

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 / 達成困難なインフレ目標

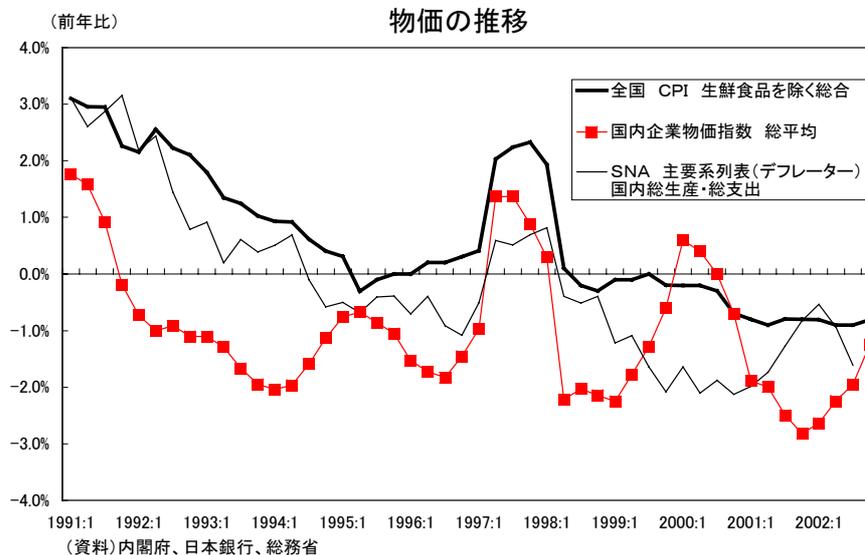
< 金融・為替市場の動き >

1. 債券相場では、株価の動向が鍵となるだろうが、決算期末ぎりぎりのタイミングまで金利収入の確保から保有残高維持の可能性が高く、堅調な地合が継続するだろう。
2. 為替相場では、日欧通貨当局の姿勢を警戒するかたちで暫くドルの下値が限られる動きが続いた後、ヘッドライン的な材料や期末要因など、ファンダメンタルズ以外の要素が市場を動かし、方向感に欠ける値動きの荒い展開となる可能性があるだろう。

< トピックス：達成困難なインフレ目標 >

1. インフレ目標が導入されても、現在の枠組みだけでは目標達成は極めて難しい。
2. インフレ目標導入が構造改革を掲げる小泉内閣に財政支出の拡大を求めるためのテコに使われる可能性もあり、政治的な駆け引きも絡んでしばらく紆余曲折が予想される。

インフレ目標導入でデフレはとまるか？



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：2月は据え置きの可能性が高い

日銀は昨年秋ごろから年度末を越える資金を供給し、短期金利は低位安定が続いている。また大手銀行が相次いで大規模な増資を決めたこともあり、金融不安も顕在化していない。このような状況から日銀は1/22日の政策委員会・金融政策決定会合で、現在の量的緩和策を維持する方針を全員一致で決めている。ただ政府代表として会合に出席した財務省の谷口副大臣は、長期国債の買い入れ額を月2兆円に増やすことを提案した模様。政府から見れば、来年度予算案成立までは新たな財政政策は打ち出しづらく、デフレ克服を最優先課題と打ち出したものの、現実的な対策としては日銀の金融政策頼みにならざるを得ない状況となっている。

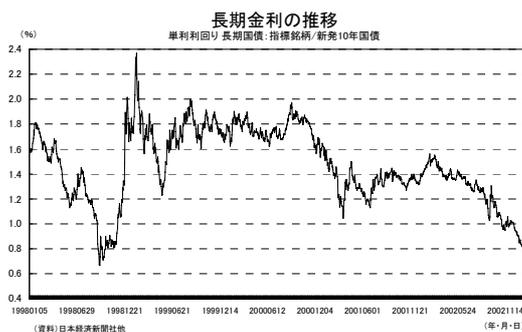
景気減速は明確となっはいるが、いっそうの株安とならない限りは、2月も当座預金15-20兆円+なおがき対応のままの可能性が高い。

