

景気・金利・為替の見通し ～株安のデフレ効果は円安効果で相殺～

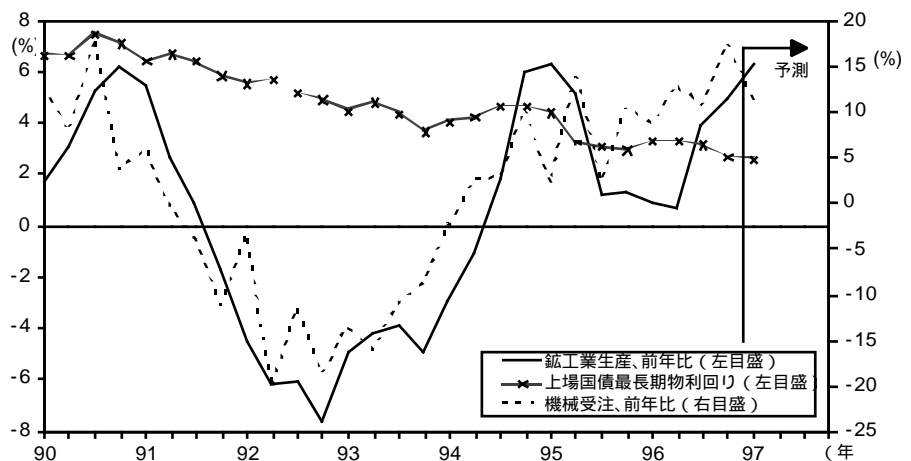
1. 足元の経済指標には想定以上の回復感があるものの、依然金融システム不安が重くのしかかる

足元の景気は、鉱工業生産、機械受注から判断する限り想定以上に強いといえよう。鉱工業生産は、10～12月が前年比で4.9%増と95年4～6月以来の高い伸びとなり、1～3月も予測指数等から判断すると、同6.3%増程度が想定される。また、機械受注についても、10～12月が前年比17.3%増と89年1～3月以来の高い伸びとなったうえ、1～3月も経企庁調査によると同11.3%増の予想だ。機械受注は、これで96年4～6月以降4四半期連続で2ケタ増を続けることになる。

1～3月については、当初、消費税率引き上げ直前の駆け込み需要が予想されたが、実際には自動車など耐久財を除いてはあまり出ておらず、それよりも円安のプラス効果の方が大きいようだ。円安の景気に与える影響については、マクロ経済モデルによると、10円の円安で輸出拡大、輸入抑制効果から実質GDPを0.3ポイント押し上げる効果があると推計される。96年度への影響に限定してみると、既に自動車の対米輸出増加などにその効果が出ているが、株価の下落による企業家マインドへの悪影響もあり、大企業ベースでは相殺されそう。ただ、輸入品との競合で苦境にあった中小企業にとっては、輸入品の価格競争力低下という視点からモデル以上にプラスの効果が出る可能性がある。

(第1図) 鉱工業生産、機械受注と上場国債最長期物利回りの推移

しかし、足元の景況感がいくら回復しても市場金利にはほとんど影響を与えておらず、1月後半以降の国債先物(中心限月)は利回りで2.7%前後、価格で125～126円台の高値圏で推移している。これは、消費税率引き上げから先行きの景気に対する警戒感が強く、加えて日本の金融システムに対する不安が高まり、株価が急落したこともあって、市場は「現状が政策金利引き上げのタイミングではない」とみているためだ。



(注1) 97年1～3月については、鉱工業生産は生産予測指数を基にした1～2月の前年比、機械受注は経企庁見通しの前年比、国債利回りは2月17日までの平均
(注2) 通産省「生産・出荷・在庫統計」、経企庁「機械受注統計」

YRIのメインシナリオで

も、コールレートの引き上げ(0.25%程度の引き上げ)時期は、消費税率引き上げの影響から景気が立ち直

この資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした上記日時における当社の意見です。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当社が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当社が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当社の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。
© 1997 Yamaichi Research Institute of Securities & Economics, Inc.

YRIフラッシュ (経済情報)

97年 2月26日
山一証券経済研究所

(景気・金利・為替見通し)

ったことが確認できた後、現状では7～9月の経済指標が発表される秋口以降の可能性が最も高いと判断している。このため債券相場は、益出しのための一時的な下落はあるものの、当面高値圏での推移が続きそうだ。国債先物(6月限)で、期末の益出しから利回り3.2%、121円前後まで売られる可能性があるものの、4～6月には平均で再び2.9%、124円あたりまで買い戻されるとみている。もちろん、秋口に市場金利の上昇やコールレートの引き上げがあるとしても、金融システムに対する不安は依然くすぶると考えられることから、公定歩合の引き上げは考えられない。公定歩合は97年度を通じて現状の0.5%に据え置かれる可能性が高い。

