

# 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 / 注目される日銀による外貨資産の購入

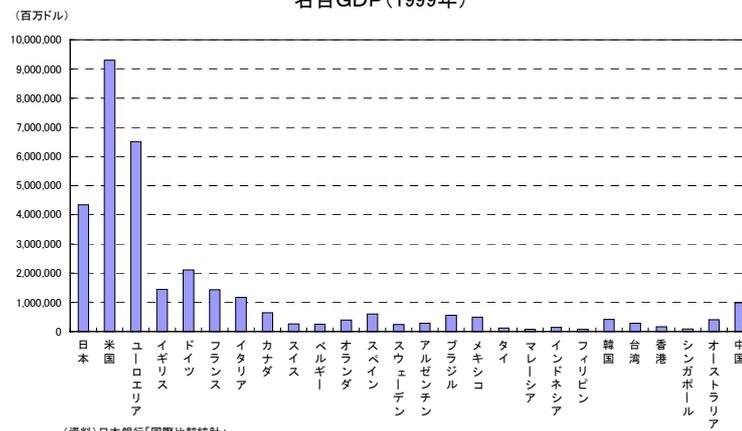
### < 金融為替市場の動き >

1. 金融市場では「構造改革の進展」と「景気重視への政策転換」の思惑が錯綜している。当面は 8/10 日に示される概算要求基準、補正議論の行方、改革工程表がどのようになるかが注目される。
2. 円ドルレートは、日米悪材料の綱引きの中で引き続き方向感を欠く展開が予想される。日銀による一段の金融緩和期待から円の先安観の根強い状況が想定されるが、米国経済の早期回復期待の後退などからドルの上値も限られよう。

### < 今週の焦点：注目される日銀による外貨資産の購入 >

1. 日銀による外貨資産の購入は、有効な円資金供給手段となる、為替が円安に振れ輸出を通じた需要も期待できる。しかし為替が円安にふれることで、アジア周辺諸国などからの反発は避けられず国際的な合意が課題であろう。

名目GDP(1999年)



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

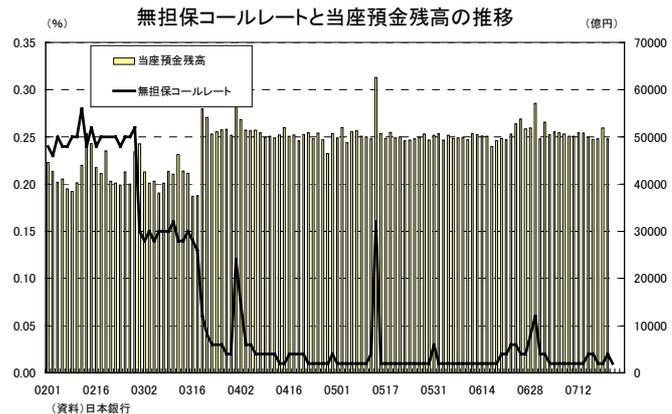
ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

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 >

### 短期金融市場の動向

日銀は 7/12～13 日の金融政策決定会合で全員一致で現状維持を決定した。政策のターゲットとしている当座預金残高を 5 兆円に維持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。ターム物金利は 7 月半ばまでは低下していたがそれ以降は期末資金などの需要から若干上昇している。



日銀の景気判断は 6 月、7 月と 2 カ月連続で下方修正した。7 月の金融経済月報では輸出の落ち込みから企業収益の悪化や設備投資の減少が鮮明になってきているため、6 月の「調整が深まりつつある」から「調整が深まっている」と下方修正をしている。

最近の政策委員の発言内容からは、日銀も年度後半から来年にかけての日本経済の最大のポイントは「米国経済の動向」と考えていることが伺われる。先週発表された米国 4-6 月期 GDP 発表後、米国経済の回復時期が遅れるとの見方が強まっている。日本経済の下振れリスクはさらに高まっていると言えるだろう。

