

最近の円安の影響をどう見るか

月例経済レポート (2002 年1 月)

担当：花田 (hanadah@sumitomotrust.co.jp)

日本経済は、IT 関連財の在庫調整の進捗や、輸出にも下げ止りの兆しが出てくるなど好材料も見え始めたが、その一方で新たなマイナス材料が顕在化していることから、景気底入れのきっかけを掴みかけているとは言えない。最近の円安も景気浮揚・デフレ解消には大きな効果は期待出来ないだろう。

1. 主要経済指標の動きから～新たなマイナス要因が顕在化する日本経済

日本経済は、IT 関連財の在庫調整が徐々に進捗し始め、輸出にも下げ止りの兆しが出てくるなど好材料も見え始めたが、その一方で、非 IT 関連財ではむしろ在庫調整圧力が高まっており、第3次産業活動指数もピークアウトしてきた、設備投資の先行指標はさらに落ち込み、設備投資の減少が今後本格化するのでは避けられない状況となってきた、失業率は過去最悪を更新しており、賃金の削減は月例基本給に及び始めた、物価は、依然下げ止まる兆しが見えないばかりか、国内卸売物価・輸入物価ともマイナス幅は拡大しており、サービス価格も低下すると見られるなど、デフレはむしろ加速する可能性が高まった - といった新たなマイナス材料が顕在化してきた。

輸出も米国経済の先行き次第では再び弱含む可能性もあり、日本経済は景気底入れのきっかけをつかみつつあるとは言えない。

(1) 非 IT 関連財、非製造業で強まる調整圧力

鉱工業出荷・在庫の循環図をみると、IT 関連財の在庫調整は進捗し、出荷も下げ止ってきた。しかしながらその一方で、鉱工業全体の 86%を占める非 IT 関連財の在庫増・出荷減の傾向が目立ってきており、IT 製造業に始まった減産が非 IT 製造業に影響を及ぼしていることがわかる(図1)。製造業全体の在庫はようやく前年同月の水準を下回り始めたが、今後非 IT 関連財の在庫動向次第では再び増勢に転じる可能性もあり、生産活動が底入れ・回復局面に入るのはまだ遠いと言わざるを得ない。

第3次産業活動指数は鉱工業生産が減少に転じた後も約半年間、情報サービス業や国内通信業など IT を使う側を中心に伸びを維持していたが、足許では既にピークアウトしており(図2) IT 関連財に端を発した製造業の不況が非製造業にまで及んだことがわかる。

図1 出荷・在庫の循環図
(99/1Q～01/3Q、01/10-11月)

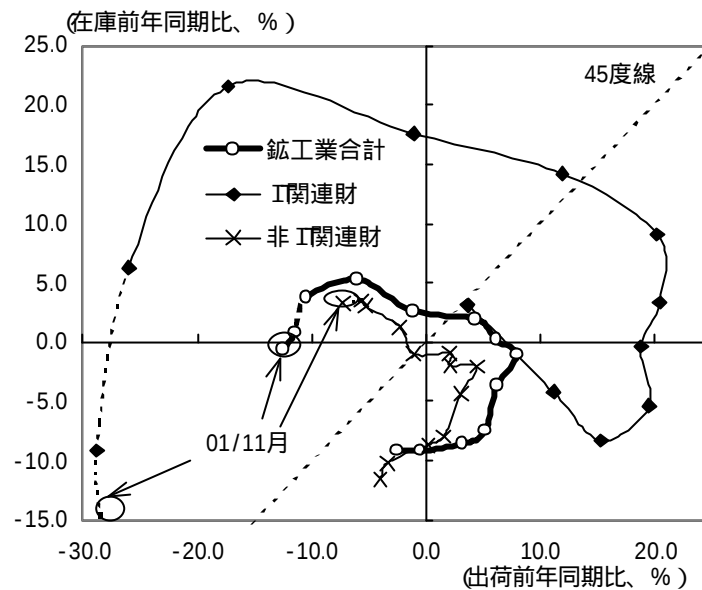
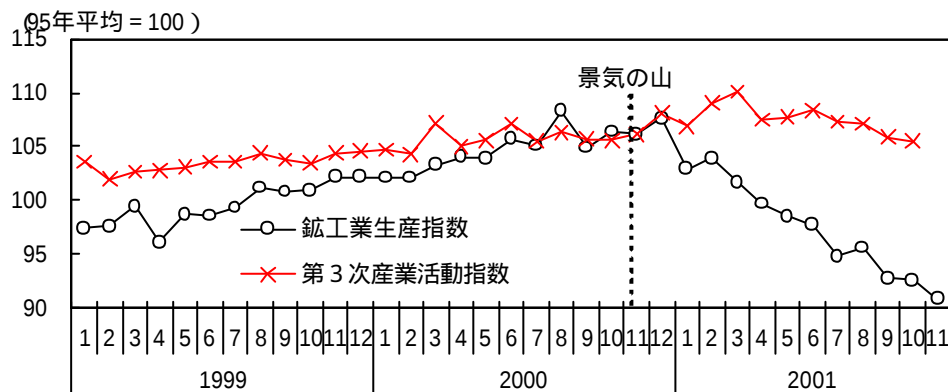