ただ、リスクシナリオとして、もう少し早い時期の金利上昇を考慮する必要がある(可能性20%)。少なくとも足元の経済指標が想定以上に良好であること、しかも消費税率引き上げ前の駆け込み需要が自動車などを除いてほとんど出でおらず4～6月の反動減があまり出ない可能性があること、などから、「消費税率引き上げの影響は一過性」との認識が夏前にも出始める可能性がある。その場合、長短金利差縮小にみられるように、既に長期金利は景気の腰折れをかなり織り込んでいると考えられるだけに、金利上昇へと基調が変わる可能性がある。リスクシナリオに対しては、5、6月あたりの景気指標が発表される時期が最も注意を要する。

2. 米利下げ局面は7～9月へと後ズレ

足元の米景気は予想以上に強い。96年10～12月の実質GDP成長率は前期比年率4.7%と2月号でのYRI見通し3.2%を大きく上回った。ただ、内訳をみると、航空機や穀物輸出の増加から純輸出の赤字が一時的に大きく縮小したことが寄与している。10～12月成長率への純輸出の寄与度は約2.2%と推計され、これと在庫投資を除く国内最終需要の推移は、96年1～3月4.1%、4～6月4.7%、7～9月1.7%、10～12月2.8%と減速傾向を示している。このため、大きな流れとして景気減速シナリオは変えておらず、次の金融政策の変更は利上げではなく、利下げとの見方も変えていない。

現在の景気拡大は97年2月で71カ月を経過しペントアップ・デマンドが一巡していること、家計の負債残高が積み上がっていること、在庫積み増しの動きが1～3月には終了すること、ドル高から輸出が10～12月ほど拡大する環境にないこと、などから景気の減速傾向は今後鮮明になる。ただ、そのまま景気減退へと向うのではなく、今後景気のカンフル剤が期待されることから、グロース・リセッションにとどまると判断している。過去、60年代、80年代の景気の長期拡大期には、ちょうど中間時点で何らかの景気のカンフル剤(60年代はベトナム戦争に伴う財政支出増、80年代はプラザ合意・ドル安政策による輸出の急増)があった。今回は、財政、輸出はともに制約がありカンフル剤に成り得ないが、インフレが非常に抑制されていることから、金融緩和がこれに代わって寄与しよう。

利上げ観測が市場に一部残っているものの、YRIでは次のFOMC(3月25日)で、利上げは行われないと予想している。ただ、金融緩和に向けては外需も含めて成長率が減速傾向を鮮明にする必要があることから、当初早ければ5月にも実施とみていた金融緩和は7～9月へと後ズレすると判断を変更した。市場金利は、現状では、景気が減速傾向を示す限り、低下すると考えられる。年央に向けて30年債利回りは6.0%に近づく展開が予想される。

この資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした上記日時における当社の意見です。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当社が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当社が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当社の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

© 1997 Yamaichi Research Institute of Securities & Economics, Inc.

