

Weekly エコノミスト・レター

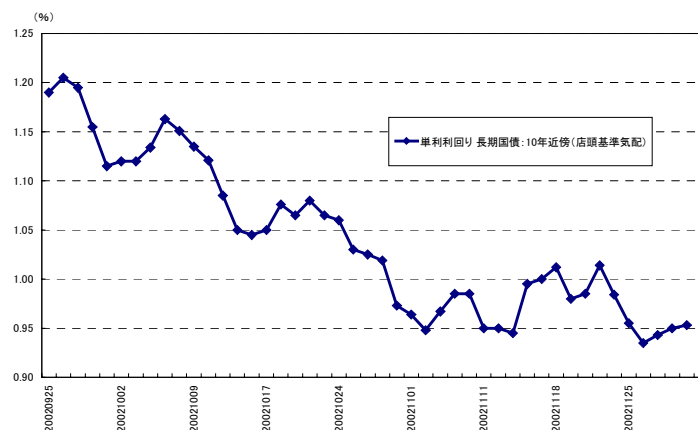
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融・為替市場の動き

<金融・為替市場の動き>

1. 日銀の金融経済月報、政府月例経済報告で現状の景気判断が約1年ぶりに下方修正されている。先行きも輸出息切れのため来年の早い段階で景気はピークを迎える可能性が高い。
2. 金融政策面では、当座預金残高の目標である15-20兆円の上限にすでに達しており、失速し始めた景気実態からすれば、早い段階で当座預金残高目標の引き上げ、長期国債買い切りオペ増額が実施される可能性が高い。
3. 債券相場では、景気の腰折れや一層のデフレ進展の憶測が強まる中、日銀による追加金融緩和期待が高まっており、高値圏での推移が当面続こう。
4. 為替相場では、米経済指標の悪化傾向に歯止めがかかりつつある分、目先のドル安余地は狭まったものの、日欧資本の積極的還流を呼び込むほど米経済が回復力を取戻したと考えるのは早計であると思われることから、ドル高トレンドは長続きしないであろう。

長期金利は1%を挟んだ低位安定



副主任研究員（為替担当）熊谷 潤一（くまがい じゅんいち）(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

副主任研究員（金融担当）矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

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 >

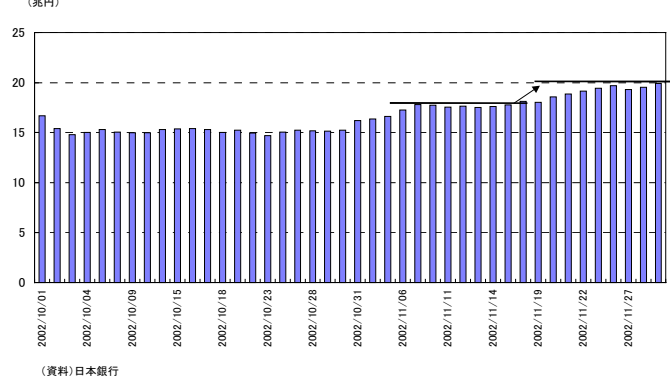
(担当：矢嶋)

金融政策（11月）：現在の目標当座預金残高の上限に

日銀は18～19日の金融政策決定会合で金融調整方針の現状維持を全員一致で決定した。しかし当座預金残高目標（15-20兆円）のレンジの上限の20兆円程度を目標にできるだけ高い水準を目指すとし、実質的な金融市場への資金供給量拡大を決めている（図1）。

10/30日以降、政府サイドも補正予算の編成、作業工程表の具体的な枠組みが進展する中で、日銀は11月の金融経済月報で約11カ月ぶりに景気判断を下方修正していることから20兆円への引き上げとなった。これで現在の目標当座預金残高15-20兆円の上限となっている。

(図1) 当座預金残高の推移



黒田財務官が日銀にインフレ目標導入を提案

財務省黒田財務官と河合財務官はFinancial Times（12/2日付）に日銀はインフレ目標を導入すべきとの趣旨の論文を寄せている。論文では、世界はデフレに直面しており、デフレを回避するために、各国中央銀行は高めのインフレ目標を採用すべきであり、日銀は1年以内に1%、その後2年以内に2～3%を目指すインフレ目標策採用すべきだとしている。またコンスタントにベースマネーを増加させるために、長期国債買い取りオペの増額や other financial instruments の購入が必要だとしている。