図2 鋳工業生産指数(季節調整値)の推移

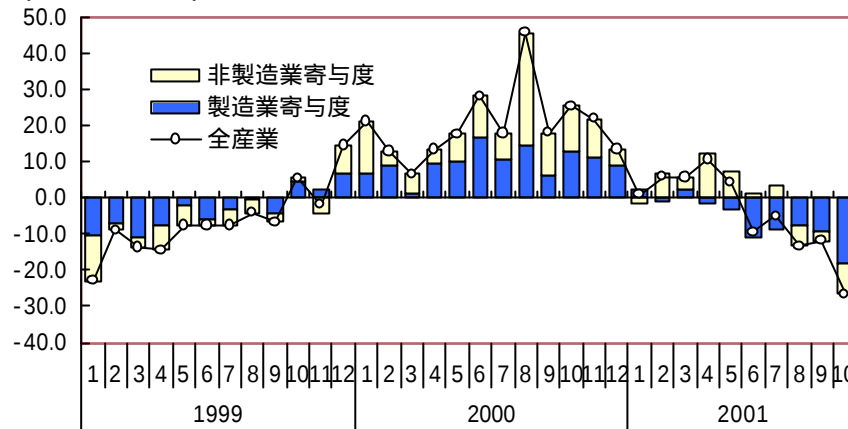


(2) 本格的な減少局面に入る設備投資

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）は製造業に続いて非製造業も前年同月比でマイナスになっており、全産業では5か月連続でマイナスとなっている。GDP統計の設備投資は7 - 9月期まで前期比プラスを維持したが、こうした先行指標からみて設備投資の減少は避けられず、今回のIT不況の影響が設備投資に本格的に現れてくるのはこれからとなるだろう。

図3 機械受注額(船舶・電力除く民需)伸び率の寄与度分解

(前年同月比、%)



(3) 月例基本給削減に及び始めた賃金削減

11月の失業率は5.5%と3ヶ月連続で過去最高を更新している。しかも失業者増加の中心が自発的失業者から非自発的失業者に、世帯主以外の家族から世帯主に移っており、失業の質的悪化も顕著になっている(図4)。雇用者数は製造業や建設業を中心に減少が続き、11月時点で3か月連続前年同月比マイナスとなった。雇用の循環図をみると、雇用者数の動きに先行する所定外労働時間の減少が止まる兆しはなく、まだしばらくは雇用者数が減少する局面にあることがわかる(図5)。

図4 求職理由別完全失業者数と完全失業率の推移

(前年同月差、万人)

