

円高による下押し圧力が懸念される日本経済

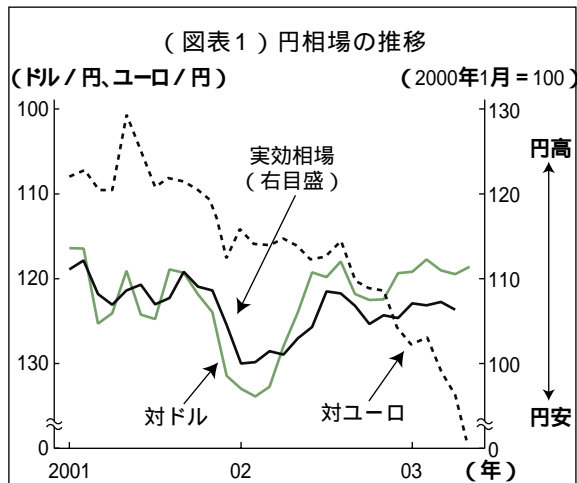
日本の景気は、後退懸念が強まっている。03年1～3月期の実質GDP成長率は、輸出の落ち込みなどから前期比横ばい（一次速報）となった。その後も、4月の鉱工業生産が前月比1.2%と2か月ぶりの減少となり、景気は停滞感を強めている。5、6月は生産予測指数での増加が見込まれてはいるが、4月までの落ち込みが大きかったことから、4～6月期の生産は前期比で横ばい程度にとどまる見込みだ。

今後の景気を占ううえでポイントとなるのは輸出の動向であろう。SARSの流行拡大には終息の兆しが見られるが、アジア経済への影響が強かった4～6月期の輸出は一段と減速した可能性が高い。

同時に、為替相場についても、円高が進めば輸出や企業収益へ悪影響を及ぼすことから、日本経済にとって気掛かりな要因と言えよう。

対ドルで円高が進む

最近の円相場の動きを見ると、02年初め頃からドルに対して円高が進んだ（図表1）。02年後半には一時、円安に振れる局面もあったが、暮れ頃からは再び円高が進み、03年入り



(注) 実効相場とは、主要輸出相手国通貨（15通貨、26カ国・地域）に対する為替相場を輸出金額のウエイトで加重平均したもの。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

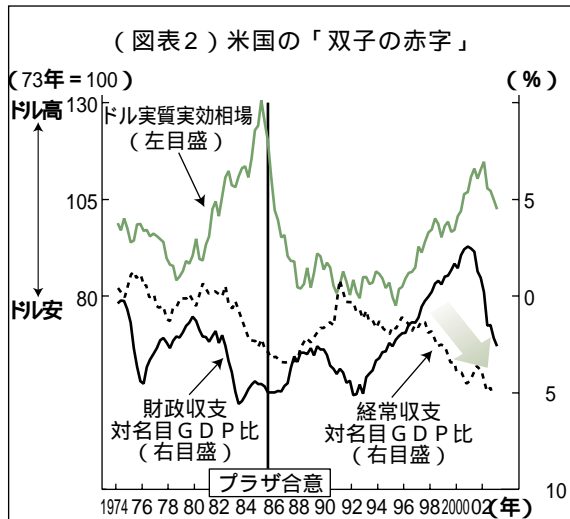
後は概ね1ドル110円台後半で推移している。一方、この間、円はユーロに対して一貫して下落しており、5月にはユーロ導入以来の安値を更新して1ユーロ140円台まで円安が進んだ。つまり、最近の為替相場の動きは、ユーロ>円>ドルの順に強く、円高というよりはドル安と表現する方が正確であろう。

このように、比較する通貨によって評価が大きく異なることもあるため、為替相場の変化が経済へ与える影響を考える際には、通貨毎にその国への輸出額でウエイト付けした実効為替レートを用いることが多い。日本の輸出は米国とアジア向けが全体の過半を占めており、アジア地域では通貨をドルと連動させている国が多いため、円の実効為替レートの動きは対ドル相場と概ね同じ動きをしている。ただし、変動幅を見ると、円が対ドルで02年初めの130円から110円台後半まで約1割上昇したのに対し、実効相場は対ユーロなどで円安だったことから6%程度の上昇にとどまっている。この間の為替変動が日本経済に与えた影響は、対ドル相場から受ける印象ほどには大きくなかったと考えられる。