債券相場の動き(1月): 新発10年国債利回りは過去最低水準に低下

1月初めは全体に取引が控えられていたが、9日の10年入札が予想以上に順調な消化となり、9日午後には、新発10年利回りが98年10月以来の0.85%をつけた。小泉政権はインフレーターゲティング導入など金融政策への依存を高めようとの姿勢が強く、少なくとも支持率が維持されている限り積極的な財政出動が予想されないと考えられることも債券市場に買いへの安心感を与えていた。

このような中で、12月の月例経済報告で2カ月連続の景気判断下方修正、景気動向指数も10ヶ月振りに50%を割り込むなど景気減速を示す指標発表が相次ぎ、さらに経済財政諮問会議でデフレ克服時期が2005年度にずれ込む見通しが示されたことなどから、金利低下が続いた。新発10年国債利回りは、23日には0.8%割れを記録した。その後も世界的な株価軟調も投資家の債券買いを後押し、30日には新発10年利回りが0.75%まで低下して過去最低水準となった。31日は政府・日銀から急激な金利低下を牽制する発言が相次ぎ、0.80%と約1週間前の水準に金利は上昇した。

当面、株価の動向が鍵となるだろうが、決算期末ぎりぎりのタイミングまで金利収入の確保から保有残高維持の可能性が高く、債券相場の堅調な地合いが継続するだろう。



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き（1月）

円ドルレートは、2日に発表された米製造業ISM指数が大幅に改善したのに加え、7日に発表されたブッシュ大統領による大型減税案を好感するかたちでドルが買われたため、月初には1ドル = 120円台まで円安が進んだ。

しかし、120円近辺では本邦輸出企業のドル売り需要が根強いことから、それ以上のドル高は実現せず、むしろ、地政学的リスクへの懸念や業績の先行き不安から軟調推移に転じた米国株と歩調を合わせるかたちで、次第にドル売り優勢の展開となった。その結果、月央には何度か117円台まで円高が進む局面が見られたものの、積極的に円を買い進む材料も見当たらないことから、それ以上の円高も進展せず、暫く118円近辺での方向感の乏しい動きが続いた。

その後、月末に財務省が覆面での円売りドル買い介入を1月以降実施していたことを発表すると、ドル買戻しの動きが一気に強まり、再び120円台まで円安ドル高が進んだ。

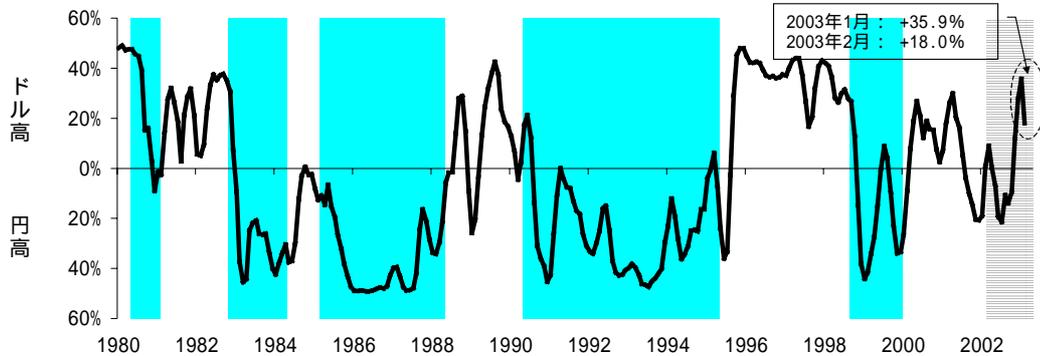
ドルユーロレートは、地政学的リスクの増大に伴うドル回避の動きが続く中、1ユーロ = 1.09ドル台までユーロが上昇したものの、27日にウェルテケ独連銀総裁が急激なユーロ高に警戒感を示したため、ポジション調整から月末にはユーロが売られた。