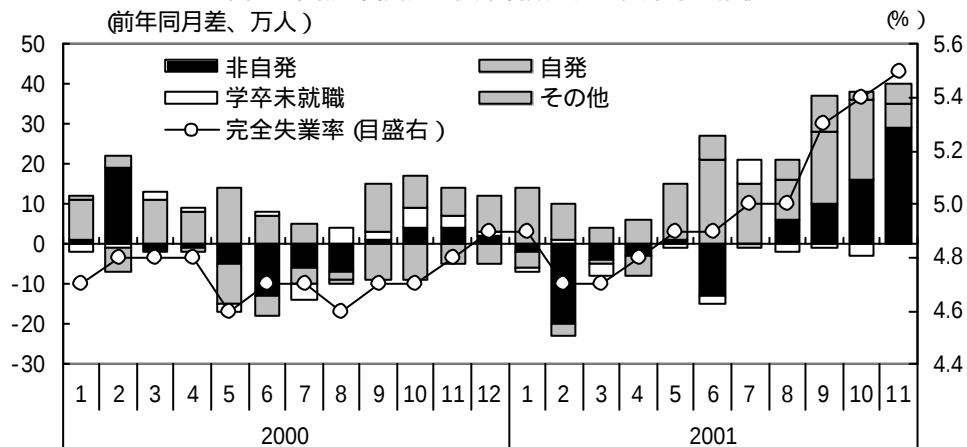
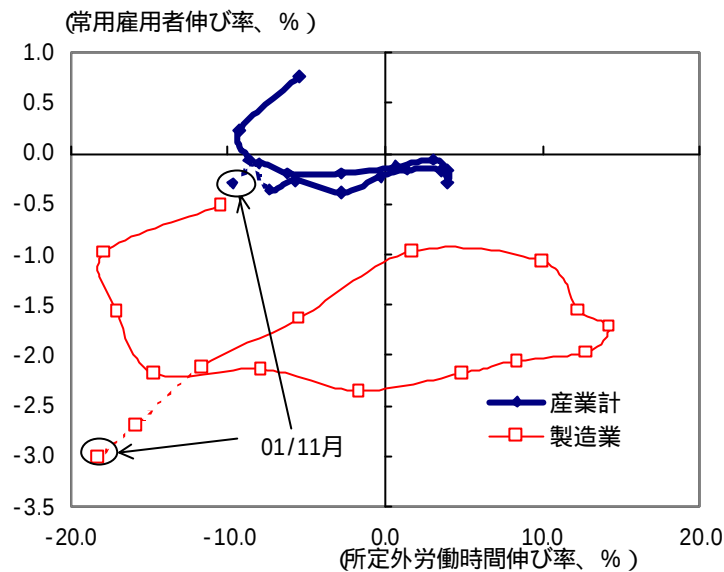
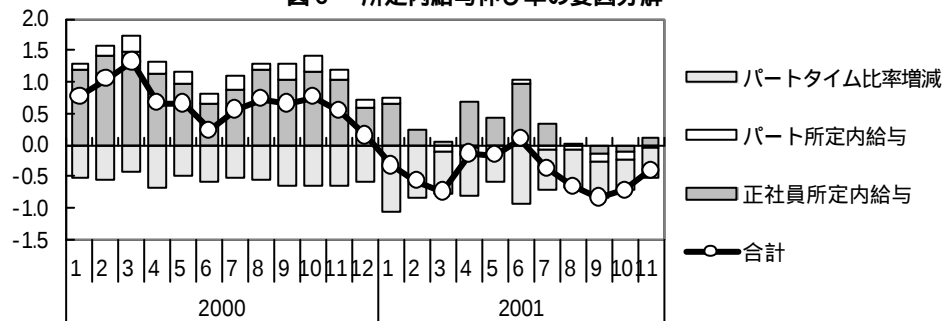


図5 雇用の循環図
98/1Q～01/3Q、01/10-11月)