この論文の通りに各国中央銀行がインフレ目標を採用することの実現性は、明らかに低い。また日銀に対する姿勢についても10月10、11日の金融政策決定会合に参加した谷口財務副大臣は「先程来議論のあるインフレ・ターゲティングについては、私自身、現状でこれを採用することが好ましいとは思っていないし、財務省でもそういう考え方が大勢である」と発言しており、インフレ目標導入が財務省の統一された意見でもなさそうである。

須田審議委員が12/2に行なった記者会見では、「現在の状況の下でインフレ・ターゲティングを

(図2) 主要国のCPI上昇率

	CPI年平均上昇率(%)			
	1970's	1980's	1990's	'98～'01
日本	9.0	2.5	1.2	▲ 0.6
アメリカ	7.0	5.5	3.0	2.8
イギリス	12.5	7.4	3.7	2.1
ドイツ	4.9	2.9	2.3	1.7
フランス	8.9	7.3	1.9	1.3
カナダ	7.3	6.5	2.2	2.3
イタリア	12.3	11.0	4.1	2.3

IMF「International Financial Statistics」

採用すれば、政策の信認低下とか、市場への悪影響とか、経済の回復や金融システム問題の克服にとって、むしろ弊害が大きいように思う」と否定的な見解を示しており、日銀が導入するという可能性はかなり低い。ただし来年の3月末に向け、日銀総裁人事を巡り再びインフレ・ターゲティング導入の議論が高まることは間違いないだろう。

日銀への追加緩和要求は今後さらに強まる

インフレ・ターゲティング導入の是非は別としても、早い段階で日銀が追加緩和に動き出す可能性は高い。景気実態も下向きつつあり、今後についても輸出息切れのため来年の早い段階で景気はピークを迎える可能性が高い(Weeklyエコノミストレター(11/19日号))。このため景気判断は今後も下方修正を余儀なくされるだろう。さらに、日銀が主張してきた不良債権処理に向けた政策が動き出したこと、補正で財政出動も行われること、当座預金残高はすでに目標の上限となっていることなどから、早期の追加緩和策実施の素地は十分できている。

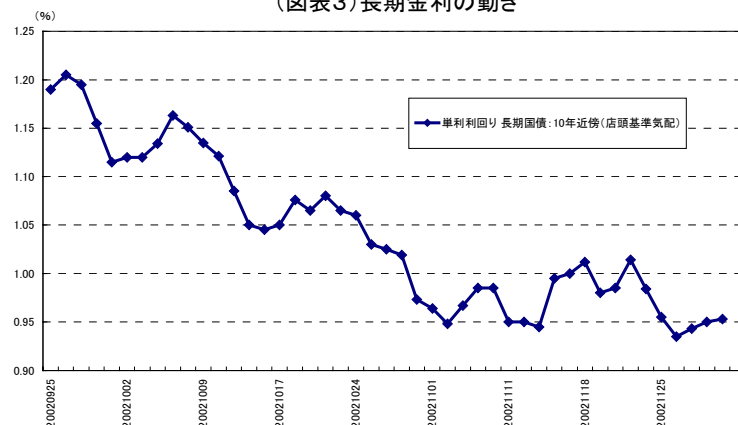
当座預金残高目標の引き上げ(20-25兆円)とともに、長期国債買い切りオペ増額という手段が実施される可能性が高い。

債券相場の動き(11月): 先行きデフレ懸念が強まり1%割れに

10月の債券相場は、月初、10/30日に発表された金融再生プログラムにより不良債権処理によるデフレ圧力が高まるとの思惑が強まり金利が低下し、5日には1%割れを記録した。さらに円高、株安が同時進行し、13日には98年11月以来の低水準となった。

その後補正予算編成が模索され始めると、逆に国債増発懸念が広がり15日には1%台に上昇した。大手銀行の株価下落で信用不安が高まり、追加財政支出～国債増発による需給悪化が懸念され、18日には1.012%まで上昇した場面もあった。しかしその後10年国債の入札が順調に行なわれ、補正予算の規模も市場の予想内との観測が強まり、もみ合いのなか0.95%程度での推移となった。

(図表3)長期金利の動き



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (11月)

