債にオペの対象が広がっていくこととなるだろうが、中長期国債買い切りオペに偏重せずに資金供給を行なう方



法はないのだろうか？

日銀の新たな資金供給方法として注目されているのが、日銀が信用リスクをとる形での資金供給、為替市場を通じた資金供給、の2つである。

は、日銀がオペの対象をより信用リスクの高い地方債や社債（一部には株式、不動産などの意見もある）などに広げ銀行部門への資金供給を行なうというものと、さらに過激なものとして直接非銀行部門に資金供給を行うという意見もある（例えば、非銀行部門の資産を直接購入するなど）。



しかし、日本では、株式など極めてリスクの高いものは、市場規模も大きくオペの対象として量が豊富にあるが、地方債、社債などリスクがミドルクラスのものは極めて市場が小さく、有効な供給手段とは残念ながらなり得ない。また直接非銀行部門への供給は本来財政政策との認識があり日銀がそのような手段をとるにはかなりの抵抗があるはずである。

の為替政策は、マッカラム¹・米カーネギーメロン大教授が主張したことから注目が集まっている。日銀が外貨資産を購入することで金融緩和効果と円安効果が期待できるというものである。マッキノンは現在の日銀法でも日銀が外為市場での外貨買い上げは可能との見解を示しているが、これについてははっきりしていない部分も多く、財務省との為替介入権限等とあわせて議論が必要である。

上記議論に決着がついたとしても、円安政策はアジア諸国からの反発が避けられず、経済規模が世界2位の日本がそのような政策を国際的に容認されるはずがない。

現在の状況では、追加金融緩和の景気浮揚効果はほとんどないに等しい。しかし構造改革が進捗する場面での金融のサポートは日銀自体も主張してきた経緯もあり、秋口にかけて追加金融緩和策が実施されるであろう。当面は資金供給手段として中長期国債のオペ増額が現実的であろうが、さらなる緩和に追い込まれた場合、財政政策と金融政策の割り当てや日銀法の改正といった大胆な議論が浮上することは避けられない。

¹ 日本経済新聞 2001年6月7日号

< 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

5月下旬から6月初旬にかけてはユーロの対円での大幅下落をきっかけに、経済ファンダメンタルズの動きに反する形で円高が進行していた。しかし、プラス成長が見込まれていた日本の2001年1-3月期の実質GDPが設備投資の減少を主因にマイナス成長となったことから日本経済のファンダメンタルズ悪化に再び焦点があたるようになり、中旬以降は円安基調に転じた。

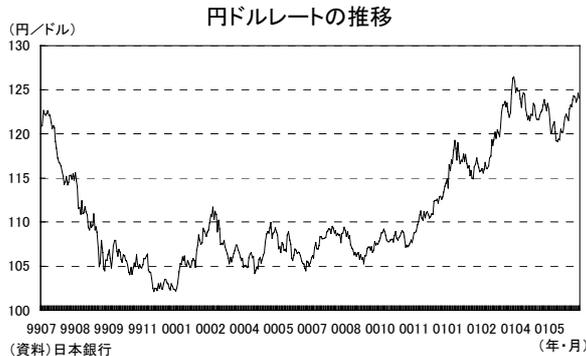
リンゼー米大統領補佐官が日本の構造改革に伴う円安を容認する見方を示したことも円安要因として材料視された。しかし、米製造業協会からは米輸出競争力を損なうドルの過大評価を懸念する声が出始めており、輸出ドライブによる日本の景気下支えのための円安誘導を容認したとは考えられない。米国経済についても、IT関連を中心とする企業部門の調整が雇用面に波及しつつあり、依然先行き懸念がくすぶっている。

6月短観では改めて製造業を中心とする景況悪化が確認される形となった。先行き景気悪化に伴う日銀の追加金融緩和の発動も視野に入ってくることから、引き続き円安基調の根強い展開が予想される。一方、米国経済の先行き懸念からドルの上値も抑えられ、120円/ドル台半ばを中心とするレンジでの相場展開となる可能性が高い。