当面の見通し

市場参加者は、引き続きイラク問題をドル売り要因として捉えているものの、目先は日欧通貨当局の姿勢（日本の当局による円売り介入が明らかになったこと、欧州金融当局がこれ以上の急激なユーロ高を懸念し始めたこと）を警戒するかたちで、ドルの下値に限られる動きとなる。その後は、ヘッドライン的な材料や期末要因など、ファンダメンタルズ以外の要素が市場を動かす可能性もあり、方向感に欠ける値動きの荒い展開になるものと思われる。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、117～125円。



2月の為替インデックス（円ドル）は +18.0%とドル高サイン継続



(注) シャドウ部分は円高局面。2002/3に円高局面に転じた可能性があるがまだ確定できない。

2月の為替インデックスは +18.0%と、前月の +35.9%から 17.9 ポイント下落したものの、引き続きドル高に推移する確率が高いことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

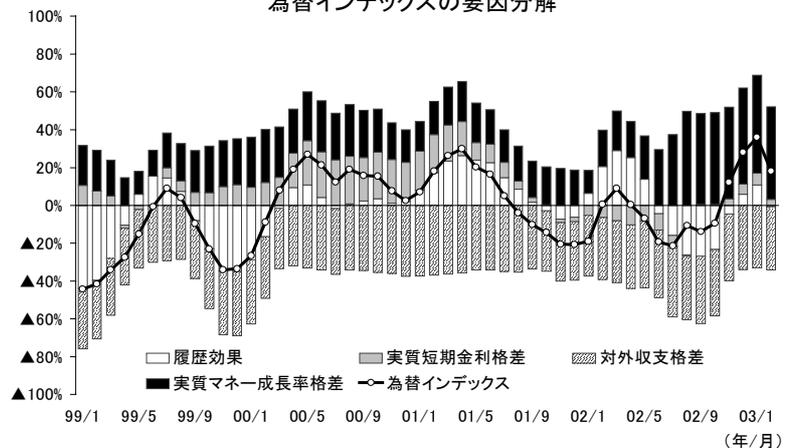
- 1) 実質短期金利差：引き続き小幅ドル高要因ではあるが、米国の物価上昇率鈍化が一服し、実質金利が小幅低下した分、前月比では 3.0 ポイントの円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き円高要因。対前月ベースで見れば日米の経常収支格差に大きな変動がなかったため、月次の変動要因としてはほぼ中立であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：引き続きドル高要因。ただし、一昨年末以降、高水準の伸びを維持してきた日本の M1 が、ここに来てペイオフ一部解禁に伴う定期性預金から普通預金へのシフトが一服してきていることなどを背景に伸び率が鈍化し、一方で米国の M1 の伸び率がやや回復したため、前月比ベースでは 2.9 ポイントの円高寄与となった。

なお、履歴効果は、対前月で見ると 11.5 ポイントの円高寄与となり、秋以降の円安ドル高モーメントが一服したことを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2002年2月	0.7%
2002年3月	9.0%
2002年4月	0.3%
2002年5月	-6.9%
2002年6月	-19.3%
2002年7月	-21.5%
2002年8月	-10.7%
2002年9月	-13.9%
2002年10月	-9.5%
2002年11月	12.1%
2002年12月	28.0%
2003年1月	35.9%
2003年2月	18.0%