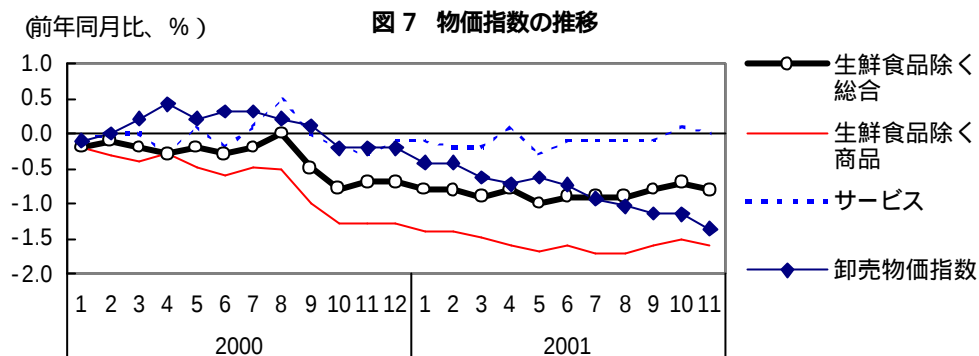
従来、賃金調整はボーナスや残業手当の削減、あるいはパートタイム労働者へのシフトで行うのが一般的であったが、2001 年に入ってから基本給である所定内給与の減少傾向も強まってきている。特に 9,10 月は正社員の所定内給与までマイナスになり、デフレは、地価、製品・サービス価格のみならず、労働対価である賃金にまで本格的に及び始めた。

図6 所定内給与伸び率の要因分解



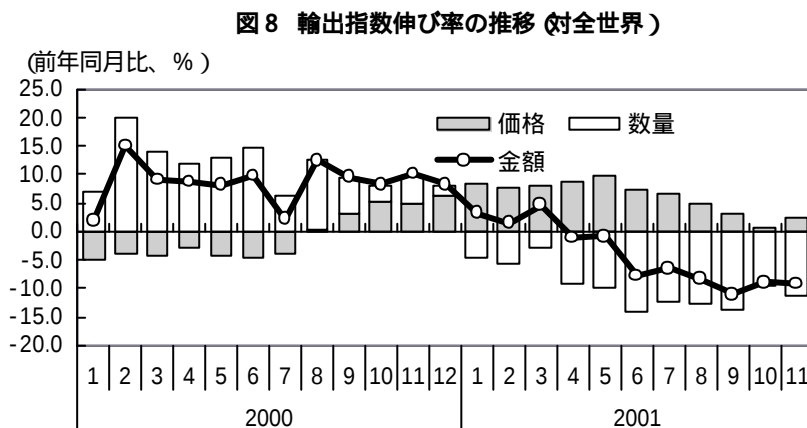
(4) 新たな下落要因抱える消費者物価

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は、依然下げ止まる兆しが見られない。この間、国内卸売物価・輸入物価は前年同月比マイナス幅が拡大しており、賃金の持続的な減少は人件費比率の高いサービス価格の下落要因となると見られることから、消費者物価は新たな下落要因を抱え始めたと言える。



(5) 楽観できない輸出、米国経済の先行き

こうした中、輸出は金額・数量ともに下げ止まりの兆しを見せているが(図8) これは10月以降のアメリカでの自動車ローンゼロ金利キャンペーンによる部分もある(10,11月の対米自動車輸出の寄与度はそれぞれ+1.7%、+1.4%)。需要の先食いで反動減がくるとすれば当然輸出に与える影響も無視できないものとなり、今後の一本調子の回復は期待できない。



輸出環境を大きく左右する米国経済は、足許では、NAPM 指数が2ヶ月連続で上昇し、12月の消費者信頼感指数も上昇するなどマインド面での改善がみられる、在庫が前年を下回る水準にまで減少している、設備投資の先行指標である非軍事資本財新規受注が、2か月連続で増加した、利下げ効果住宅関連指標が好調を維持している - など底入れ・回復を窺わせる材料が散見され始めた。