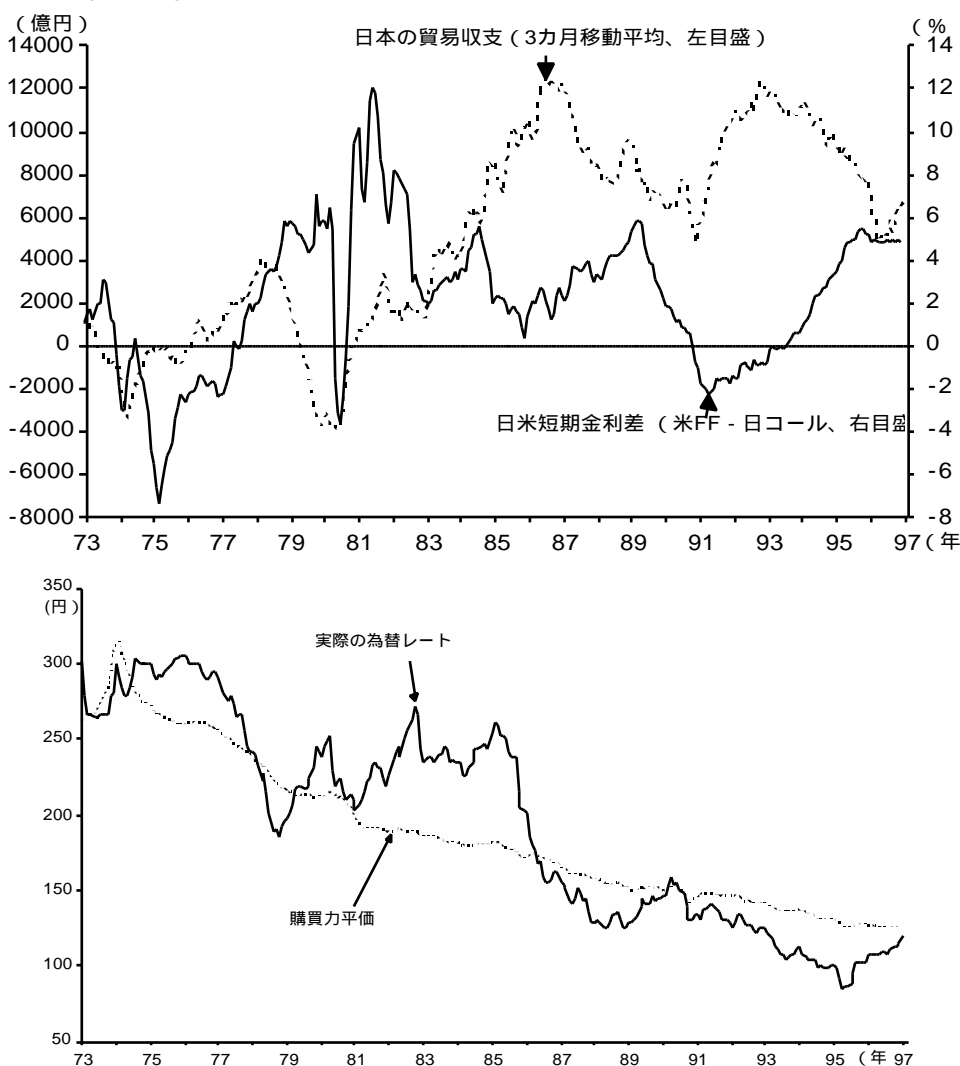
3. 為替は当面高値圏の推移だが、春以降ドル高の修正局面が到来へ

2月8日のG7では、事前の予想以上にはっきりした内容で「為替市場の不均衡は是正された」との議長総括を発表した。実際、G7前後の円ドルレートは1ドル=124円前後で、工業製品卸売物価でみた購買力平価(1ドル=123円)に見合った水準に達しており、ファンダメンタルズからみれば、既に割安状態は解消されている。しかし、外為市場では各国の結束の状況を試すかのように1ドル=124円台での推移が続いており、当面、介入警戒感からドルの上値は重くなったものの、過去10年間で最高水準近くに拡大している日米金利差もあり、120円台の推移が続こう。

(第2図) 日米短期金利差、貿易収支、購買力平価と円ドルレートの推移

ただ、春以降については、ドル高修正局面が訪れ1ドル=115円程度までドルが下落すると予想される。貿易収支はこのところ対米自動車輸出が急拡大していることもあり、短期的には拡大基調に転じている。しかも、日本の景気に対する過度の不安が解消されるにつれて、日米金利差も縮小する方向が見え始めると予想されるためだ。なお、特に、このままの対米輸出が続けば、米自動車メーカーの97年モデル最終販売時期にあたる5月前後が、ビッグ3の不満が一段と高まる懸念のある時期として、注意を要しよう。

(注1) 購買力平価は73年1~3月基準、日米工業製品卸売物価指数で計算、日銀、大蔵省、米労働省資料より作成



YRIフラッシュ (経済情報)

97年 2月26日
山一証券経済研究所

(景気・金利・為替見通し)

(第1表) 日米独の経済見通し (97年2月24日現在)

(単位: %)

		96.			97.		
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
日本	実質成長率(前期比年率)	-1.1	0.4	3.8	4.4	-3.9	3.4
	(前年比)	3.0	3.3	2.7	1.8	1.2	1.9
	消費者物価(前年比)	0.1	0.2	0.5	0.5	1.5	1.5
	經常収支(億ドル)	151	187	168	105	124	145
	公定歩合	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	コール無担翌日	0.48	0.47	0.48	0.49	0.48	0.48
	長期国債(先物、中心限月)	3.49	3.33	2.84	2.80	2.90	3.00
アメリカ	実質成長率(前期比年率)	4.7	2.1	4.7	1.4	0.7	0.4
	(前年比)	2.7	2.2	3.4	3.2	2.2	1.8
	消費者物価(前年比)	2.8	2.9	3.2	3.1	2.9	3.0
	經常収支(億ドル)	-402	-480	-390	-410	-400	-350
	公定歩合	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	4.75
	FFレート	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00
	30年国債	6.93	6.97	6.61	6.60	6.30	6.10
ドイツ	実質成長率(前年比)	1.0	2.2	1.7	2.1	1.9	2.0
	消費者物価(前年比)	1.3	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
	經常収支(億ドル)	-43	-73	-33	-31	-24	-50
イギリス	公定歩合	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	ロンバードレート	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	10年国債	6.47	6.33	5.88	5.70	5.70	5.70
WTI(ドル/バレル)		21.6	22.3	24.6	22.0	21.5	20.5

(注1) FFレートは誘導目標

(注2) ドイツの実質成長率、消費者物価は旧西ドイツ

(注3) 公定歩合、FFレート、ロンバードレートは期末。市中金利、WTIは期中平均

(注4) 經常収支はアメリカ、日本が季調値、ドイツが未季調値

(注5) 太線より右側が予測値

この資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的とした上記日時における当社の意見です。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当社が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当社が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当社の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

© 1997 Yamaichi Research Institute of Securities & Economics, Inc.