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。

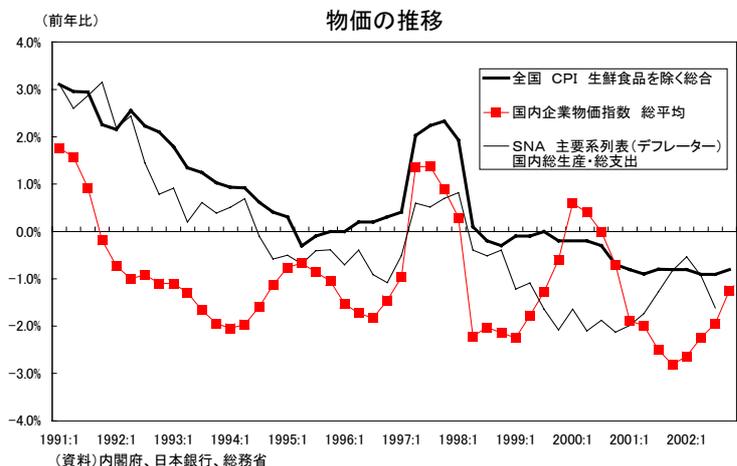
<今週のトピックス：達成困難なインフレ目標>

(担当：矢嶋)

日銀総裁・副総裁の任期終了(3/19日)による人事への思惑も絡んで、インフレ目標導入に対する期待と論議が高まっている。インフレターゲットが成功するためには、日銀が目標達成の責任を負うのと同時に目標達成に向けた手段に対して裁量が与えられる必要がある。しかし現状の枠組みのままでは、インフレ目標が導入されたとしても、目標達成は極めて難しい。

インフレ目標達成のための手段

仮に日銀がインフレ目標を導入すれば、現在提唱されている案から判断して「2年後に消費者物価指数(前年比)を1~3%程度にする」など具体的な数値目標を掲げることとなるだろう。しかしながら目標を掲げただけで人々の期待に変化が生じ、現在マイナス1%程度で推移している消費者物価指数を1~3%に即座に引き上げることは期待できない。当然どのような有効な手段があるのかが重要となる。この議論は量的金融開始以来続けられているが、物価上昇を達成するには、以下のような手段が考えられる。



- (1) ヘリコプターマネー政策：財政政策に対する転換により再び拡大路線が取られ、これに伴う新規国債発行を日銀が大量に買い取る¹。
- (2) 非伝統的手段：外債購入とともに介入を実施し円安誘導を行う。
- (3) 非伝統的手段：日銀の買取り資産を株や不動産にまで広げる。

これらの手段は単独でということにとどまらず、組み合わせも可能であるが、以下ではこれらの手段について現実性・有効性について考えてみたい。

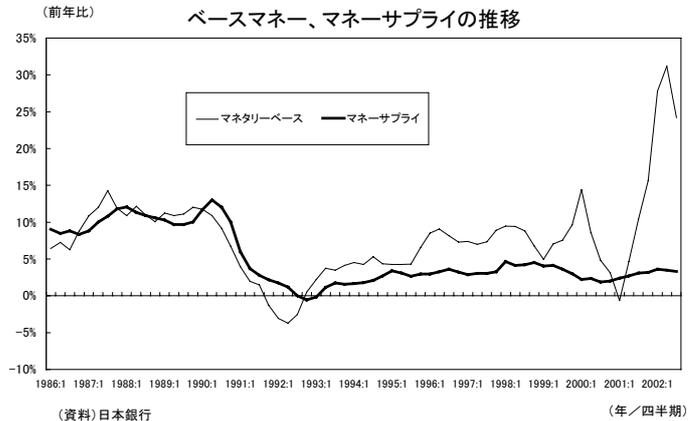
ヘリコプターマネー政策

竹中大臣は、31日の衆参両院の本会議で「無駄を排除しつつ、緊縮型でない、景気中立型の経済運営を行う」と表明しているが、現政権下では財政構造改革がこれまでの自民党との違いを示

¹国債買い取り上限(2001年3月19日、日本銀行が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、銀行券発行残高が上限)の撤廃等が行われることになる。