これらの好材料が既往利下げ・減税などの政策効果への期待と相俟って、早期の景気回復期待が高まっており、NYダウ株価は一時1万ドル台を回復した。しかしながら、以下

の諸点を勘案すると、底入れ後の回復は緩やかなものにとどまる可能性が高い。

NAPM 指数、消費者信頼感指数とも水準としてはまだ低く、足元で上向いたのは 9 月のテロ事件による突発的な急落からの反動に過ぎないと見られる。

12 月の失業率が 5.8% と 5 ヶ月連続で上昇し、雇用者数（非農業）も 5 か月連続で減少するなど雇用情勢の悪化に歯止めがかかっていない。労働分配率が 90 年以降で最高水準圏にあることから、企業は収益が回復しても雇用・賃金を削減ないし抑制し続けると見られ、家計所得の伸びは先行き更に鈍化する可能性が高く、消費マインドの回復の遅れとあいまって、減税等の政策効果を減殺すると考えられる。

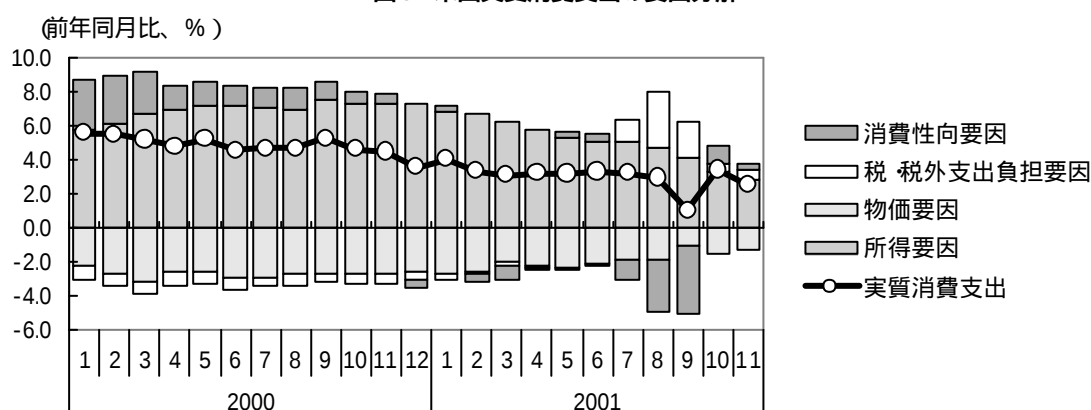
実質消費の伸び率の要因分解をみると（図 9）10 月に消費性向はプラスに寄与しているが、これは自動車のゼロ金利キャンペーンによる割引によるもので、消費者マインドの改善が本格化したことを示すものとは言えない。自動車販売急増後の反動減の懸念も強く、最大の需要項目である個人消費が早期に回復するとは考えにくい。

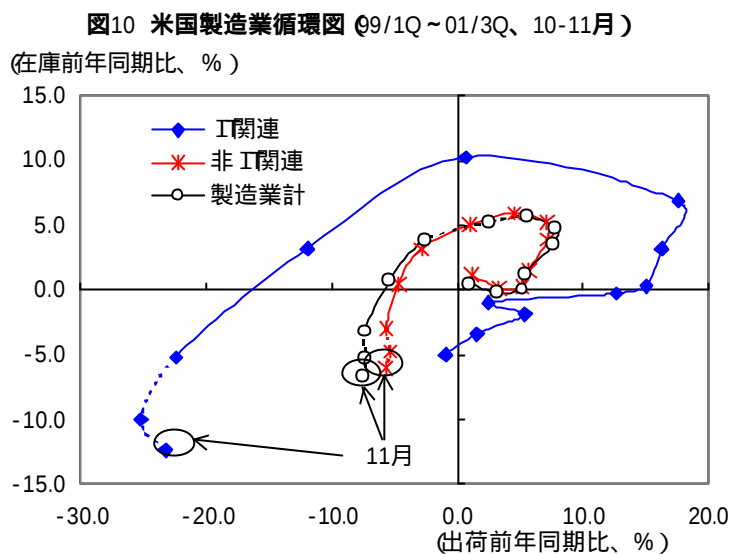
在庫は減少しているものの、出荷のマイナス幅が縮小していない（図 10）生産指数は 4 - 6 月期頃に底を打つ可能性はあるが、その後の回復ピッチは緩やかなものになるだろう。