日銀の景気判断の変化

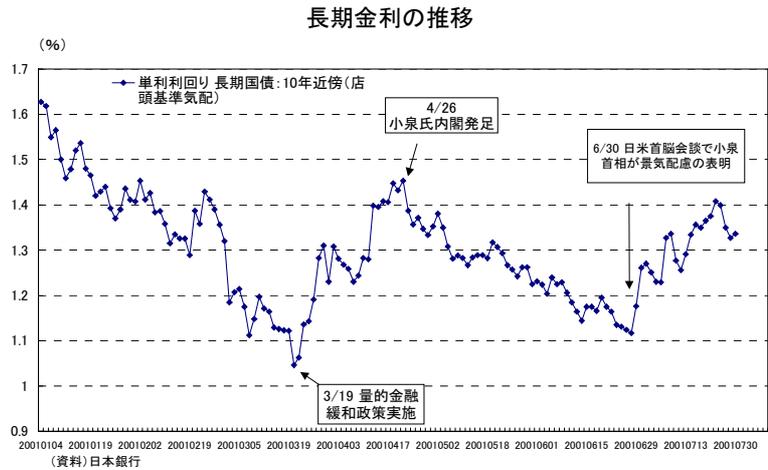
	現状判断	先月からの景気判断の修正方向
4月	輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。	↘
5月	輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある。	→
6月	輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある。	↘
7月	輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まっている。	↘

実体経済が悪化する中で、構造改革を進めるために、金融政策にデフレへの対応が迫られることは必至である。秋口に向け追加緩和策が実施される可能性が高い。

### 長期金融市場の動向

長期金利は 4 月半ばに 1.5%に上昇した後、6 月下旬にかけて低下した。小泉内閣発足に伴い、構造改革の進展でデフレ圧力がかかり、さらに国債発行が 30 兆円以下に抑制されて国債の需給環境も引き締まるとの見方が有力となったためだ。

しかし6月下旬以降、長期金利は上昇に転じ10年長期国債金利が1.4%となった。景気悪化の懸念が強まる中で、主要国首脳会議の場で「マイナス成長回避」を国際公約に掲げたことで、今後小泉内閣が景気重視の政策に転換させられてしまうのではないかという見方が強まったためである。



## 株式市場の動向

日経平均株価は小泉内閣発足直後は上昇したものの、その後は低下傾向が続いている。米国株価が軟調に推移している影響に加えて、国内では景気悪化が色濃くなる中、不良債権処理など市場が望む構造改革に進展の兆しが見えないことから値を下げ、参議院選挙後の7/30日にはバブル後最安値を更新し1985年1月以来の約16年ぶりの水準に落ち込んだ。

7/31日には、前日、小泉首相が構造改革に取り組む手順を示す「改革工程表」を8月中に提示するとしたことで、市場では着実に改革が進むとの安心感が広がり株価は持ち直した。

ただ、6月の完全失業率が過去最悪の水準に並んでいることに加え、企業業績の悪化懸念も収まっておらず、景気に対する先行き不透明感は依然として強い。

今後のマーケットの動向は「構造改革断行」と「景気重視への変換」の綱引きになりそうである。8/10日に示される概算要求基準、補正議論の行方、改革工程表がどのようなものになるかが当面の注目材料となるだろう。



## ＜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

日本経済の景気悪化が鮮明化する中、日本の通貨当局が円安を放置するとの見方が強まり、7月上旬には円の下値を試す場面がみられた。しかし、米企業業績の悪化や米国経済の先行き懸念からドルの上値も重く、米国金融市場への悪影響が懸念されたアルゼンチンの債務不履行問題の浮上をきっかけに円は126円/ドル台前半で下値を固める展開となった。

