

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

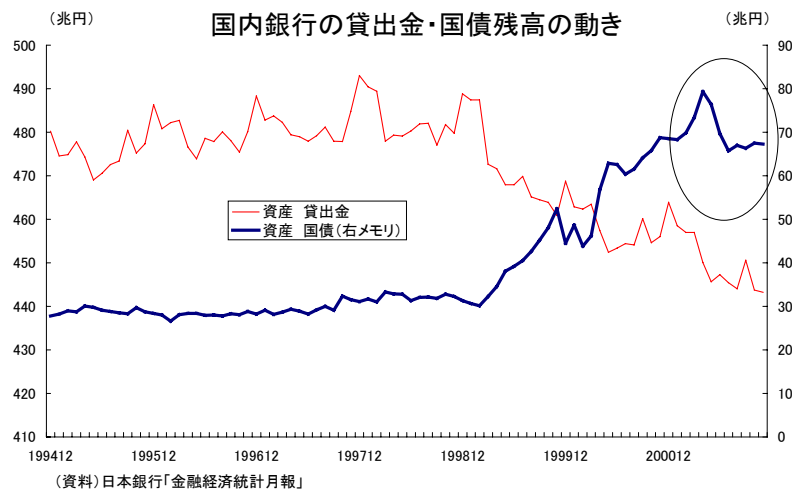
金融為替市場の動き / 金利上昇圧力が高まる債券市場

< 金融為替市場の動き >

1. 年度末に向け信用リスクの高まりが予想され、追加緩和策(日銀当座預金残高の引き上げ)が実施される可能性が高い。今回の決定会合で決まった買入オペの対象拡大の措置は今後の資金供給手段の確保のためと考えられる。
2. 円ドルレートは、ドルの上値は徐々に重くなりつつあるがドル高基調は根強く、131~135円/ドルのレンジで一進一退の推移となっている。

< 今週の焦点：金利上昇圧力が高まる債券市場 >

1. 国債の最大保有主体である国内銀行部門は、金利上昇リスク回避から国債残高の減少・短期化を進めている。
2. 小泉内閣の財政再建路線の行方が今後の長期金利の趨勢を大きく左右する。その試金石が不良債権処理であり、市場が年度末までに「不良債権処理が遅れている、先送りだ」との判断を下せばさらなる金利上昇の可能性が高い。



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 >

研究員 矢嶋 康次

追加緩和策への布石：国債買い切りオペ対象の拡大

日銀は1/16日、オペ対象資産・適格担保の拡大、国債買入オペの対象銘柄選定ルールの見直し、手形オペの対象先選定方式の見直しを決定した。これについては昨年12/19日の会合でその方向性が示されていたものであったが、国債については今回初めて示されたもので、市場では予想外として受け止められた。

従来の買入オペの対象は「利付国債のうち発行後1年以内のものを除く」であったが今回「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」に変更されオペの対象が大幅に拡大した。現在、札割れが頻発してはいるものの、当座預金残高目標額は維持されている。今回の措置は、年度末に向けて信用リスクへの対応のために当座預金残高の引き上げという一層の量的金融緩和策の実施が予想され、その資金供給手段の事前準備であると考えられる。

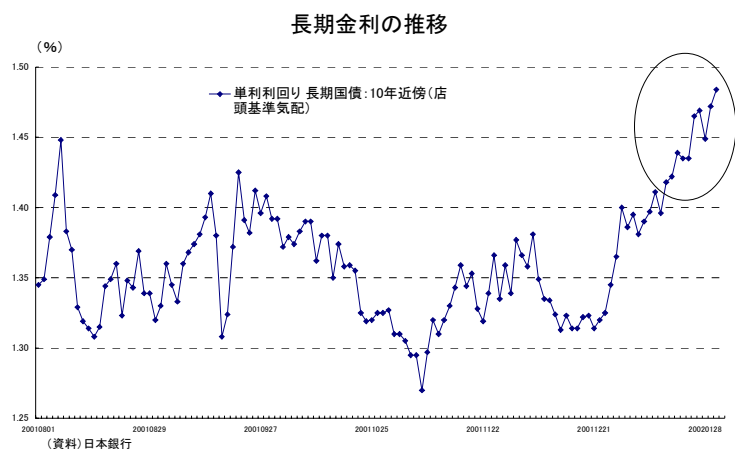
中期経済財政展望は、2003年度にデフレ脱却

1/18日に経済財政諮問会議で「構造改革と経済財政の中期展望」が取りまとめられた。この中でデフレ脱却の時期が2003年度と明記された。竹中大臣は、デフレ脱却には量的緩和だけではなく政府による需要創出も必要と発言しており、「日銀に何でもありの対応を求めるべきだ」という意見に対しては一定の配慮はなされるだろう。しかし速水総裁自体この会議メンバーであり、日銀法第4条（日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない）に基づいて日銀政策への圧力が予想され、金融政策も何らかの対応が求められることは確実である。

