

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

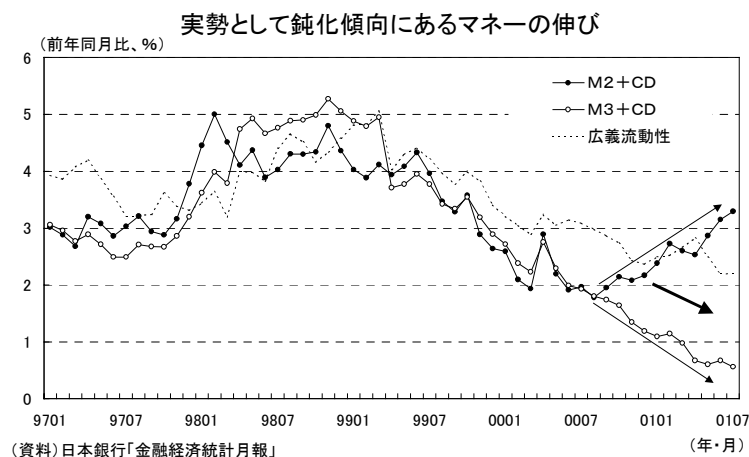
金融為替市場の動き / 実勢として鈍化傾向にあるマネーの伸び

< 金融為替市場の動き >

1. 9/18~19日に金融政策決定会合が行われるが、8月に追加金融緩和に踏み切っているだけに、様子見となる公算が高い。ただし株価動向によっては動かざるを得ない状況となる可能性も残る。
2. 円ドルレートは、短期的には円安に振れやすい状況が想定される。しかし、累次の米利下げにより日米金利差が大幅に縮小していることなどから中期的には円高トレンドに転じるリスクが高まりつつあると判断される。

< 今週の焦点：実勢として鈍化傾向にあるマネーの伸び >

1. 「M2+CD」でみたマネーサプライは拡大傾向にあるが、複数のマネー指標を用いて総合的に判断すると、マネーの伸びは実勢として鈍化傾向にあるとみられる。
2. 今後「M2+CD」の伸びも鈍化傾向に向かうものと予想されるが、日銀の量的金融緩和が不足しているからではなく、あくまでも実勢に回帰していく動きと捉えるべきである。



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 ＞

追加緩和が実施されたが、一向に弱まらない緩和要求

日銀は8/13～14日の金融政策決定会合でターゲットとしている当座預金残高を5兆円から6兆円に引き上げた。これに伴って資金供給手段として、長期国債買い切りオペをこれまでの月額4000億円から6000億円に増額した。

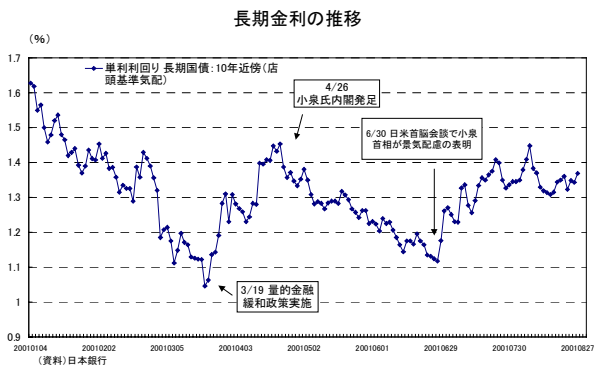
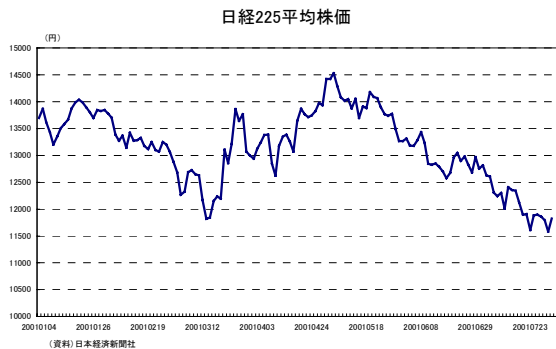
一段の量的緩和策に踏み切った背景には、政府からの緩和圧力や最近の株価急落への強い危機感があった。多くの市場参加者が政策変更の見送りを予想する中で、先手を打って緩和策の拡充を打ち出し、意外感を与えることで、心理面からの景気下支えを狙った。