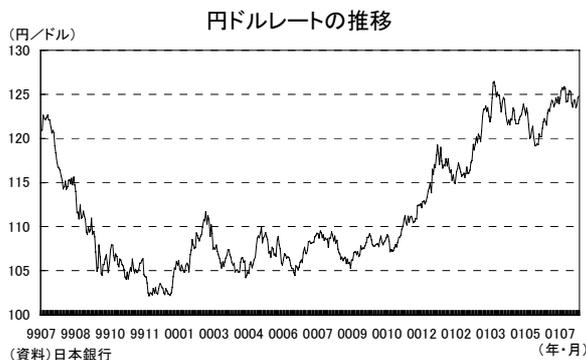
下旬にかけては、グリーンズパンFRB議長が議会証言で米国経済について厳しい見方を示したことやブッシュ大統領によるドル高のデメリットを指摘する発言から円が切り返す展開となり、122円/ドル台後半まで円高が進行した。その後、日本の鉱工業生産の低下や構造改革に伴う景気先行き懸念から再び円安に転じ、足もとでは124円/ドル前後での推移となっている。

構造改革に伴うデフレ圧力を緩和する政策として日銀による一段の金融緩和が期待されることから、引き続き円の先安観の根強い状況が想定される。しかし、米国経済についても4-6月期の実質GDP成長は年率0.7%と低成長が続いており、米国経済の早期回復期待の後退やドル高の米製造業への影響懸念を背景にドルの上値も限られよう。したがって、円ドルレートは、日米悪材料の綱引きの中で引き続き方向感を欠く展開が予想される。

#### (2) ユーロドルレート

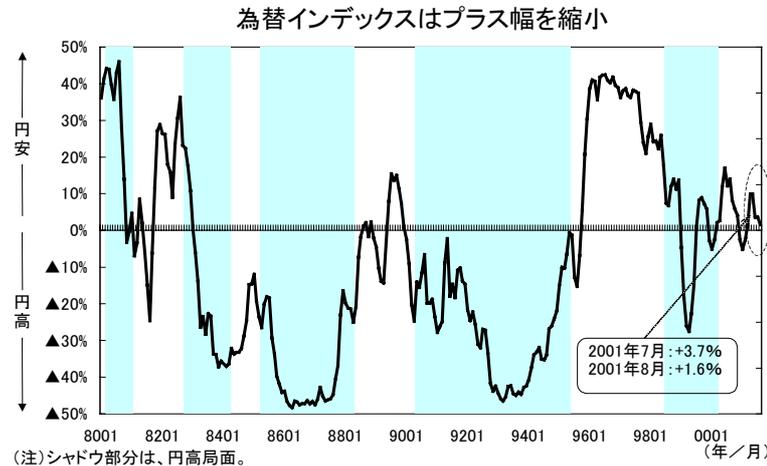
ユーロドルレートは、米企業の業績悪化やアルゼンチンの債務不履行問題を背景とするドル売りの流れから、1ユーロ=0.84ドルを底に上昇に転じている。7月中旬以降は堅調な推移が続き、足もとでは1ユーロ=0.88ドル前後で推移している。

ユーロ圏では景気減速とインフレの同時進行が懸念されていたが、ドイツの消費者物価上昇率が6月の前年比3.1%から7月には同2.7%に鈍化しており、先行きのインフレ懸念は後退しつつある。一方、ユーロ圏の景気減速懸念については、ドイツの6月のifo景況指数が89.5と96年8月以来の低水準となるなど依然として払拭されておらず、インフレの収束状況を確認しつつECBがどのタイミングで利下げに踏み切るかが注目される。



## 8月の為替インデックスは+1.6%とプラス幅を縮小

8月の為替インデックスは+1.6%と7月の+3.7%（改定値）に対して2.1ポイント低下した。為替インデックスは6カ月連続で円安局面を示唆しているが、円安サインは弱まっている。



実質短期金利格差要因は7月の為替インデックス比で - 1.8%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。米国では累次の利下げによりFFレートの誘導目標水準は 3.75%まで低下しており、日米実質短期金利差は大幅に縮小している。