11/6の政策決定会合(FOMC)でFRBが予想以上の引き下げ幅で金融緩和を実施したことが、米経済に対する市場の見方をやや慎重にさせたことや、国連安保理が11/8にイラク査察強化の決議案を採択し、イラクに対する強行姿勢への懸念が高まったことから、月初はドル売り優勢の展開となり、円ドルレートは一時120円を割込む展開となった。

しかし、企業業績はこれ以上悪化することはないとの期待感の高まりや、一部経済指標に改善の兆しが見えたのを背景に米国株が反発すると、ドルの買戻しが活発化したため、円ドルは再び120円を回復した。更に、月央以降は日本株がバブル後最安値を更新し、本邦金融不安への警戒から円売り圧力が強まった結果、円安は123円台まで進んだ。

その後、月末にかけて、日本の金融再生プログラムが当初の予想に比べて穏やかな内容になることが明らかになるにつれ、本邦金融機関の急激な体力低下は避けられそうとの安堵感から日本株が持ち直すと、円売り圧力も一服した。

なお、月末の塩川財務相による「1ドル=150-160円くらいで良いはず」との円安誘導ともとれる発言を受け、円ドルレートは12月に入り一時125円台まで下落した。

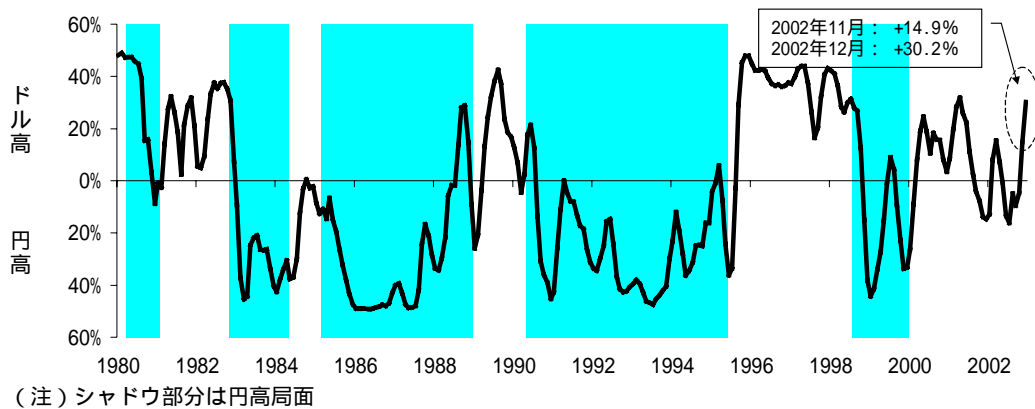
ドルユーロレートについては、月前半こそ米経済への慎重な見方から1ユーロ=1.01ドル近辺までユーロ高が進んだものの、その後はECBの利下げ観測の高まりから米欧金利差縮小を嫌気したユーロ売りが活発化し、パリティー(1ユーロ=1ドル)を割込んだ。

当面の見通し

円ドルレートは、米年末商戦などへの期待が高まっていること、および日本経済への慎重な見方や円安誘導への思惑が払拭しきれないことから、目先は120円後半まで円安が進む余地があろう。しかし、資本の積極的還流を呼び込むほど米経済が回復力を取戻したと考えるのは早計であると思われ、円安ドル高は長続きしないであろう。また、ドルユーロについても、円ドル同様、欧米への資金シフトは限定的との見方から、ECBの利下げを一旦織込んだ後は、ユーロの底堅い推移となろう。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、120~127円。



12月の為替インデックスは +30.2%とドル高サイン



今月の為替インデックスは +30.2%と、11月の +14.9%から 15.3%ポイント上昇し、先月に続きドル高に推移する確率が高いことを示した。変数別寄与度をもとに今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

