

# 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 / 貿易収支の赤字転落はありうるか？

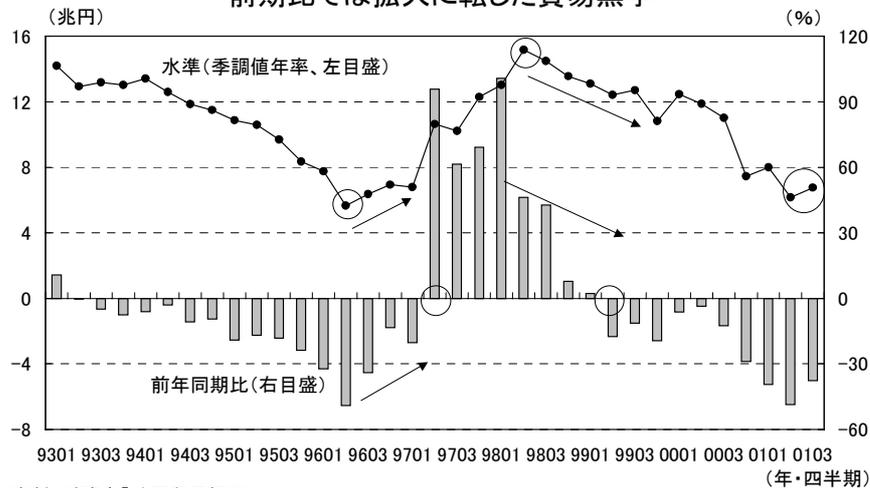
### < 金融為替市場の動き >

1. 日銀の現状・先行きの景気・物価の見方は悲観的なものとなっているが、追加緩和策の実施は見送られている。今後日銀が追加緩和に踏み切るかは、政府が景気配慮型の予算に転換するかが鍵となる。
2. 為替市場では米国経済のファンダメンタルズ悪化が注目されやすい状況が見込まれ、円ドルレートは一進一退を繰り返しつつ円高方向にレンジを切り上げていく展開を予想する。

### < 今週の焦点：貿易収支の赤字転落はありうるか？ >

1. 貿易黒字は前年比でマイナスの動きが続いているが、7-9 月期には輸入の減少を主因に前期比で拡大に転じている。
2. 景気減速による国内需要の減少から輸入も減少するため、生産拠点の海外シフトを背景とする構造的な輸入増により貿易収支が赤字に転落することは当面考えにくい。

前期比では拡大に転じた貿易黒字



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 >

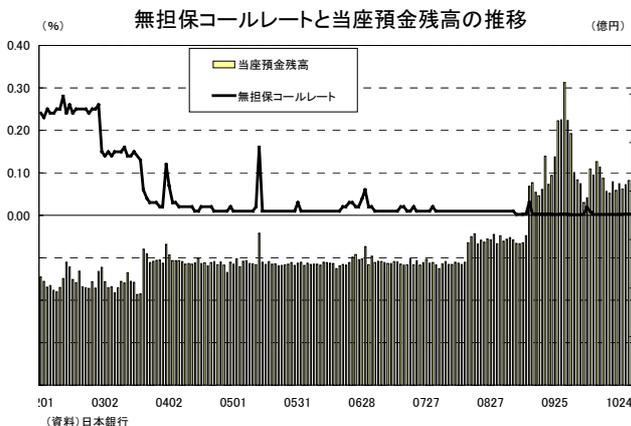
### 政府との協調を訴える日銀

10/11・12日に引き続き29・30日に行われた金融政策決定会合でも「現状維持」を採択した。その一方で、日銀の景況感は下方修正を続けている。10/15日発表の10月金融経済月報では、9月と現状判断は同じであったが先行きについて「米国における同時多発テロ事件の発生を契機として、景気の先行きに対する不透明感が一段と高まっている」という記述が加わり総合的な判断を下方に修正している。

また10/29日に発表された「経済・物価の将来展望とリスク評価」でも4月時点よりも2001年度の物価見通しが下方修正され、さらに2002年度の見通しもマイナスの動向が続くとの予測となっており、日銀の現状・先行きの景気・物価の見方は悲観的なものとなっている。