(2) ユーロドルレート

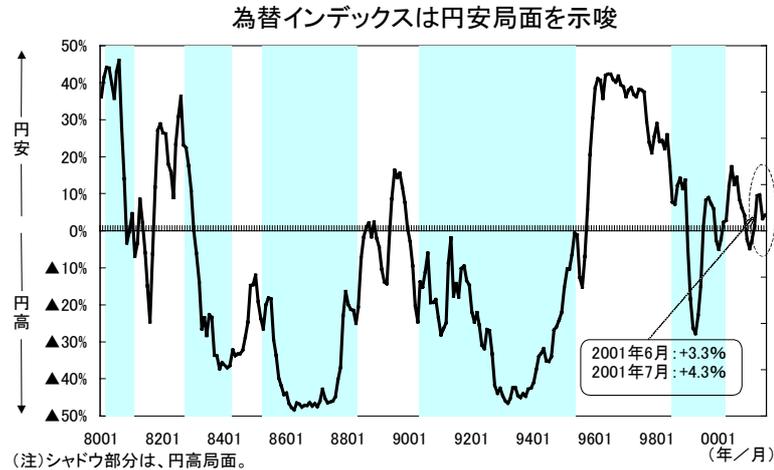
ユーロドルレートは、ECBによるユーロ買い介入への警戒感から1ユーロ=0.84ドル程度で下値を固めつつあるが、ユーロ圏の景気減速とインフレの同時進行懸念を背景に上値の重い展開が続いている。6月中旬にはスウェーデン中銀によるクローナ支援の市場介入からECBによるユーロ支援介入が連想され、1ユーロ=0.86ドル後半まで回復した。しかし、4月の鉱工業生産指数等ユーロ圏経済の減速を示す指標の発表が相次いだことから1ユーロ=0.85ドル台へ値を戻した。

ユーロ圏経済の一段の減速を回避する上でECBによる利下げの必要性が増している。ECBが金融政策スタンスをインフレ警戒から景気配慮へ転じるための自由度を確保する上で、ユーロ圏のインフレ指標の動向に注目したい。



7月の為替インデックスは+4.3%と円安局面を示唆

7月の為替インデックスは+4.3%と6月の+3.3%（改定値）に対して1.0%ポイント上昇し、為替インデックスははっきりしたものではないものの5カ月連続で円安局面を示唆している。



実質短期金利格差要因は6月の為替インデックス比で-0.4%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。米国では6/27のFOMCにおいてFFレートの誘導目標水準がさらに0.25%引き下げられ3.75%となり、日米実質金利差は縮小している。

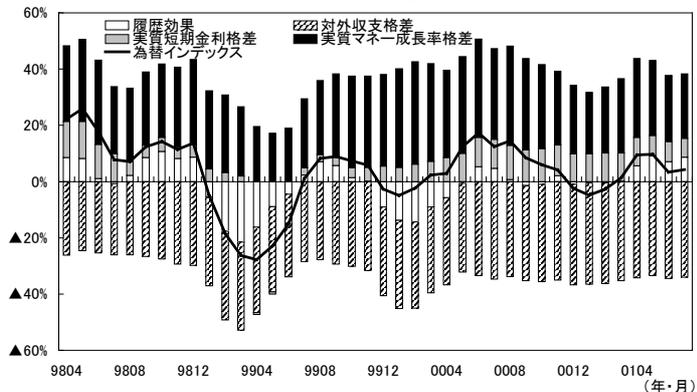
対外収支格差要因は前月比+0.5%ポイントの寄与となり、若干の円安要因となった。海外需要の減速を受けた日本の輸出の大幅な落ち込みや米国の輸入の減少傾向から、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調にある。

マネー成長率格差要因は前月比-0.7%ポイントの寄与となり、円高要因となった。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かっており、日米マネー成長率格差が若干縮小した。このほか、履歴効果は前月比で+1.6%ポイントの寄与となり、円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 7月	12.5%
2000年 8月	14.5%
2000年 9月	8.5%
2000年 10月	6.0%
2000年 11月	4.2%
2000年 12月	-2.4%
2001年 1月	-4.9%
2001年 2月	-2.7%
2001年 3月	1.3%
2001年 4月	9.5%
2001年 5月	9.6%
2001年 6月	3.3%
2001年 7月	4.3%

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：海外経済減速による地方経済の景況感格差 >

研究員 岡田 章昌

6月の日銀短観によると、企業の景況感を表わす業況判断DI（＝景況感が「良い」と答えた企業の割合から「悪い」と答えた企業の割合を引いた値）は全規模全産業で 27 となり、3月調査の 22 から5ポイント悪化した。今回の短観の特徴は、非製造業（全規模）が 25 と前回調査から1ポイントの悪化にとどまる一方、製造業（全規模）が 30 と前回調査から 11 ポイントの悪化となり、海外経済減速の影響を受け製造業主導で企業の景況感が悪化している点にある。この点について地域別に分析してみると、海外経済の減速による影響の差が最近の地方経済の景況感格差をもたらしていることが明らかになる。