長期金利は1.4%台へ

国債10年物金利が約3カ月ぶりに1.4%を超えた。最近1.4%が金利の上昇の壁であるとの認識があったが、あっさり抜け足もと1.4%後半の推移となっている。

昨年末から日銀による潤沢な資金供給が長期金利にはきいていない。景気悪化、デフレ傾向もさらなる財政支出の可能性をマーケットが嫌気し、長期金利上昇要因として受け止められている。さらに円安傾向が日本売りを連想させ長期金利の上昇圧力が強い状況が続いている。



< 為替市場の動き >

研究員 岡田 章昌

足もとの為替レート動き

(1) 円ドルレート

円ドルレートは、ドルの上値は徐々に重くなりつつあるがドル高基調は根強く、131～135円/ドルのレンジで一進一退の推移となっている。

1月中旬にかけては、中国人民銀行総裁や韓国財政経済相が急速な円安に対して不快感を表明したことや、日本の通貨当局の円安に対するスタンスが消極化したことなどを背景に、急速に進展した円安が修正された。しかし、中旬以降は、12月の米小売売上高が堅調な結果となったことや米10-12月期の実質GDPが予想外のプラス成長となったことなどから米国経済の底入れ観測が強まり、ドルの上値を試す展開となった。足もとでは、ユーロ安を背景に水準が調整される場面も見られたがドル高基調は根強く、133～135円/ドルで値動きの激しい展開となっている。

米国経済ではマインド面での改善だけでなく、実体面でも下げ止まりの兆しが確認されつつあり、米景気底入れ観測がドルの下値を支えることになるであろう。一方、円安を巡る外圧への配慮から日本の通貨当局の円安に対するスタンスが微妙に変化しているものとみられ、また決算期末を控えたりパトリによる円買い需要も見込まれており、円の下値も限定的となってくるであろう。以上の要因から130～135円/ドル程度でのレンジ相場を見込むが、ドルの上昇余地をみる上で消費を中心とする米国経済の実体面の改善が持続するかどうか注目される。

(2) ユーロドルレート

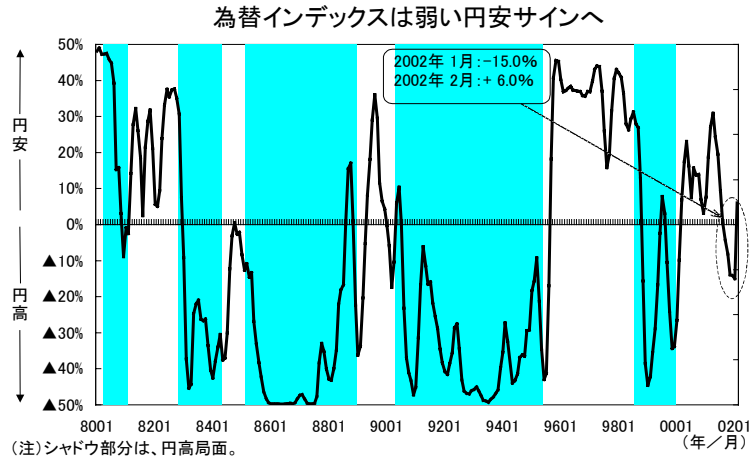
ユーロドルレートは、貨幣流通開始を背景とするユーロ先高観の剥落や、米欧景況格差の拡大を背景に、年初の相場急騰に対する調整局面を迎えており、足もとでは1ユーロ=0.86ドル台で推移している。

ユーロ圏経済についても12月の景況感指数が小幅改善するなど景況悪化に歯止めがかかりつつあるが生産活動は依然として弱く、景気低迷を背景にユーロの上値の重い展開が予想される。しかし、ユーロ圏の消費者物価上昇率の鈍化によるECBの政策金利引き下げ余地を下支えに、ユーロの下値不安は薄らいでいくであろう。



2月の為替インデックスは+6.0%と弱い円安サインへ

2月の為替インデックスは+6.0%と1月の-15.0%に対して21.0%ポイント上昇し、急速な円安進行による履歴効果を主因に、弱い円安サインへ反転している。



実質短期金利格差要因は1月の為替インデックス比で横這いとなり、中立要因となった。日米実質短期金利差の逆転は続いているが、米国においてもデフレの兆候がみられる。これにより累次の利下げによるFFレート低下の効果が一部相殺され、米実質短期金利は下げ止まりつつある。