現状・先行きの景況感が下方修正されているにも関わらずなぜ日銀は追加緩和策には踏み切らないでいるのだろうか？日銀は「政府との協調」を主張している。最近、植田審議委員(10/3)や田谷審議委員(10/4)が講演会で述べているように、審議委員の大半の意見として「いくら量的金融緩和を強化しても効果がほぼないことは明らか」との認識を強くもっており、金融政策単独での追加緩和策には否定的になっているようである。

景気悪化が明確になる中でも政府は第1次補正予算での国債発行30兆円維持を優先し、景気配慮策は2次補正以降との見解を示している。財政政策による景気刺激策がでてこない中では日銀も動きにくい状況が続いていると考えられる。



経済・物価の将来展望とリスク評価(10/29日発表)

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数
2001年度	▲1.2~▲0.9 (+0.3~+0.8)	▲1.2~▲1.0 (▲0.9~▲0.6)	▲1.1~▲1.0 (▲0.8~▲0.4)
2002年度	▲1.1~+0.1	▲1.3~▲0.9	▲1.3~▲0.9

(注) 対前年比、%。( )内は4月時点

## 政府との協調のシナリオ

今後日銀が追加緩和策に踏み切るとしたら以下のような場合が想定される。

政府が景気配慮型の予算に転換

第1次補正予算では構造改革維持を貫くと思われるが、失業率が5.3%となるなど景気はさらに悪化する可能性が高い。そうなれば来年度本予算、本年度第2次補正編成の中で景気配慮が取られる可能性が高まるだろう。11月末に入り来年度本予算の議論が本格化するが当初は本年度第1次補正と同様に30兆円枠維持を堅持しようとするだろう。しかし米国の鈍化がより明確になり国内の悪化も明らかになる中で、柔軟な対応を取らざるをえなくなる。ある程度の景気配慮型の予算が、来年度本予算、今年度第2次補正に組み込まれる見込みとなれば、日銀はターゲットの引き上げと国債買い取りオペの増額という追加策に踏み切るとと思われる。

本予算で景気配慮型の議論が生じれば年内追加策実施の可能性もあるが、第2次補正まで議論が先送りされれば、年度末に向けて緩和策が取られることとなる。

不良債権処理策としての整理回収機構

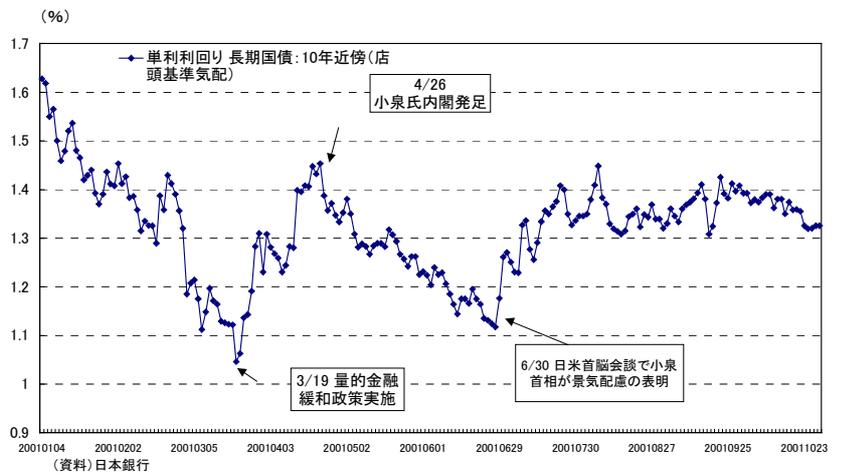
もう一つは金融政策の範疇であるかは問題であるが、不良債権処理促進に政策面で期待されている整理回収機構が本格的に稼働する場合である。日銀総裁も10/16日の記者会見で、不良債権処理が整理回収銀行を通じて進むのであれば、整理回収機構への拠出もありえるとの見解を述べている。具体的な法整備が進み整理回収機構が機能する見込みとなれば日銀の拠出（整理回収機構が発行する債券の購入という形の可能性もある）は現実的となるだろう。整理回収機構を通じて間接的に銀行部門に資金供給を行なうという意味での追加緩和策と理解することもできよう。