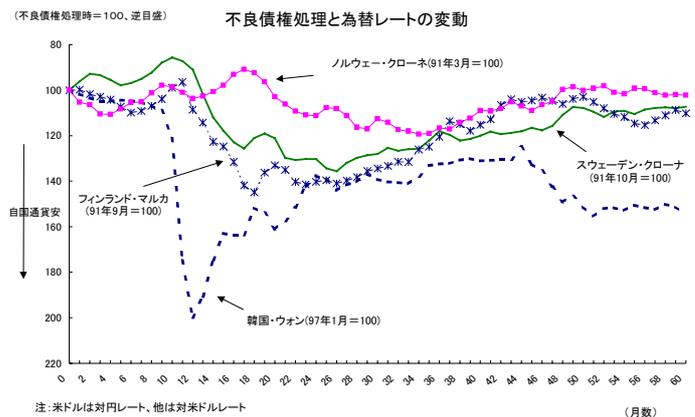
すシンボルとなっている面があり、財政拡大への転換が図られることは難しい。また仮に政権交代とならなくとも支持率低下等により、財政拡大路線に若干シフトするとしても、相当大規模の財政出動が行われることがない限り、インフレ目標達成は難しい。GDPの10%とも言われる需要不足の存在や、また昨今の実証研究が示すように実体経済と物価との関係が弱まっていることなどを踏まえれば、大規模な財政出動を行わない限り効果は極めて限定的であろう。

財政の拡大がないままで、現在日銀が行っている国債買い取りオペの増額によるマネタリーベースの増加を行っても、量的金融緩和開始からのマネーサプライの動きが示すようにマネーサプライの増加は期待できない。ましてや物価上昇につながる可能性は極めて低いと言わざるを得まい。



非伝統的手段 : 円安誘導

短期間で不良債権処理を解決した北欧諸国や韓国では、通貨安による輸出増加が倒産・失業といったマイナスインパクトを緩和し、輸入物価を通じ国内の物価下落を緩和したということがあった。日本においてもこの円安に対する期待は大きいですが、以下のとおり、これもデフレ克服策としては現実には難しい。



実際に円安を期待して外債購入すべきとの主張がある。現在の日銀法の中では、金融調整の一環として外債購入を行うことは可能であるが、為替政策の権限は財務省が有しており、円安にシフトさせるような大規模な購入は、金融調整の枠を超えるため日銀法の改正が必要になる。また仮に権限問題がクリアされたとしても、物価上昇を引き起こすには、下表のとおり相当程度の円安が必要(2年後に消費者物価上昇率(前年比)を1%にするには、2%引き上げる必要(足元マイナス1%程度で推移)があり、120円程度の円安の1ドル=240円程度の水準が必要)であり、諸外国の反発は避けられないことから政策としては取り難いものと思われる。

(表) 円安が物価に及ぼす影響
~ 為替が10%円安となった場合 ~

	1年目	2年目
消費者物価指数	0.02%	0.23%
国内企業物価指数	0.66%	1.25%

(注) 当研究所のマクロモデルによる数値

非伝統的手段 : 株や不動産の買い取り

日銀の量的金融緩和開始後も、マネーサプライの伸びが高まらず、物価が上がらないのは日銀の対応が不十分なためだとの批判がある。長期国債だけではなくETF（株価指数連動型上場投資信託）やREIT（不動産投信）、さらには株式や土地といった実物資産を購入するという主張がある。日銀は昨年9月に金融システム維持という観点から、銀行の保有する株式のうちTierを越える部分の株式購入（1月末で3823億5700万円）を実施している。しかし金融調整として株式の購入を行うこととなれば、日銀法の改正が必要となる²。

確かに株価や土地を直接買い上げることで、直接需給関係に働きかけ資産価格の下落を阻止できる可能性はあるだろう。しかし実際の運営にあたっては、土地は個別性があり実際の購入は困難で、株式購入がメインとならざるを得ない。株式購入についても、一般企業を対象に購入を行うとすればどのような基準で行うか（つまり企業の選別を日銀が行うという面もある）という大問題があり、早期に導入される可能性は極めて低い。

