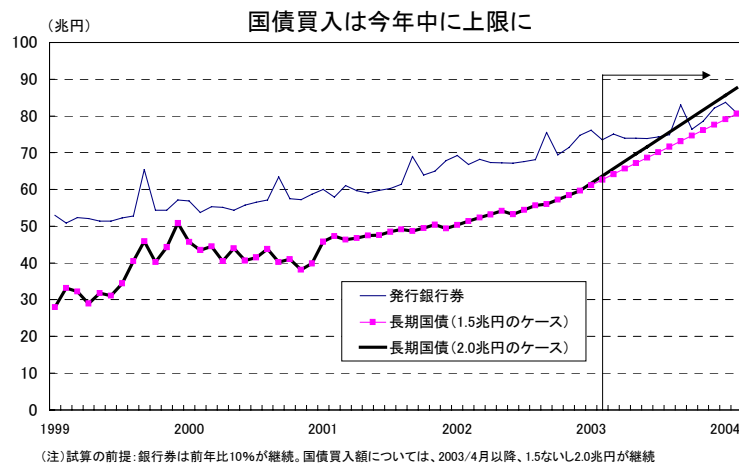


# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融・為替市場の動き

1. 日銀トップ人事は総裁：福井氏、副総裁：武藤氏、岩田氏で決着した。インフレーターゲート・非伝統的オペ導入等に積極的な岩田氏は、金融政策決定会合の場でこれらの導入を提案する可能性が高いが、現状の当座預金＋国債買入による量的金融緩和路線が維持・強化されるにとどまろう。ただし新執行部スタートと同時に、国債買入上限問題（買入の位置づけや新たな上限・目標の設定）など政策議論が具体的に高まってこよう。
2. 債券相場では、新総裁人事でデフレ長期化の見方が支配的となり、長期金利は再び 0.7% 台に低下した。債券市場への資金の流れは続くものと見られるが、4月の地方統一選挙の結果によっては、公共事業拡大への動きなどから、需給関係を崩すリスクが高まる可能性もある。
3. 為替相場では、イラク攻撃をある程度織込んでいると思われる分、仮に攻撃開始となればドル安も限定的となる反面、イラク問題の解消だけで米経済のファンダメンタルズが好転する保証はなく、イラク攻撃終了後のドル上昇余地も昨年後半の高値程度にとどまろう。



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)

### 新日銀トップ人事が決定～早期インフレ目標導入期待の後退

新総裁・副総裁人事は総裁：福井俊彦前日銀副総裁、副総裁：武藤敏郎前財務省事務次官、岩田一政内閣府政策統括官で決着した。マーケットには日銀総裁人事を契機にインフレ目標が早期に導入されるのではとの思惑があっただけに、25日内定報道がされると、インフレ目標導入期待の後退=デフレ長期化との見方が支配的となり、株価は大幅下落、為替は北朝鮮問題も重なり117円台に突入、債券市場では債券が買い進まれ長期金利が再び0.7%台に低下した。

今回の人事は、日銀、財務省、内閣府からの人選で、今後における政府・日銀協力を印象づけるバランスの取れた人事であるとの評価もあるが、三氏の金融政策に対する考え方には違いも見られる。速水総裁、藤原、山口両副総裁は金融政策決定会合の採決では一致してきたのに対して、今回の三氏では政策決定会合の採決で正副総裁の票が割れる可能性も高い。

今後日銀事務局からの説明が行われ、若干ニュアンスが変わる可能性もあるが、岩田氏はインフレターゲットに対してはかなり積極的、一方武藤氏は慎重な見解、福井氏は消極的な姿勢である。また非伝統的なオペ手段についても、岩田氏は積極的であるが、福井氏はある程度柔軟姿勢、一方武藤氏は否定的と見られるなど意見の相違がかなり見られる。

岩田氏は新体制スタートの早い時期に、インフレターゲット導入、ETF購入、国債買入の大幅増額などを政策決定会合の場で提案する可能性が高い。ただ福井氏、武藤氏、他6名の審議委員の意見からして、岩田氏の意見が通る可能性は極めて低く、従来の当座預金残高+国債買入による量的金融緩和路線が当面維持・強化されるにとどまるものと思われる。

### 新体制スタート後、「国債上限」問題にどのような決着をつけるか？

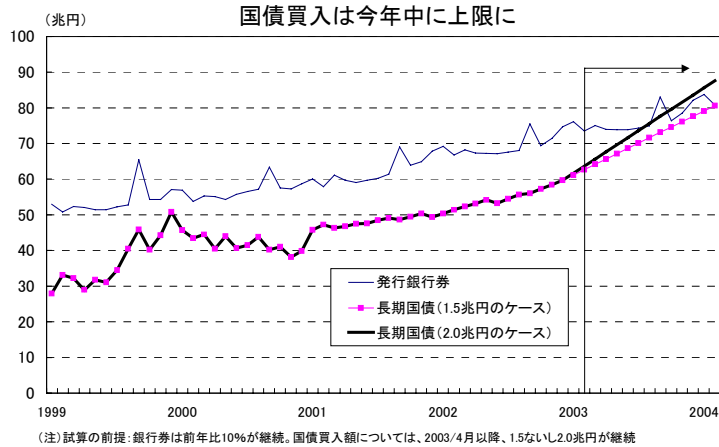
速水総裁現体制最後の金融政策決定会合が3月4、5日に行われ「現状維持」が決定された。ただし4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い自動的に当座預金残高が積みあがることを考慮し、当座預金残高目標を17～22兆円程度にするとした。前回から経済情勢、金融市場の動向に大きな変化がなく追加緩和の必要性はないとの判断がなされたようだ。