## 債券市場：金利上昇要因を織り込む

債券市場では、今年度補正30兆円枠突破や国債の格下げなど金利上昇の要因を織り込み金利上昇傾向が終了し、1.3%前後での横這いの推移となっている。

今後は、デフレが深刻化する中で貸出低迷、株価低迷で債券市場に投資家の下期運用資金が流入することが予想され、さらに日銀が物価のマイナスを示したことやインフレ目標導入する政治圧力がここにきて弱まっていることもあり債券相場は堅調に推移し金利は低下基調となるだろう。

長期金利の推移



## ＜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

10月に入り、日本の通貨当局の円売り介入により誘導された120円/ドルが円の上値として意識される中、米国経済の先行きに対する悲観的な見方の後退からドルの買い戻しが優勢となり、ドルの上値を試す展開となった。しかし、9月の米耐久財受注が大幅減少となったことから米国経済の先行きに対する楽観的な見方が修正され、123円/ドル台ではドルの上値は重くなった。

10月末にかけては、10月の米消費者信頼感指数が大幅に悪化したことや、米7-9月期の経済成長率がマイナスに転じたことを背景に、日本の9月の鉱工業生産指数や失業率の大幅な悪化にもかかわらず円高方向に水準が修正され、足もとでは122円/ドル前後で推移している。

日本経済のファンダメンタルズも一段と悪化してきているため円高が急激に進展するリスクはテロ事件直後よりは後退している。しかし、テロ事件前からの米国経済の減速基調が一段と鮮明化する中、テロ事件の悪影響が加わることで調整局面の長期化も懸念されており、そもそも悪かった日本経済に比べ米国経済のファンダメンタルズ悪化が注目されやすい状況が続くであろう。今後については、日米悪材料の板挟みの中で基本的には120～124円/ドルのレンジ相場が予想されるが、一進一退を繰り返しつつ徐々に円高方向にレンジを切り上げていくことであろう。

#### (2) ユーロドルレート

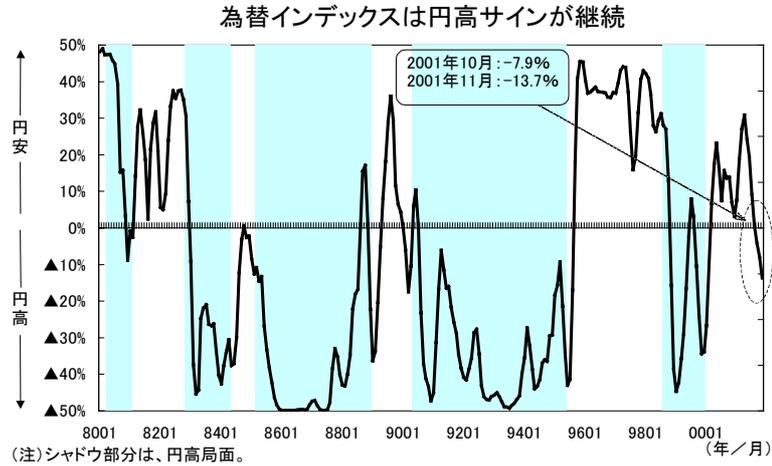
ユーロドルレートは、ECBの政策金利据え置きに対する失望感や、米国経済の先行きに対する悲観的な見方の後退を背景にユーロ売りが優勢となり、9月の独i f o景況指数が急低下したことをきっかけに再び1ユーロ=0.90ドル割れとなった。足もとでは米国経済の先行きに対する楽観的な見方が修正されたことから1ユーロ=0.90ドル台を回復して推移している。

ユーロ圏経済の減速傾向も一段と鮮明化しておりユーロについても上値の重い展開が続いているが、ECBの利下げ余地がユーロの下値を支えることになるであろう。ドイツの10月の消費者物価上昇率が2.0%まで低下するなどユーロ圏のインフレ懸念は大きく後退しており、景気に配慮した一段の利下げを実施するかどうかが、引き続きECBの金融政策スタンスが注目される。



## 11月の為替インデックスは - 13.7%と円高サインが継続

11月の為替インデックスは - 13.7%と10月の - 7.9%に対して5.8%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10月の為替インデックス比で - 1.5%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実質短期金利差は大幅に縮小しているが、米国経済の悪化からFRBのもう一段の利下げが見込まれ、日米実質短期金利差の逆転も視野に入りつつある。