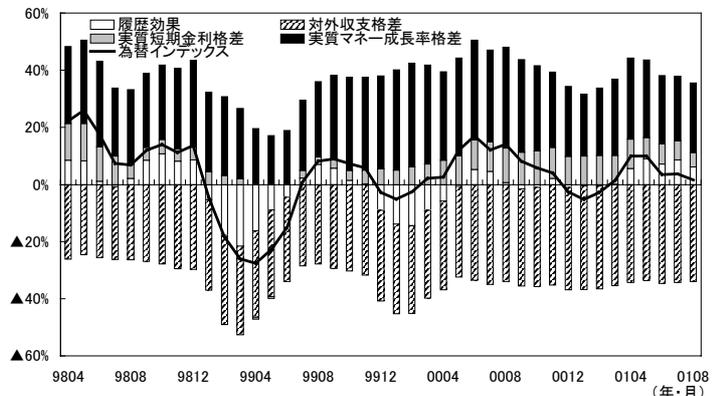
対外収支格差要因は前月比 + 0.2%ポイントの寄与となり、若干の円安要因となった。海外需要の減速を受けた日本の輸出の大幅な落ち込みが続く一方、米国の輸入が減少を続けており、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調にある。

マネー成長率格差要因は前月比 + 1.9%ポイントの寄与となり、円安要因となった。米国のM1（現預金）成長率は前年同月比プラスの動きに転じているが、これを上回って日本のM1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拡大している。このほか、履歴効果は前月比で - 2.4%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 8月	14.1%
2000年 9月	8.2%
2000年 10月	5.9%
2000年 11月	4.1%
2000年 12月	-2.6%
2001年 1月	-5.2%
2001年 2月	-2.8%
2001年 3月	1.6%
2001年 4月	10.0%
2001年 5月	10.0%
2001年 6月	3.5%
2001年 7月	3.7%
2001年 8月	1.6%

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：注目される日銀による外貨資産の購入 >

研究員 矢嶋 康次

参議院選挙も終わり、今後はイメージ先行であった小泉内閣の「構造改革」が具体化されることになる。構造改革は中長期的には日本の経済力を引き上げると考えられるが、短期的にはデフレ圧力が生じる。財政支出の拡大は構造改革と整合性が難しく、デフレへの対応は金融政策が一身に背負わされることになるだろう。

実体経済が厳しさを増す中、構造改革の具体的なスケジュールが示される秋口に追加金融緩和策が実施される可能性が高い。現在までの決定会合での議論や政策委員の発言等から判断して、政策ターゲットの当座預金残高（現在 5 兆円）の引き上げが行なわれ、それに伴う新たな資金供給手段として「長期国債の買い取りオペの増額」が決定されることとなるだろう。

しかし民間の資金需要がない中では、当座預金残高を引き上げて、長期国債で資金供給を行なったところで銀行の貸出が増加して、マネーサプライが増加するなど経済が浮揚することはほとんど期待できない。さらに実効性のある政策発動が日銀に強く求められることは必至である。

そのような中、日銀による外貨資産の購入が注目されている。

現在注目されている策

オペ対象の拡大	社債などリスク資産へオペ資産を拡大する
民間への信用供与	直接民間に資金提供を行なう。間接的には不良債権買取機構などへの拠出
外貨資産の購入	日銀が外貨購入を通じて円資金供給を行なう

### 外貨資産の購入が注目されるわけ

#### 有効な資金供給手段

外貨資産の購入とは、資金供給手段として、日銀が銀行部門から米国債券などの外貨資産を購入しその代金を円で供給するというものである。<sup>1</sup>

当座預金引き上げに伴い日銀が資金供給量を増加させる必要が生じるが、現在のオペでは札割れが発生するなど資金供給が必ずしもうまくいかない可能性がある。しかし、為替レートは無限に減価することが可能なので、外貨資産の購入では、ほぼ確実に当座預金増加の資金供給を行なうことが可能である。

<sup>1</sup> 日本銀行法第 40 条には、「必要に応じ自ら、又は第 36 条第 1 項の規定により国の事務の取扱いをする者として、外国為替の売買を行うほか、...、外国為替の売買を行うことができる。」とされており、これから日銀自らが、外貨（もしくは米国債券などの外貨資産）を直接購入し円の資金供給を行うことができるとの解釈も可能と思われる。