しかし、残念ながら株価は追加緩和後もバブル崩壊後の最安値を更新し続けるなど日銀が期待する結果とはならなかった。

また政府からの圧力も一向に弱まろうとしていない。自民党内部では、日銀法改正研究会が開かれた。日銀にインフレ目標やマネーサプライ見通しの提示の義務づけを可能とする日銀法の改正案を議員立法で秋の臨時国会に提出することが打ち出された。また昨今検討されている緊急経済対策案でも日銀に対してインフレーションターゲットの導入が盛り込まれるなど「日銀包囲網」は強まっている。

現状のところ日銀はインフレーションターゲット導入に対しては、調整インフレにつながりやすいなどの理由から繰り返し否定的な見解を示している。今後の追加緩和について速水総裁は会見で「当座預金の引き上げ+長期国債買い切りオペの増額で対応」と指摘している。しかし、銀行の貸出行動が変化していない中では追加緩和効果は極めて限定的である。失業率5%、消費者物価が2カ月連続下落、株価下落など景気悪化、デフレ、マインド悪化が強まる中では「日銀に強力な一手」という追加要求は増すばかりである。

9/18～19日に金融政策決定会合が行われるが、8月に追加金融緩和に踏み切っているだけに、様子見となる公算が高い。但し株価の動向如何によっては、動かざるを得ない状況となる可能性もある。



< 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

8月上旬以降、米F R Bの地区連銀経済報告で製造業を中心とする景気悪化の拡がり指摘されたことや、IMFの米国経済に関する年次報告で米経常収支赤字の持続可能性の問題からドル下落リスクが指摘されたことなどを背景に緩やかなドル高修正が進展した。足もとでは、円買い介入への警戒感から円の上値が押さえられ、118～121円/ドルの狭いレンジでの推移が続いている。

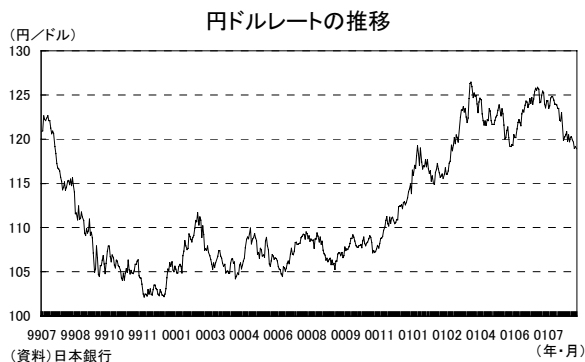
国内要因としては中間決算を控えた本邦勢の資金還流の動きがみられ、株価下落を背景に決算対策のための海外資産売却の動きが連想されたこともあり、円高要因として作用した。

先行きについては、中間決算を控えた資金還流の動きが一巡することや、4-6月期の実質GDP成長率が大幅なマイナスとなったことで日本経済の悪材料が再び意識されやすくなることから、短期的には円安に振れやすい状況が想定される。しかし、累次の米利下げにより日米金利差が大幅に縮小していることや、米経常収支赤字が高止まる一方、国内需要減少を背景とする輸入減少から日本の経常収支黒字が再び拡大に向かうと予想されることなどから、中期的には円高トレンドに転じるリスクが高まりつつあると判断される。