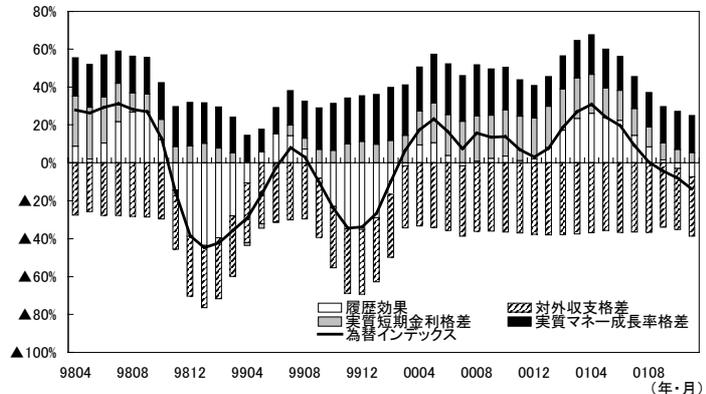
対外収支格差要因は前月比 + 0.9%ポイントの寄与となり、円安要因となった。日本の輸出減少が続く一方米国の輸入減少から日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調が続いている。しかし、日本の輸入減少も鮮明化しつつあり、縮小基調はいずれ終焉を迎える可能性がある。

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。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（現預金）成長率の拡大傾向が顕著であり、日米マネー成長率格差が縮小した。このほか、履歴効果は前月比で - 4.5%ポイントの寄与となり、円高要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 11月	6.9%
2000年 12月	3.1%
2000年 1月	7.6%
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	0.5%
2001年 9月	-4.3%
2001年 10月	-7.9%
2001年 11月	-13.7%

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：貿易収支の赤字転落はありうるか？ >

研究員 岡田 章昌

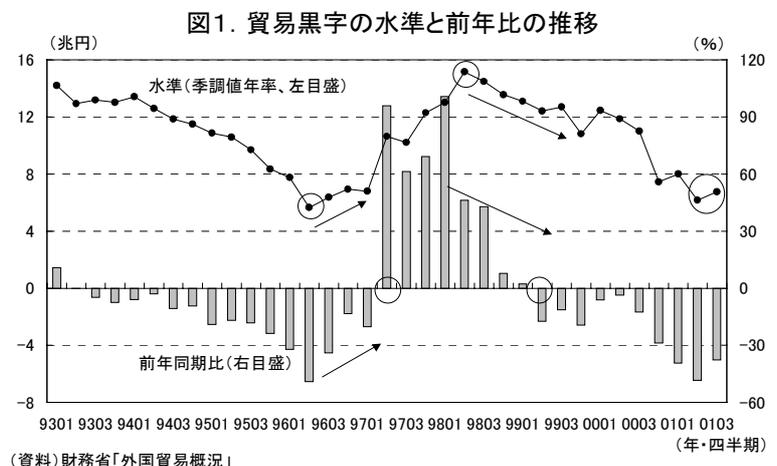
米国を中心とする世界経済の減速を背景に輸出が大幅に減少する一方、輸入は輸出に比べ堅調な推移が続いたことから、わが国の貿易黒字は大幅に減少してきた。特に、中国をはじめとするアジアからの製品輸入の増加は、生産拠点の海外シフトを背景とする構造的な動きとして捉えることができ、このまま輸出減少が続けば貿易収支はいずれ赤字に転落するという見方もなされるようになってきている。このような貿易構造の変化を背景とする貿易収支の赤字転落はありうるか、今後の貿易収支の動向を展望することにする。

### 前年比では貿易黒字の減少が続いているが、、

貿易収支の赤字転落が懸念されている裏には、前年比でみた貿易黒字の減少が依然として止まらないことがある。2001年7-9月期の貿易黒字は前年比 - 37.7%と1999年4-6月期以降10四半期連続の前年比マイナスとなっており、この結果、2001年度上期の貿易黒字は3兆3046億円と第2次石油危機後の1978年度下期以来22年半ぶりの低水準となっている。

しかし、貿易統計に限らず経済統計全般に言えることであるが、前年比で経済指標の基調的な動きを判断する場合には、前期比で判断する場合に比べ、基調の反転を確認するのに時間的な遅れが生じる点に注意する必要がある。というのは、前年比の伸びは過去1年分の前期比の平均的な伸びと考えることができ、前年比の動きには過去1年分の前期比の動きが反映されているからである。