「双子の赤字」問題の再燃でドル安に

とはいえ、内需不振の下で輸出に依存する日本経済にとってドル安がマイナス要因であることに変わりはない。

ドル安の背景には、米国の経常収支と財政収支の赤字、いわゆる「双子の赤字」と呼ばれる問題がある。経常収支の赤字は米国内の資金不足を表し、海外からの資金流入が途絶えると金利の上昇や株価の下落につながる恐れがある。そうした状況のなかで政府部門の赤字が大きく膨張すれば、さらに民間部門が深

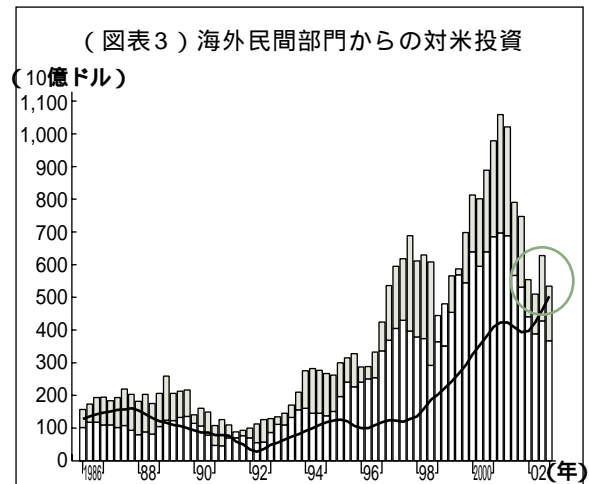


(注) 財政収支は4期移動平均値。
(資料) FRB、米財務省、米商務省

刻な資金不足に陥ることになる。

米国の経常収支と財政収支、ドル相場の推移を見ると、経常収支の赤字幅は90年代初め以降、拡大傾向にあったが、00年までは財政収支の改善が続いていたこともあって、好景気が続く米国に世界中から資金が集まり、ドルの実効相場は上昇した(図表2)。90年代後半以降、米国が「強いドル政策」を進めたことも、ドル相場を押し上げる要因となった。しかし、01年以降、米国景気の減速に加え財政収支が赤字に転じ「双子の赤字」への懸念が強まったことから、ドル相場は下落している。

「双子の赤字」問題は、80年代前半に初めて表面化した。当時、米国は高金利と財政拡大による「強い米国」政策を進めており、そうした中でドル高が進んだ。このため、輸出の減少と輸入の増加により経常赤字が拡大し、結果的にはドルの不安定化をもたらした。この時は主要国の合意の下、ドルの切り下げ(プラザ合意)によって経常収支の改善を通じたドル相場の正常化を図った。今回、「双子の赤字」の再燃からドル安が進んでいる背景には、当時の動きが連想される面もあろう。



(資料) 米国商務省

脆弱な経常赤字のファイナンスが不安定要因

昨今、米国を巡る資金の流れは再び不安定な状況にある。国内の資金不足を補うべき海外からの投資は、01年半ば以降、米国景気が低迷していることもあって減少傾向が顕著となっている(図表3)。最近では、海外の民間部門による対米投資額は経常赤字額とほぼ同水準まで落ち込んでおり、経常赤字をファイナンスする構造は極めて脆弱化している。

米国への資金流入の状況を地域別に見ても、90年代後半の主役であった欧州からの投資は大幅に減少し、日本からの投資も縮小傾向にある。これらの落ち込み分を、日本以外のアジア諸国からの投資や、中南米からの資金還流などでまかなっている状況である。

このようなドルの不安定さを考慮すれば、為替相場は今後もドル安に振れやすい状態が続くとみるべきだろう。

円高が進めばデフレスパイラルの恐れも

現在、1ドル110円台後半にある円ドル相場が一段と円高に向かった場合、日本経済にはどのような影響があるのだろうか。みずほ総研の

(図表4) マクロモデルによる試算 (単位: %)