11 月の設備稼働率は 73.0% と低下が続いており、依然としてかなりのストック調整圧力が残っていると判断できることから、設備投資も早期には回復できない。

以上のように、日米それぞれにおいて若干の好材料が出てきたものの、日本経済の景気底入れ・回復につながる道筋が見え始めたとは言いがたく、景気後退のペクトルが作用し続けている状況に変わりはない。

図 9 米国実質消費支出の要因分解





2. 今月の注目ポイント～最近の円安をどう見るか

昨年 11 月中旬以降、円安傾向が強まり、円ドルレートは 130 円台が定着、円ユーロレートは 117～118 円で推移している。

円安の進行は、輸出企業の収益を下支える、輸入物価の上昇を通じてデフレ傾向を緩和する - ことによって、デフレスパイラルに入りつつある景気の悪化度合いをある程度緩和するのではないかと期待も出ている。さらに、景気対策として一層の円安誘導を唱える声も散見される。

しかし下記の点を考えると、現在の円安の上記の効果にはさほど大きな効果は期待できず、1 ドル = 130 円台の水準が定着しても、景気や物価のパスを左右する影響を持つことは無いと考えられる。

第 1 に、輸出価格競争力は円ドルレートで受ける印象ほど強くなっていないと考えられる。現在の為替水準は、円ドルレートで見ると 95 年以降では最安値圏の水準であるが、実効レートで見ると、97 年の最低水準からは約 20% 高く、なお 99 年前半に相当する水準にある（この時の円ドルレートは 110 円台半ば～120 円台前半）。円ドルレートと実効レートでこのような差が出てくるのは、アジア通貨が 97 年のアジア通貨危機時から十分回復しておらず、両者の間で 97 年以降乖離が大きくなっているためである。

図11 円の対ドルレートと実効為替レートの推移

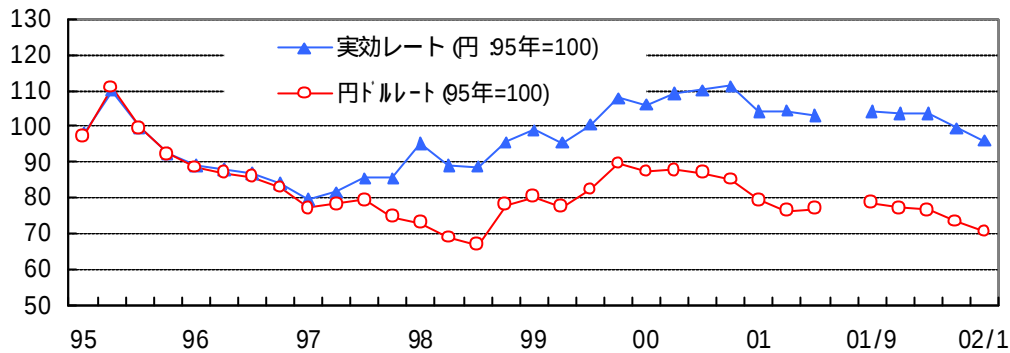
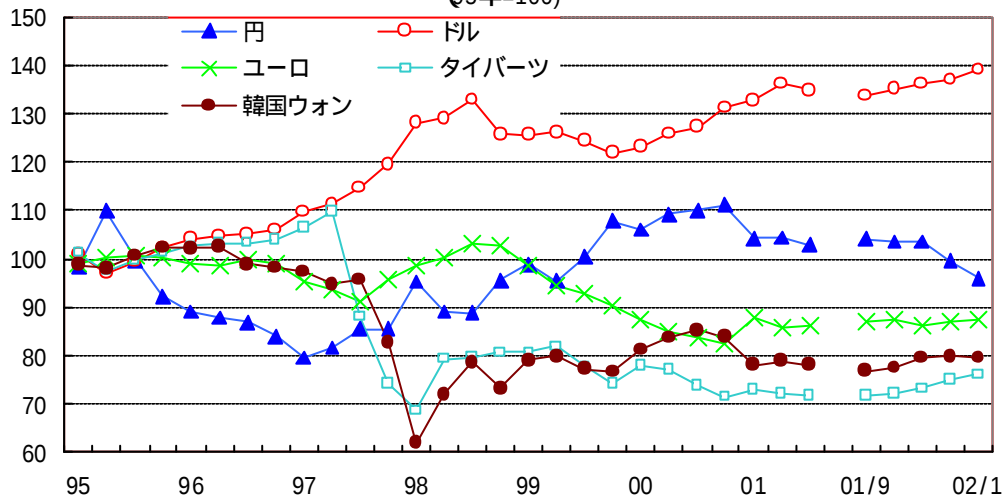