(2) ユーロドルレート

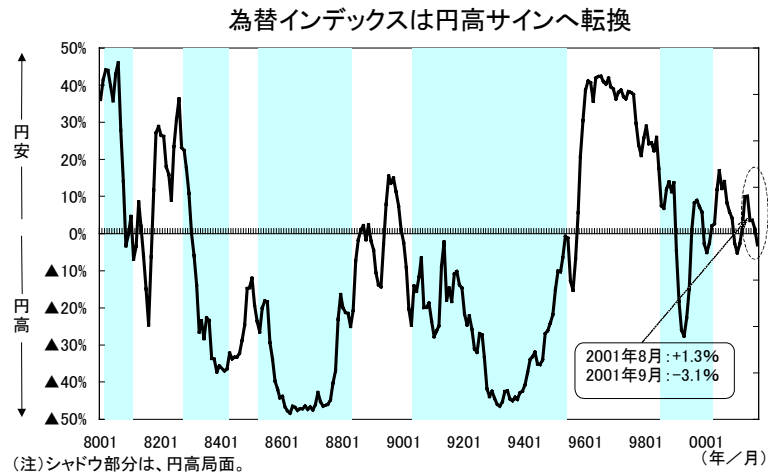
ユーロドルレートは、8月上旬以降ドル高修正の動きを背景に1ユーロ=0.90ドル台を回復する展開となった。4-6月期のドイツのGDP成長率が前期比横這いとなるなどユーロ圏経済の景気減速が鮮明化しつつある一方、8月の米N A P M景気指数の改善が示されたこともあり、足もとでは再び1ユーロ=0.90ドル台割れとなっている。

E C Bはインフレが収束に向かうとの見通しから8月30日に0.25%の利下げを決定し、景気に軸足を置く政策スタンスが示された。今後、利下げによる景気下支え効果が期待されることや、ユーロ圏のインフレ率の低下が明確になればE C Bの利下げ余地が高まるため、ユーロは日米経済に比べ比較的良好な経済ファンダメンタルズを背景に底堅い展開が予想される。



9月の為替インデックスは - 3.1%と円高サインへ転換

9月の為替インデックスは - 3.1%と8月の+ 1.3%（改定値）に対して4.4%ポイント低下し、円高サインへ転換している。



実質短期金利格差要因は8月の為替インデックス比で - 2.4%ポイントの寄与となり、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3.5%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。

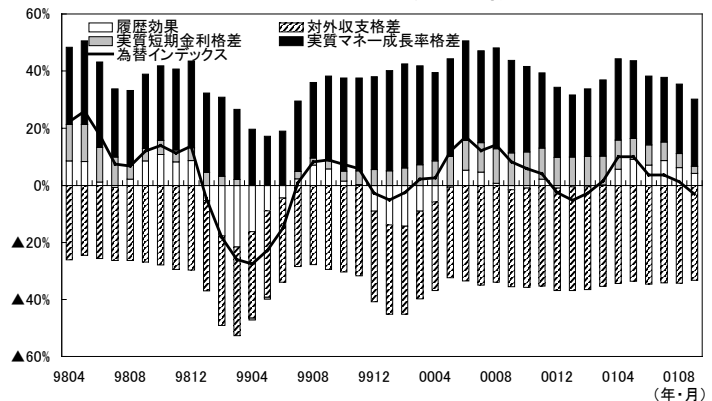
対外収支格差要因は前月比 + 1.0%ポイントの寄与となり、若干の円安要因となった。海外需要の減速を受けた日本の輸出の大幅な落ち込みが続く一方米国の輸入の減少から、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調にある。

マネー成長率格差要因は前月比 - 0.8%ポイントの寄与となり、円高要因となった。米国のM1（現預金）成長率は拡大傾向に転じているが、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 - 2.1%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 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	3.6%
2001年 8月	1.3%
2001年 9月	-3.1%

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RE P O R T」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：実勢として鈍化傾向にあるマネーの伸び >

研究員 岡田 章昌

2001年3月以降、日銀の金融政策の操作目標が「金利」(コールレート)から「量」(日銀当座預金残高)に変更されている。量的金融緩和は「物価 = お金で測った物の価値 / お金の量 / 物の量」という関係が成立することを暗黙に想定したものである。

しかし、一言で「お金」(マネー)と言っても何をマネーととらえるかは難しい問題である。すぐに思い付くのは紙幣や貨幣であるが、預貯金も簡単に引き出して使えることから紙幣や貨幣との違いは小さく、マネー量の把握にはこのような問題が付きまとう。

実際には複数のマネー指標が定義されており、単一の指標だけで判断することは難しい。

マネーサプライとは？

マネーサプライとは金融機関以外の経済主体が保有する「マネー」(お金)の総量を示すものであり、経済全体でどれくらいのマネーが必要され、金融機関によりどれだけ供給されているかを表わすものである。

「マネー」としてどのような金融商品を含めるかによって、「お金」としての経済活動における有用性の高い順に「M1」、「M2+CD」、「M3+CD」、「広義流動性」の4つのマネー指標が日本銀行より公表されている(右表参照)。