この点を念頭に置きつつ、過去の貿易黒字の前年比と水準（季節調整値）の推移を比べてみると（図1）貿易黒字が減少から拡大へ転じる時期には、水準が底を打った後も前年比ではマイナスの動きが続くことがわかる。したがって、貿易黒字の基調を判断する上では、前年比でマイナスであることを過大視することは適当ではないといえる。むしろ、基調をタイムリーに捉えるには前期比（季節調整値）でみるのが適当であり、2001年7-9月期の貿易黒字は前年比ではマイナスの動きが続いているが、前期比では拡大に転じているのである。



## 2001年7-9月期に前期比で拡大した貿易黒字

2001年7-9月期に輸出が急速に減少しているはずなのに貿易黒字が前期比で拡大していることには、やや意外な印象を覚える向きも多いことであろう。この動きの背景には、輸出が前期比 - 5.1%と減少したのに対し、輸入は前期比 - 7.2%と輸出を上回って急速に減少していることがある。この結果、貿易黒字は前期比 + 9.6%と拡大しており、足もとの貿易黒字拡大の主因は輸入減少によるものであることがわかる。

この輸入減少の要因をみるために、輸入の伸びを消費財、資本財といった財分類別に要因分解してみると、資本財や工業用原料の減少が顕著であることがわかる(図2)。これは、当レポートの2001年5月2日号でも指摘したが、99年以降の輸入増加の主因はユニクロに代表される消費財の伸びではなく、原油価格の上昇を背景とする工業用原料の伸びや、IT関連を中心とする設備投資の増加を背景とする資本財の伸びにあり、足もとの減少はその反動によるものであると考えられる。

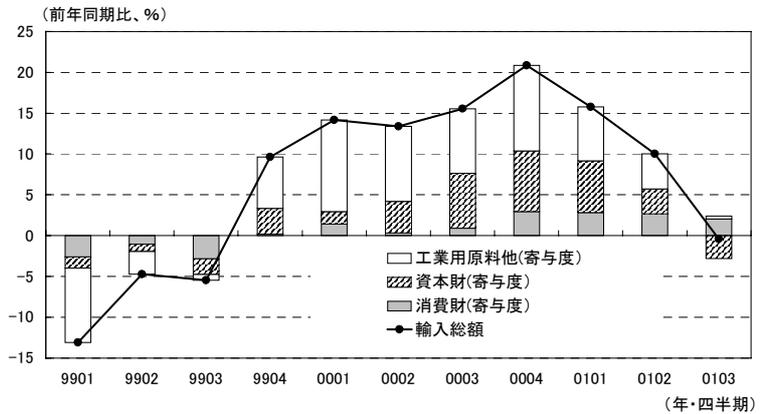
9月の貿易統計は米同時多発テロ事件の影響をみる上で注目され、事前には米国向けを中心に輸出が大きく減少し貿易黒字がさらに減少することが懸念されていた。

しかし、蓋を開けてみると、輸出は確かに米国向けを中心に減少したが、実際には輸入の急減少により貿易黒字は前月比で拡大したのである。このような動きと

して顕著なのは、上で指摘したとおりIT関連を中心とする資本財輸入の減少である。設備投資の一致指標である資本財出荷と輸入数量の推移をみると(図3)、資本財出荷の減少と連動して輸入数量が減少していることが確認でき、設備投資の減速を中心とする国内需要減少の影響が輸入の減少として顕在化しつつあることがわかる。

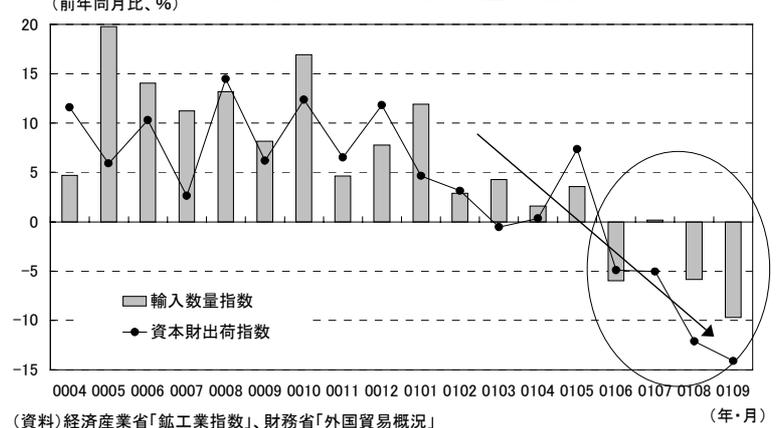
今後、米国経済の早期回復期待の後退により輸出向けを中心に一段の生産調整が実施されれば、