図12 主要通貨の実効為替レートの推移
(95年=100)



第 2 に、円安に伴う為替差益のメリットも過去の円安局面に比べて小さい。95 年 4 - 6 月期から 96 年 4 - 6 月期にかけての円安局面では円は約 20% 下落し(実効レートベース)円建て輸出物価は約 12% の上昇を見た(表 1)。円安率の約 6 割は円建て輸出価格の上昇につながったと言える。しかし今回は、2000 年 10 - 12 月期以降約 8% の円安となっているが(実効レートベース)円建て輸出価格の上昇率は円安率の 4 割強に相当する 3% 強の上昇に止まっている。とりわけ、日本の輸出産業の中心である電気機械の円建て輸出価格は低下しており、IT 関連財の世界的な需要減退、米国をはじめとする世界経済の低迷の影響を色濃く受けたものとなっている。

昨年半ば以降、改善傾向にある企業の交易条件の変動要因を見ても、円安進行にもかかわらず、輸出製品価格の交易条件改善に対する寄与度は特段の高まりを見せていない。

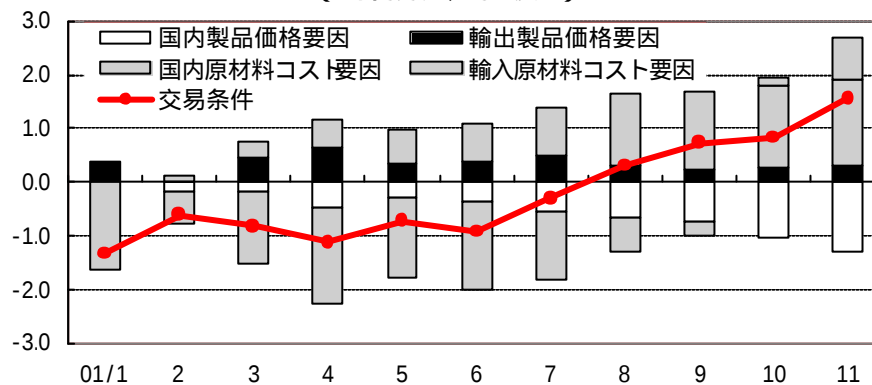
交易条件改善の最大の要因は国内原材料価格の低下、すなわち国内デフレの進展によるものである。しかし国内デフレの進展は、同時に国内製品価格の下落を通じて交易条件を悪化させる方向にも働いており、輸出価格の上昇が緩慢な中では、交易条件の改善傾向の基盤は必ずしも確固たるものとは言えない。

表 1 円安局面における円安メリット

	円ドルレート 下落率	実効円レート 下落率	輸出物価 上昇率	対電気機械 %	円安メリット		円安メリット	
					享受率 /	対電気機械 %	享受率 /	対電気機械 %
95/2Q (84.4円/ドル) ↓ 96/2Q (107.6円/ドル)	-21.5	-20.1	11.8	10.3	55.0	47.7	59.1	51.2
00/4Q (109.8円/ドル) ↓ 01/4Q (123.7円/ドル)	-11.2	-7.9	3.4	-0.5	30.4	-4.3	43.0	-6.1