表. マネーサプライ統計の定義

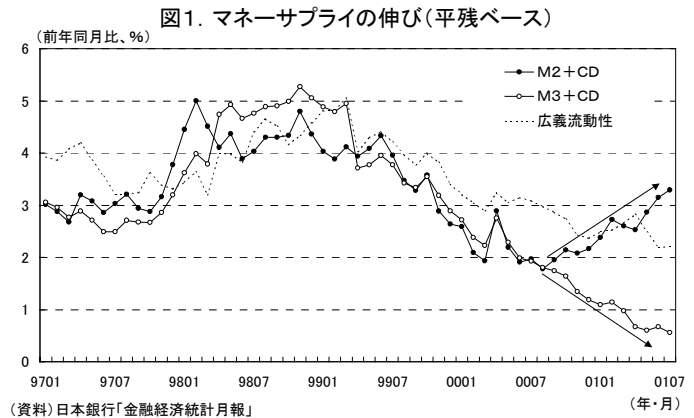
マネー指標	対象金融商品
M1	・現金通貨(銀行券、貨幣) ・預金通貨(当座預金、普通預金等)
M2+CD	・準通貨(定期預金等) ・譲渡性預金(CD)
M3+CD	・郵便貯金 ・その他の金融機関貯金 ・金銭信託
広義流動性	・金銭信託以外の金銭の信託 ・投資信託 ・金融債 ・金融機関発行CP ・債券現先・現金担保付債券貸借 ・国債・FB ・外債

(資料)日本銀行調査統計局「マネーサプライ統計の解説」

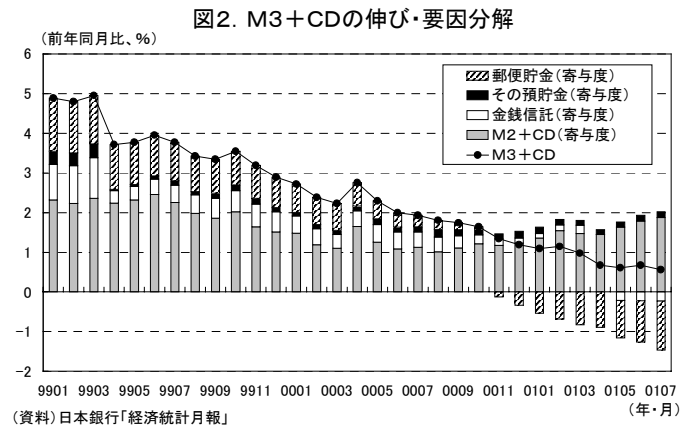
景気や物価との関連では「M2+CD」が重視され、景気動向指数(内閣府)の先行指標の一つに採用されている。一般にマネーサプライという場合には「M2+CD」を指し、これによりマネーの量が増加しているかどうかを判断することが多い。しかし、一つのマネー指標だけでは金融商品間の資金シフトにより見かけ上マネーの増減が生じているだけということもある。例えば、郵便貯金が減少したとしてもその分銀行預金が増えるのであれば、経済活動で利用可能なマネーの量は変わらないであろう。したがって、複数のマネー指標を用いてマネーの伸びの実勢を総合的に判断する必要がある。

マネーの伸びは「M2 + CD」で拡大傾向、「M3 + CD」で鈍化傾向

図1は、「M2 + CD」、「M3 + CD」、「広義流動性」の3つのマネー指標について前年比の伸び率をみたものである。これをみると、1999年度までは大まかにみて同じような動きを示しているが、2000年度以降、「M2 + CD」では拡大傾向、「M3 + CD」では鈍化傾向と対称的な動きとなっている。このような場合には、先に指摘したように金融商品間の資金シフトが疑われる。



これをみるために、「M3 + CD」の伸びについて要因分解をしてみると(図2)郵便貯金が減少方向に寄与する一方、「M2 + CD」が増加方向に寄与しており、郵便貯金から「M2 + CD」へ資金シフトが生じているものと判断される。このような動きの背景には、1990～91年度に預けられた郵便貯金(定額貯金)が2000～2001年度にかけて大量