東北、中国、中部で景況感の悪化が顕著

図1は、6月短観における業況判断DIの水準を地域別に比較したものである。これによると、全産業の業況判断DIは 22～37 とバラツキがみられ、地域間で景況感格差が生じていることがわかる。特に、東北や中国において製造業の景況感が低迷しており、全国の 30 に対して、中国では 43、東北では 41 となっている。

図1. 地域別業況判断DI(2001年6月短観)

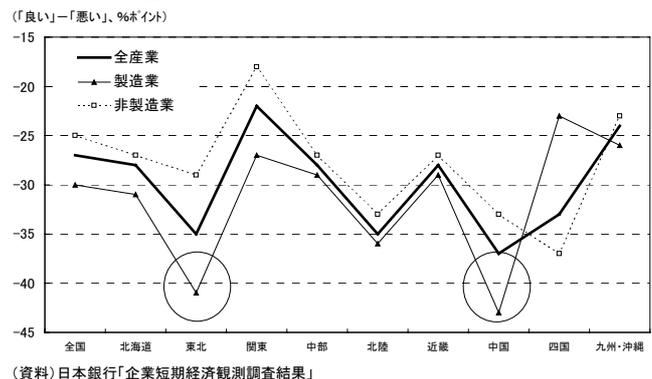
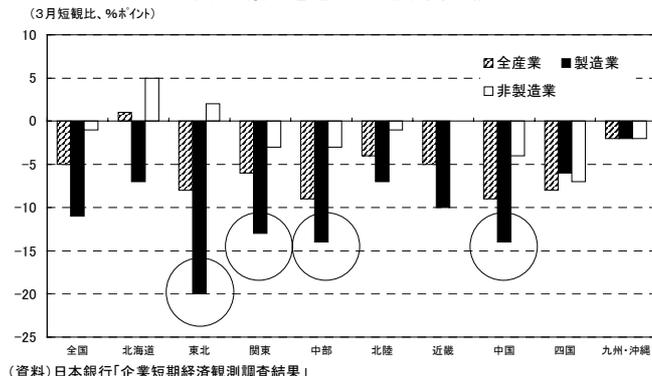


図2は、6月短観における業況判断DIの3月短観からの変化幅を地域別に比較したものである。これによると、全国的に製造業主導で企業の景況感悪化が進行していることをみることができるが、その悪化幅についても地域間格差がみられる。特に製造業の悪化幅が大きいのは、東北（20ポイント）、中国（14ポイント）、中部（14ポイント）、関東（13ポイント）の地域である。

図2. 景況感悪化の地域間比較

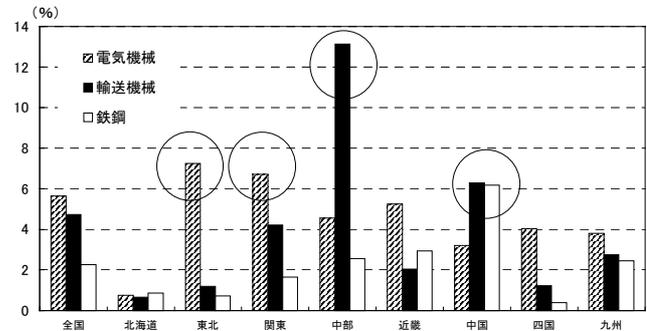


これらの地域における製造業の景況感悪化の背景として、海外経済減速による外需の減少が輸出関連産業へ悪影響をもたらしていることが推測される。これを裏付けるために、電気機械・輸

送機械・鉄鋼といった代表的な輸出関連産業の生産額の総生産額に対するシェアを地域別にみたものが図3である。

これをみると、足もとで景況感が悪化している地域は、輸出関連産業のウェイトが相対的に大きい地域であることがわかる。東北や関東では電気機械産業のウェイトが相対的に大きく、全国の電気機械産業の生産額シェア 5.6%に対して、東北では7.3%、関東では6.7%となっている。また、中部では輸送機械産業の生産額シェアが全国の4.7%に対して13.3%と大きく、中国では鉄鋼業の生産額シェアが全国の2.3%に対して6.2%と大きくなっている。

図3. 電気機械・輸送機械・鉄鋼の地域別生産額シェア(95年)