(注) 実効円レートは日経通貨インデックス(日本円)。
(資料) 日本銀行「物価指数月報」日本経済新聞社

図13 企業の交易条件の要因分解
(前年同月比、寄与度%)



(資料) 日本銀行「物価指数月報」

第 3 に、円安進行の下でも、国際市況の下落により円建て輸入物価の上昇は見られない。昨年 11、12 月は前年同月比 ▲1.2%、同 ▲1.8%とマイナスに転じており、当面、国内デフレを軽減する効果は期待できない。

95 年 4 - 6 月期から 96 年 4 - 6 月期にかけての円安局面では、輸入物価は 14.9%上昇したが、今回(2000 年 10 - 12 月期 ~ 2001 年 10 - 12 月期)は 0.4%低下している。これは国際市況の動きを示す契約通貨ベースの輸入物価が 9.5%下落したことが主因である。

3. 短期経済予測～円安も不況・デフレの解決策にはならず

足許までの経済指標の実績値をベースに、四半期GDP短期予測（向こう半年間）を行った（表2）。前提条件と試算結果の主なポイントは以下の通り（2002年度実質GDP伸び率▲0.9%とした昨年12月発表の当部経済見通しとは予測基準が異なるため、単純に比較できるものではない）。

表2 短期経済予測

	2001		2002	
	7-9	10-12	1-3	4-6
国内総支出	-0.5	-0.6	0.1	0.0
民間最終消費	-1.7	0.5	-0.9	0.1
民間住宅投資	1.0	-1.5	-0.7	-0.4
民間設備投資	1.1	-2.1	-0.8	-1.3
公的固定資本形成	3.2	-6.6	5.0	-7.1
財貨・サービス輸出	-3.3	-2.4	-0.2	-0.5
財貨・サービス輸入	-4.6	-2.6	0.4	-0.9
国内卸売物価*	-1.0	-1.3	-1.0	-0.8
消費者物価*	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2
鉱工業生産*	-11.2	-12.7	-12.2	-11.1
完全失業率	5.1	5.5	5.7	5.8
米国実質GDP	-1.3	-1.0	-0.4	0.8

（注）GDP項目の四半期は季節調整済前期比、*印は前年同期比。

米国は暦年ベースの季節調整済前期比伸び率（年率換算）。

消費者物価は生鮮食品を除くベース。

	2001		2002	
	7-9	10-12	1-3	4-6
コールレート（無担翌日）	0.01	0.00	0.00	0.00
10年国債利回り	1.36	1.34	1.40	1.37
円ドルレート	121.8	123.7	131.0	133.0

→ 予測

為替レートは今後も緩やかな円安方向に進む。2002年1-3月期に131円、4-6月期には133円とした。

こうした円安下でも、財・サービス輸出及び国内卸売物価はマイナスの伸びが続く。

10,11月の家計調査が堅調だったことから、10-12月期の個人消費は前期比プラスとなる。それでも同時期の実質GDPはマイナスとなる。

鉱工業生産の二桁のマイナス、失業率の上昇、消費者物価下落幅の拡大が続き、日本経済はデフレスパイラル的状况が続く。

円安がGDP伸び率と物価にプラスに働くもののその効果は限定的で、マイナス成長とデフレからは脱却できない。

なお、上表の想定よりも更に円安が進むと仮定し、2002年1-3月期以降1ドル＝140円で推移した場合のシミュレートを行ったところ、2002年度の実質GDP成長率を0.2%ポイント、消費者物価上昇率を0.2%ポイント押し上げるに過ぎないという結果になった。一段の円安が起こってもマイナス成長とデフレからの脱却は難しいことが示唆される。