以上見てきたように、現在の手段の枠組みだけでは、例えインフレ目標が導入されたとしても、インフレ目標達成の可能性は低いと言わざるを得ない。また手段を拡充するにも様々な問題解決が必要で、早期にデフレ解消となる可能性は低いのではないか。

さらにここにきて、政治サイドの状況にも変化が生じている。

今年に入り小泉首相のインフレ目標導入がトーンダウン

1月30日の所信表明演説で、小泉首相は「デフレ克服」が最優先課題と述べたが、2003年度予算案は2年連続の緊縮財政となっており、デフレ克服は日銀頼みの状況に追い込まれていることは明らかである。しかしインフレ目標導入を巡っては、このところ首相のトーンダウンが見られる。

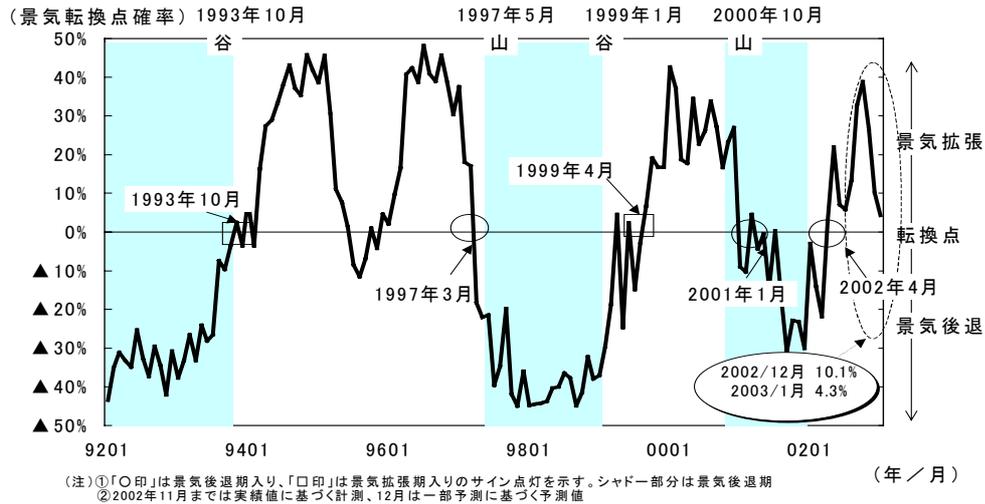
インフレ目標に賛成する意見の中には、インフレ目標導入 金融・財政政策の協力 財政拡大 = 従来の公共事業拡大というシナリオを期待している勢力があるため、小泉首相もインフレ目標導入に、全面的に賛成には至っていない。実際1/21日にはインフレ目標導入に慎重である宮沢元首相との会談後、「私はインフレターゲットという言葉は使ったことがない」と発言するなど、従来よりも姿勢は後退している。

「インフレ目標導入」は、構造改革を掲げる小泉内閣に財政支出の拡大を求めるためのテコに使われる可能性もあり、政治的な駆け引きも絡んでしばらく紆余曲折が予想される。

² ただし、日銀は銀行保有株式買取りを日銀法43条「日本銀行は、この法律の規定により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りではない。」で行ったが、同様の解釈によって土地・株式の購入を行うという可能性はある。

<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) ~ 12月 : 10.1%、1月 (予測値) : 4.3%



	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	水準
02/3	-21.9%	529,774	0.4%	9.0%
02/4	2.8%	530,876	0.2%	0.3%
02/5	21.9%	537,000	1.2%	-6.9%
02/6	7.1%	533,669	▲0.6%	-19.3%
02/7	5.7%	532,568	▲0.2%	-21.5%
02/8	13.3%	538,378	1.1%	-10.7%
02/9	32.6%	542,256	0.7%	-13.9%
02/10	38.9%	541,095	▲0.2%	-9.5%
02/11	26.6%	540,698	▲0.1%	12.1%
02/12	10.1%	533,555	▲1.3%	28.0%
03/1	4.3%			35.9%
03/2				18.0%

(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」2003年2月4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)