図2. 財分類別輸入額の推移(寄与度分解)



(資料)財務省「外国貿易概況」

図3. 資本財出荷と輸入数量の推移



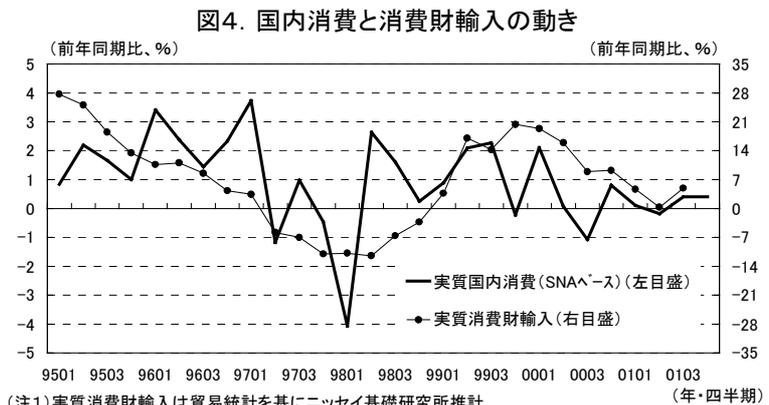
(資料)経済産業省「鉱工業指数」、財務省「外国貿易概況」

さらなる設備投資の絞り込みが不可避といえるだろう。とすれば、設備投資の調整によりさらに資本財を中心に輸入が減少することが予想される。米国同時多発テロ事件による影響や米国を中心とする海外経済の減速の貿易面への影響をみる際、わが国が貿易立国であるためにどうしても輸出面に目を奪われがちであるが、上記のような国内需要への影響を通じた輸入面への影響を忘れてはならない。むしろ貿易立国であるからこそ輸出の減少が国内需要の減少につながり、輸入が減少することにより貿易黒字減少に歯止めがかかる構造が日本経済にはビルトインされているといえるであろう。

## 国内消費が減少しても消費財輸入の伸びは続くか？

貿易黒字の減少に歯止めがかかり、足もと黒字が拡大に転じている主因が資本財を中心とする輸入の減少にあることをみてきた。今後の貿易黒字の動向を展望する上で注目されるのが、国内消費と消費財輸入の動きの関連である。

消費財輸入と国内消費支出の推移を物価変動の影響を取り除いた実質ベースでみると(図4)、大まかには正の相関関係が認められる。足もとでは、国内消費の低迷を背景に消費財輸入の伸びも鈍化しており、今後、雇用所得環境の悪化から国内消費の低迷が見込まれる中で、消費財輸入だけが自律的に伸び続けることは考えにくいであろう。



(注1) 実質消費財輸入は貿易統計を基にニッセイ基礎研究所推計。  
 (注2) 2001年第3・4四半期の実質国内消費の値はニッセイ基礎研究所予測値。  
 (資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」、財務省「外国貿易概況」

中国をはじめとするアジアからの製品輸入の増加は生産拠点の海外シフトを背景とする構造的な動きと捉えることができ、国内消費の伸びに対して消費財輸入の伸びがより大きく表れることは事実である。しかし、国内消費の伸びが低下する場合には、国内需要の低迷を背景に消費財輸入も弱い動きに転じるものと予想される。

今後、米国経済の一段の減速により輸出の減少が続くことが見込まれるが、この影響を受けた国内需要の減少により輸入も減少し、貿易黒字の減少基調は終焉を迎えることであろう。したがって、生産拠点の海外シフトを背景とする構造的な輸入増により貿易収支の赤字転落がありうるとすれば、国内消費が本格的な回復にむかい輸入が急増する景気回復期であり、国内消費が低迷する景気後退下では貿易収支が赤字に転落することは当面考えにくい。

(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。