		2003年度	2004年度
4 6月期以降 1ドル=110円 (約10円の円高)	実質GDP	0.25	0.44
	輸 出	1.46	2.41
	輸 入	0.15	0.73
	設備投資	0.51	0.89
	GDPデフレーター	0.11	0.25
4 6月期以降 1ドル=100円 (約20円の円高)	実質GDP	0.51	0.91
	輸 出	3.02	4.97
	輸 入	0.30	1.48
	設備投資	1.05	1.82
	GDPデフレーター	0.31	0.63

(注) みずほ総研マクロモデル(MMM)による試算。為替相場の変化幅は、前四半期平均の円ドルレート(119.2円)比。

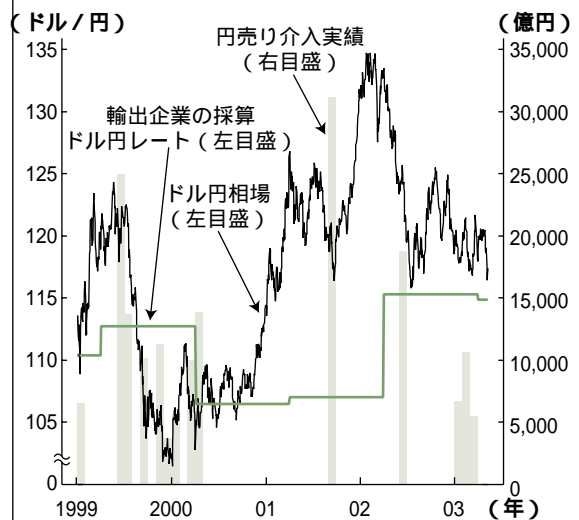
マクロモデルを用いて試算すると、03年1～3月期平均の約1ドル120円から10円程度円高が進んだ場合、主に輸出の落ち込みから03年度の実質GDPは0.25%ポイント、04年度は0.44%ポイント押し下げられる(図表4)。また、同じく20円程度円高が進み1ドル100円程度となれば、03年度の成長率は0.5%ポイント程度、04年度は1%ポイント近く押し下げられる。

こうしたマクロモデルによる試算は、企業が円高への抵抗力を強める努力をしてきたことなど、構造的な変化を十分には織り込めていない面もあるため、想定し得る最悪のケースとみておくべきだろう。しかし、当総研では為替相場が現状程度の水準で推移した場合でも、日本経済の03年度の成長率を0.6%、04年度には0.1%と厳しく予想しており(5月21日付け「2003・2004年度内外経済見通し」参照)、一段の円高が進めば、物価の押し下げ効果も相まって、デフレスパイラル入りが懸念されるほど深刻な景気の調整局面を迎える事態もあり得る。

輸出企業の採算レートを上回る円高は避けるべき

日本の通貨当局は、こうした事態を回避すべく、02年半ばの大規模な円売り介入に続き、03

(図表5) 採算為替レートと介入実績



(注) 介入実績は月単位の合計、財務省公表分のみ(03年3月分まで)。(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、財務省「外国為替平衡操作の実施状況」

年に入ってから、対イラク攻撃に伴うドル安圧力などに対し頻りに円売り介入を行い、輸出企業の採算レートを上回る円高を徹底的に阻止しようとしている(図表5)。当局がこのような強い姿勢を示したことで、最近では円高に歯止めが掛かっている。

米国政府としても、経常赤字をファイナンスする投資資金を呼び込むために、これまでの「強いドル政策」を維持すると表明している。しかし、米国経済はイラク戦後の足取りが依然として緩慢なうえ、デフレ懸念の台頭もあって、輸出の増加による景気回復のサポートとデフレ圧力の緩和という観点から、本音では現状程度のドル安傾向を歓迎しているという見方もある。

これまで為替相場の動きは米国政府の思惑が反映されることが多かっただけに、米国景気に本格的な回復の兆しが見られるまでは円高ドル安地合いが続き、輸出への悪影響を通じた日本経済への下押し圧力が根強く残ることが懸念される。

(武田 淳 TEL.03-3201-0210)