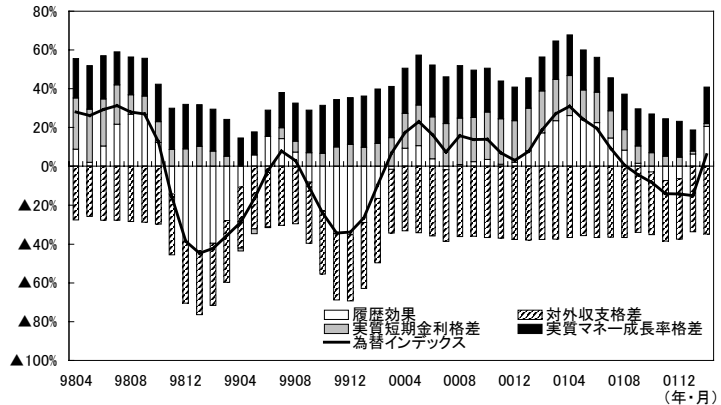
対外収支格差要因は前月比-1.2%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。所得収支の黒字増大を背景に日本の経常収支黒字の拡大基調が鮮明化しつつあることから、日米経常収支対名目GDP比格差は拡大している。

マネー成長率格差要因は前月比+7.9%ポイントの寄与となり、円安要因となった。日本のM1成長率が拡大傾向にある一方、FRBの大幅な金融緩和の効果の一巡から米国のM1（現預金）成長率は若干鈍化しており、日米マネー成長率格差が拡大した。このほか、履歴効果は急速な円安進展を背景に前月比で+14.3%ポイントの寄与となり、引き続き大幅な円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2001年 2月	18.7%
2001年 3月	27.1%
2001年 4月	30.9%
2001年 5月	24.2%
2001年 6月	19.5%
2001年 7月	9.2%
2001年 8月	0.6%
2001年 9月	-4.4%
2001年 10月	-8.2%
2001年 11月	-13.9%
2001年 12月	-14.2%
2002年 1月	-15.0%
2002年 2月	6.0%

為替インデックスの要因分解



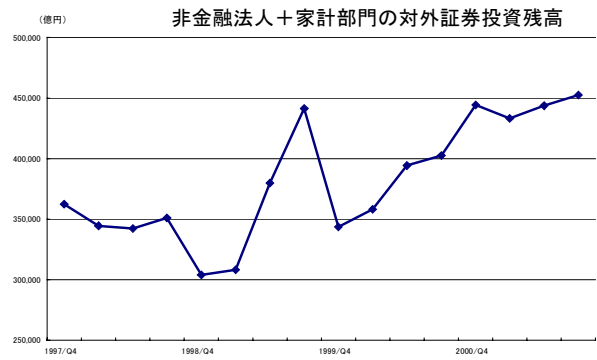
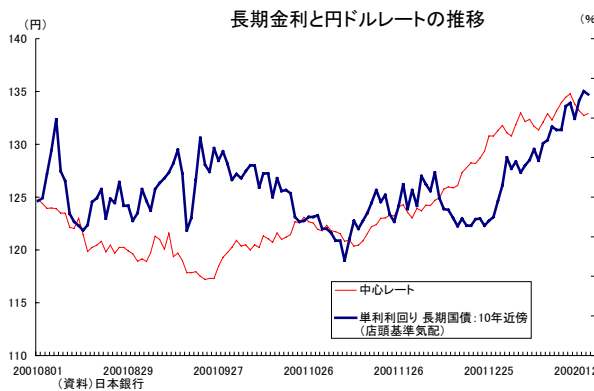
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週の焦点：金利上昇圧力が高まる債券市場 >

研究員 矢嶋 康次

長期国債金利が約3カ月ぶりに1.4%を超えた。

量的金融緩和が次々に強化されているが、長期金利は下がりにくくなっている。景気悪化、デフレが強まっているが、債券市場では財政政策出動が、国債増発・国債格下げを連想させ金利上昇を意識させている。その上、秋以降の円安が「日本売り (= 資本逃避)」を意識させ金利上昇に拍車をかけている。