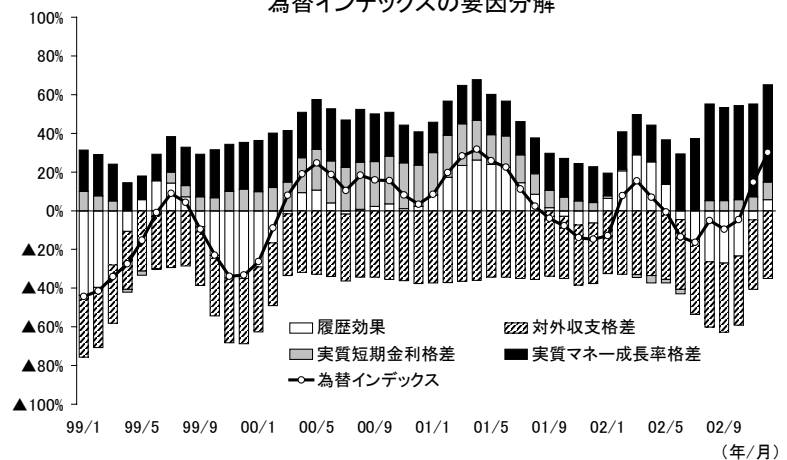
- (1) 実質短期金利差要因：11月為替インデックス比 +1.9ポイントと**円安寄与**。米国における物価上昇率鈍化に伴う実質金利上昇が、先月同様、実質金利差面から円安（ドル高）要因となった。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 +0.9ポイントと**小幅円安寄与**。日本の経常収支黒字が、僅かではあるがピークアウトしていることが、小幅ながら円安要因となった。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 +2.1ポイントと**円安寄与**。日本のM1が量的緩和や定期性預金からのシフトなどに伴い高水準を維持している反面、米国のM1の伸び率がやや鈍化してきた分、円安要因となった。

尚、履歴効果は前月比 +10.4ポイントの大幅**円安寄与**となり、円ドル相場が現状では円安モーメントに傾いていることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2001年12月	-14.7%
2002年1月	-12.9%
2002年2月	7.9%
2002年3月	15.4%
2002年4月	7.0%
2002年5月	-0.6%
2002年6月	-13.5%
2002年7月	-16.3%
2002年8月	-5.0%
2002年9月	-9.5%
2002年10月	-4.6%
2002年11月	14.9%
2002年12月	30.2%

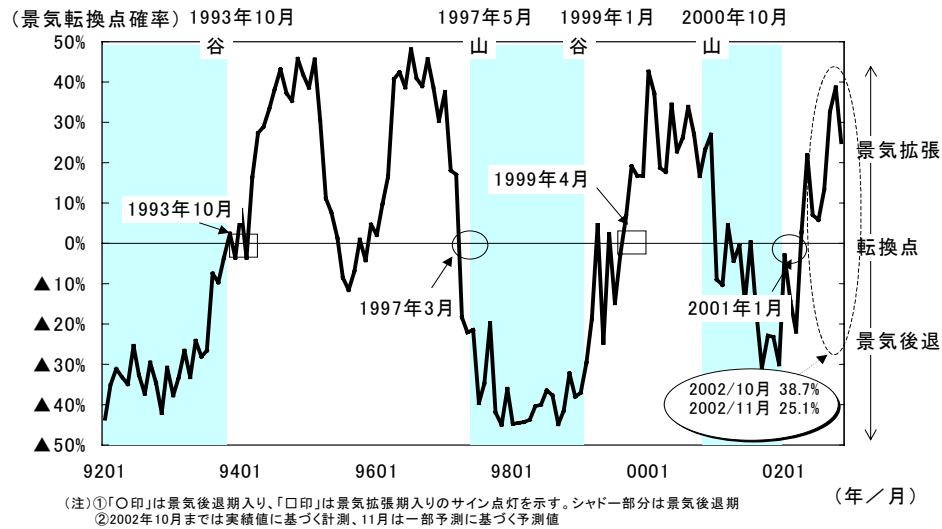
為替インデックスの要因分解



(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。

<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) ~ 10月 : 38.7%、11月 (予測値) : 25.1%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)		月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	前期比	水準
02/1	-2.9%	525,171	0.9%		-12.9%
02/2	-14.1%	522,935	▲0.4%		7.9%
02/3	-21.9%	521,128	▲0.3%		15.4%
02/4	2.8%	528,539	1.4%		7.0%
02/5	21.9%	529,079	0.1%		-0.5%
02/6	7.1%	527,882	▲0.2%		-13.5%
02/7	5.7%	527,612	▲0.1%		-16.3%
02/8	13.3%	534,864	1.4%		-5.0%
02/9	32.6%	534,945	0.0%		-9.5%
02/10	38.7%	530,319	▲0.9%		-4.6%
02/11	25.1%				14.9%
02/12					30.2%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改定
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10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。

月次 GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年11月29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障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)