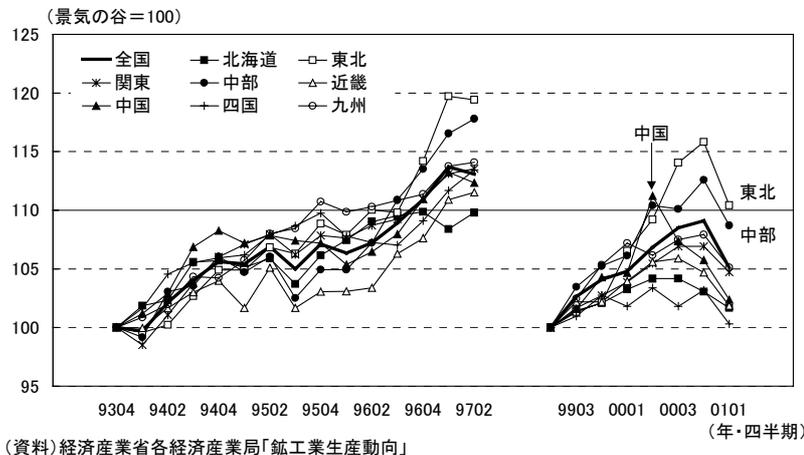
(資料) 経済産業省各経済産業局「平成7年地域内産業連関表」

99年以降の景気回復期における地域別生産の特徴

99年以降の景気回復期における鉱工業生産の動向を地域別にみると、回復が顕著にみられた地域(東北、中国、中部)と回復が緩慢であった地域(左記地域以外)に分かれる。生産の回復において地域間で2極化がみられたことも地域別景況感格差の要因として指摘される。

図4は、90年代における2度の景気回復局面における生産の回復状況について、景気の谷の水準を100として描いたものである。93年10-12月期を谷とする景気回復局面においては、すべての地域でボトムから10%を超えて生産水準が上昇しており、生産の回復に全国的な広がりがみられた。しかし、99年4-6月期を谷とする景気回復局面においては、ボトムからの生産水準が10%を超えたのは東北、中国、中部の3地域のみであり、生産の回復に全国的な広がりはみられなかった。

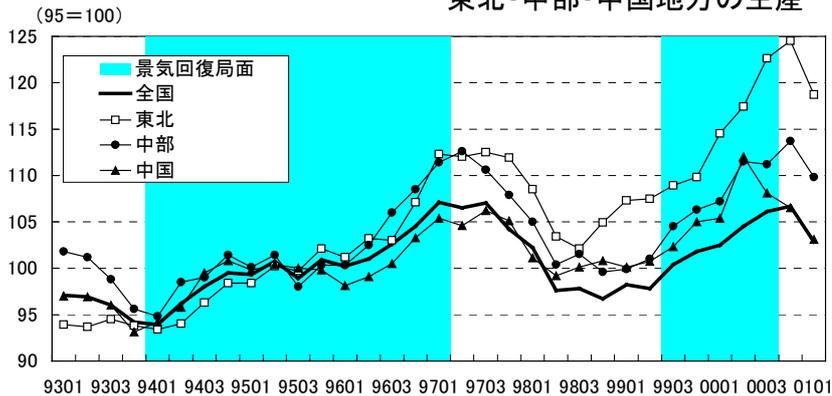
図4. 90年代の景気回復局面における地域別生産



(資料) 経済産業省各経済産業局「鉱工業生産動向」

99年以降の景気回復期においては、アジア経済の回復によるアジア向け鉄鋼輸出の増加や、世界的なIT関連需要の高まりを背景とする電気機械製品の需要増を主因に、これらの製品の主要生産拠点である東北、中国の生産が他の地域に先立って回復した。その後、新型車投入や輸出増等を背景に自動車生産が持ち直したことから中部の生産回復が顕著となり、これら3地域が生産の回復を牽引することになった(図5)。

図5. 99年以降の景気回復の牽引役となった
東北・中部・中国地方の生産



(注) 直近の景気回復のピークについては、当研究所で試算した景気動向指数のヒストリカルDI (年・四半期) を基に2001年7-9月期としている。

(資料) 経済産業省各経済産業局「鉱工業生産動向」

輸出主導の生産回復の終焉がもたらした地域間景況感格差

足もとで東北・中部・中国地方で景況感の悪化が顕著にみられるのは、99年以降の景気回復局面において輸出主導で生産回復が顕著であったことの反動と考えられる。一方、それら以外の地域で景況感の悪化が小幅に止まっているのは、生産回復の地域間における2極化により、そもそも景気回復の実感に乏しかったためといえよう。

したがって、景況感が相対的に悪化していない地域についても元々景気回復局面で大きな改善をしておらず、依然として景況の厳しい状況が続いているととらえるべきであろう。

99年以降の景気回復の実感が乏しかった要因として、生産の回復に業種間の拡がりがみられなかったことが挙げられることが多いが、地域間についても生産の拡大が偏っており全国的な拡がりがみられなかったことも大きな要因といえるであろう。