## 円安期待

外貨資産の購入が注目されている最大の理由は、有効な資金供給手段になるということ以上に「円安」による需要拡大や企業収益の増加が期待できるからである。

日銀がドル資産を購入すれば、為替市場でドル需要が増加し、逆に円の供給が増える。これは「介入」とまったく同じ効果が期待でき、円ドルレートは円安に振れる。

為替が円安になれば、輸出増加から企業収益の増加、生産活動が活発になることが見込まれる。また為替は物価に直接影響しているため、国内物価上昇にプラスに作用することは確実で、長期国債買い取りオペを実施してもどれだけ行なえば物価上昇が生じるのか不確実なのは大きく違っているという点でも効果が比較的期待できる。

## 世界第2位となっている日本に国際社会は理解を示すのか

実体経済が厳しい状況にある中で、構造改革によるデフレ緩和を円安を通じて緩和させようとしても、外需の国内総生産に占める割合は比較的小さいため、かなりの円安水準が必要である(当研究所のマクロモデルでは10円の円安でGDPを0.3%押し上げる)。

97~98年に日本が円安に振れたことがアジア通貨危機をより深刻にした事実はまだ記憶に新しい。日本の経済規模が大きいだけに周辺諸国への影響は大きく、反発は避けられないだろう。

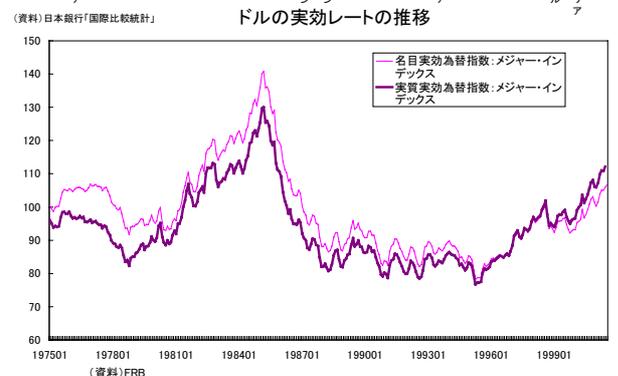
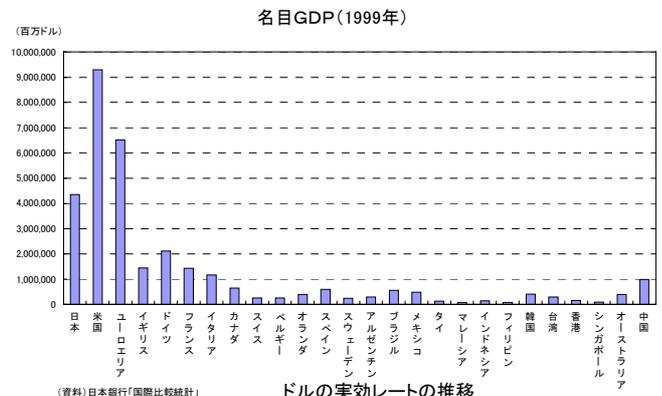
また現在のところ理解を示している米国もドル高政策を転換する可能性がある。

先のG7や日米首脳会談では、日本の不良債権処理が最重要課題であると共通認識がもたれた。その不良債権処理から発生するデフレ圧力を緩和するための円安政策であれば一応の理解は得られるだろう。

しかし米国経済の回復時期についてもここにきて後ずれするとの見方が支配的になってきており、米国の景気の動向如何では従来のドル高政策の修正がなされる可能性が高い。

ドルの実質レートは95年くらいから上昇し足元ではプラザ合意の水準に近づいている。実際ブッシュ大統領も「ドル高は米国経済にとって利益でもあり、問題でもある」と発言しているように、今以上にドル高円安となれば輸出産業への影響が深刻となり、政治的にドル高円安を修正する動きが強まる可能性が高い。

国際的な理解が前提となるが、有効な資金供給手段である上に、円安を通じた需要増が期待できることから、日銀による外貨資産の購入が注目されている。



(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證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。