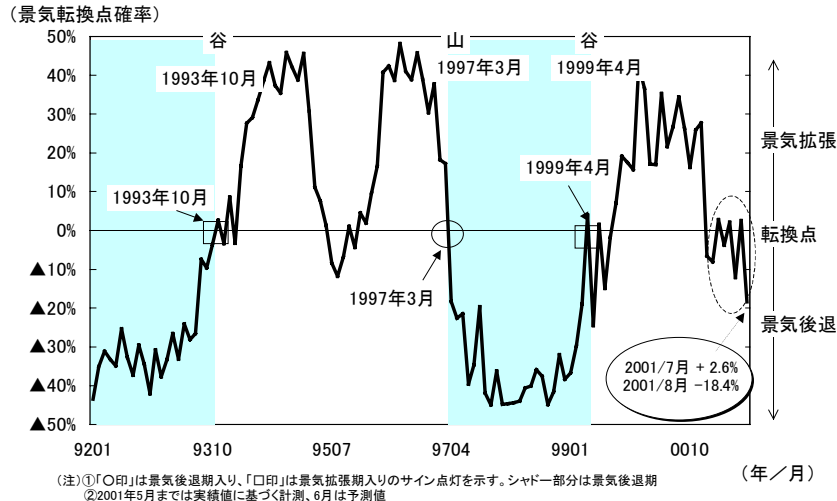
満期を迎えており、2001年7月までに払い戻された約80兆円の半分弱が郵便貯金から資金流出して銀行預金など「M2 + CD」の対象となる金融商品に移動していることがある。このような資金シフト要因の影響を除くために「M3 + CD」や最も広く定義されているマネー指標である「広義流動性」でみれば伸びが鈍化しており、マネーの伸びは実勢として鈍化傾向にあると判断される。

今後定額貯金の満期到来に伴う払い戻しの動きが一服するにつれ、このような「M2 + CD」と「M3 + CD」の伸びの乖離は徐々に縮小に向かうことであろう。これに伴い「M2 + CD」の伸びも鈍化傾向に向かうものと予想されるが、日銀の量的金融緩和が不足しているからではなく、あくまでも実勢に回帰していく動きと捉えるべきである。

足もとでは「M2 + CD」は拡大傾向にあるが、これは郵便貯金の満期到来に伴う資金シフトによるものであり、家計の金融資産が郵便貯金か銀行預金かで消費者の行動が大きく変わるとは考えられない。資金シフトで「M2 + CD」が伸びても実体経済への効果はほとんどなく、日銀当座預金残高を増加させるという量的金融緩和の効果はこれまでのところマネーサプライ統計からは確認できないといえる。

< ニッセイ基礎研インデックス >

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 7月 : +2.6%、8月 (予測値) : -18.4%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP 二面 支出面		為替インデックス
	水準	水準	前期比	前期比	前期比	水準
00/9	26.3%	99.7	▲1.5%	▲0.2%	0.2%	8.2%
00/10	16.2%	100.7	1.0%	0.2%	0.5%	5.9%
00/11	25.9%	100.2	▲0.5%	▲0.1%	▲0.3%	4.1%
00/12	27.7%	103.3	3.4%	0.4%	▲0.2%	-2.6%
01/1	-6.7%	100.5	▲3.0%	▲0.9%	▲0.4%	-5.2%
01/2	-8.1%	102.8	2.3%	2.1%	2.3%	-2.8%
01/3	2.8%	102.0	▲0.8%	▲0.7%	▲2.2%	1.6%
01/4	-3.8%	101.4	▲0.6%	▲0.6%	0.7%	10.0%
01/5	2.2%	101.1	▲0.2%	▲0.7%	▲0.7%	10.0%
01/6	-12.1%	101.3	0.2%	▲0.5%	▲0.8%	3.5%
01/7	2.6%	100.3	▲1.0%	▲0.2%	0.1%	3.6%
01/8	-18.4%					1.3%
01/9						-3.1%

(注1) NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/5月に過去に遡及してデータを改訂
(注2) ニッセイ為替インデックスは、米国のGDPの改訂にともない遡及改訂(2001年8月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年8月24日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年8月24日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)