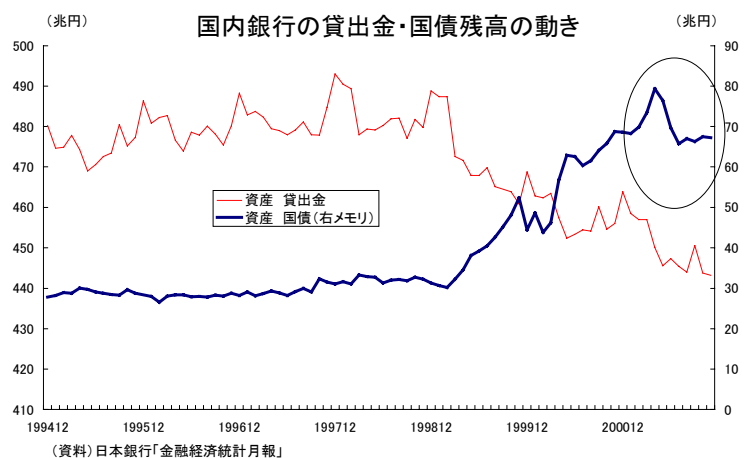


国債保有に対する「金利上昇リスク」の高まり

足元の金利上昇の背景には、国債最大保有主体である国内銀行部門の投資行動の変化があり、その動向が今後の長期金利の趨勢を判断する上で重要である。

90年代後半の長期金利の低下は民間部門の過度なまでのリスク回避から国債投資を選好していた「質への逃避」、また運用難の中、「行き場のない資金」として理解されてきた。

確かに国内銀行部門の資産残高を見ると、98年の金融システム不安が台頭したところから急激に貸出が減少し、それとまったく逆に国債は急激に増加している。実にこの98年以降の3年間(98/4～2001/3月)で貸出が約22兆円減少する一方、国債は40兆円増加している。



しかしこの傾向は2001年度に入り変化している。国内銀行部門の保有する国債が昨年4月をピークに減少に転じている。国債のデデュレーションの短期化とともに国債残高の圧縮が図られている。

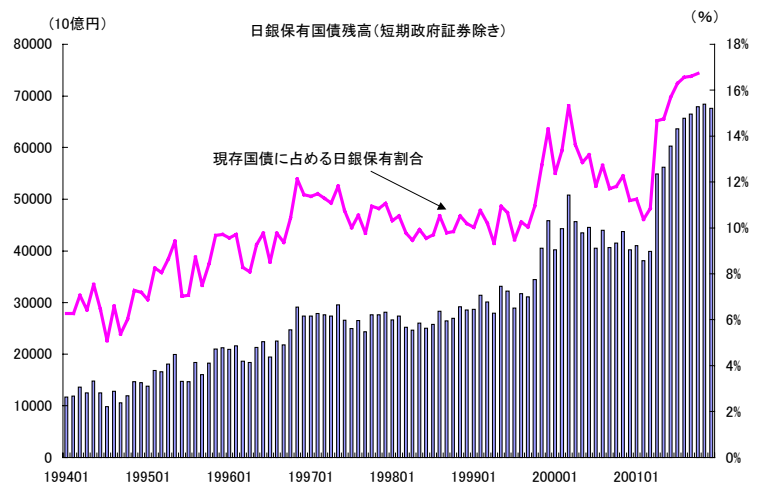
この背景には保有国債残高の大幅な増加に伴い、将来の金利上昇リスクに対する懸念が急激に高まったことがある。その上、海外格付け機関からの日本国債の格付け引き下げなどによりその意識が高まったためである。

短期では札割れが増加、長期債券市場でプレゼンスを上げる日銀

2001年度に入り、日銀は量的金融緩和を段階的に強化し、国債買い切りオペの増額を行ってきた。12月には月額6000億円を月額8000億円に増額している。

短期市場では札割れが発生し、日銀にとって目標当座預金残高維持のために、オペの対象をより長期なものにせざるをえなくなっており、中長期国債の保有が増加している原因となっている。

足元では70兆円以上の国債(短期政府証券除き)を保有し、現存国債に占める日銀の保有割合も17%程度と大幅に上昇している。



民間部門が長期国債の保有インセンティブを落としており、日銀が中長期国債買い切りオペの増額を行ってもあまり長期金利低下とはならなくなっている。

当面の市場の注目は財政再建の試金石である不良債権処理の進捗

経済財政諮問会議で、2～3年は不良債権の最終処理を集中的に進め、2003年度にはデフレ脱却、10年後のプライマリーバランス赤字解消といったシナリオの「構造改革と経済財政の中期展望」が示された。

債券市場では金利上昇が最大のリスクとなっている。そのため小泉内閣が掲げる財政再建が確実に実行されるのかが注目となっている。当面、政府のシナリオが実行されているのかを市場が判断するのが、「不良債権処理の進捗」であろう。

不良債権の処理にある程度の目処が立てば、小泉内閣の再建路線が実行されていると市場は判断し、財政破綻のリスクが減少したとの見方から、長期金利上昇の圧力は弱まるだろう。しかし逆に不良債権の処理が遅れる・先送りだとの判断がなされれば、財政再建路線への期待は薄れ、さらなる長期金利上昇となるだろう。

(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)