次回4月7、8日の政策決定会合から福井総裁新体制がスタートすることになる。

今回経済情勢に対しては見方を据え置いているが、下向き始めている国内外の経済情勢からして早晚追加緩和の実現性が高い。方策のオプションとしては現状の当座預金残高+国債買入増額の可能性が高いが、この場合、今年の早い段階で現在の「国債買入額を日銀券残高上限とする」という歯止めを見直すことが必要になる。

現在毎月1.2兆円の国債の買入が行われているが、日銀の保有国債残高は上限である日銀券残高に迫ろうとしている。例えば財務省がここ数回決定会合で提案している国債買入2兆円を来月から実施したとした場合、かなり高い日銀券残高の伸びを仮定しても下期の早い段階には「上限」

に達してしまう。そこまで急激に買入額を増加させなくても、例えばあと 3000 億円増加させて、毎月 1.5 兆円で買入を行ったとしても来年には上限に達してしまう。



上限を撤廃して国債買入を大量に行っていくのか、日銀券残高以外の上限または目標（例えばベースマネーやマネーサプライの伸び、または長期金利のレベルといったもの）を新たに設けるのかなどの政策議論が、早晚行われることになる。

### 債券相場の動き（2月）：後半には再び0.7%台定着に

2月初めは、4日の10年入札で最低落札価格が予想を大きく下回るなどしたことから、6日には新発10年国債は1カ月ぶりの0.9%に迫った。しかしデフレ長期化・景気悪化懸念が強く、債券の売り圧力も限定的でその後は膠着状態が続き、0.82 - 0.86%の推移となった。

中旬には決算期末が意識され、20年債の入札(2/20)不振を懸念する見方が強まり、20日には一時0.88%まで上昇した。しかし予想以上に入札が好調だったことから再び金利は0.825%まで低下した。2月最終週には、日銀の正副総裁人事の内定でインフレ目標の早期導入期待が弱まると、25日には1月末以来ほぼ1カ月ぶりに0.8%を下回り、0.77%となった。その後も堅調な相場は続き0.7%後半での推移となった。

これ以上の金利低下の余地は少ないとの見方が多いが、運用難の中、行き場のない資金が債券市場に流れる構図に変化はないだろう。ただし4/13を皮切りに行われる地方統一選挙で自民党の大敗ということとなれば、与党内の

勢力関係の変化から公共事業拡大への動きといった、今まで債券相場の根底にあった需給関係を崩しかねないリスクが高まる可能性もある。



## < 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 足もとの為替レートの動き（2月）

円ドルレートは、パウエル米務長官による国連での機密情報開示を受けた目先のドル売り材料出尽し（5日）や、イラクが国連偵察機による上空からの査察受入れに合意したことへの安堵感（10日）などを背景にドル買戻しが強まり、121円台後半まで一旦円安が進んだ。

しかし、月央にかけて、高値圏にある円ユーロの利益確定の円買戻しが活発化したことから円は対ドルでも上昇に転じ、その後もイラク懸念が払拭されない中、ダウ工業株が8,000ドルを割込むなど米国株が軟調に推移したため、根強いドル売り圧力に伴う円高は続いた。さらに、24日に日銀次期総裁に福井元副総裁が指名されると、円安につながるような急激な政策転換はないとの見方が広まったことや、25日に塩川財務相が意図的な円安誘導に否定的な発言を行ったことから、一時、昨年7月以来となる1ドル=116円台まで円高が進んだ。

その後、27日にイラクが弾道ミサイル撤去を国連の要求した期限までに開始するとの報道が流れるとともに、28日に日銀が1月に続いて2月も覆面介入を行っていたことが明らかになると円高の流れは一服し、円ドルは118円台を回復した。

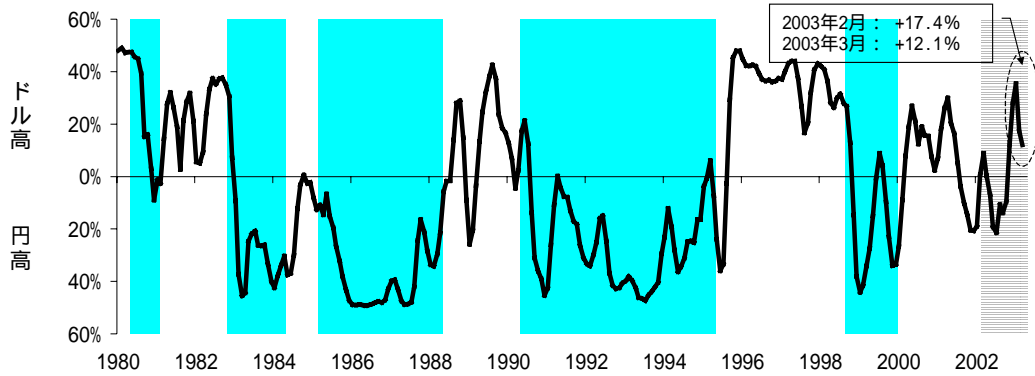
ドルユーロについては、ユーロが対円ベースで利益確定の売り圧力が強まった分、対ドルでもユーロの頭が重い展開となったものの、根強いドル売り圧力から下値も限られ、1ユーロ=1.07～1.08ドル台での揉み合いとなった。

### 当面の見通し

市場がイラク攻撃をある程度織込んでいられると思われる分、仮に攻撃開始となっても一旦はドル売りに反応しようが、長続きはしないだろう。逆にイラク攻撃終了の際は、景況改善への期待からドル買戻し優勢となろうが、イラク問題の解決だけでテロ懸念の解消、あるいは米経済のファンダメンタルズ好転の保証はなく、ドルの上昇余地もせいぜい昨年後半の高値である125円程度にとどまろう。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、イラク攻撃も視野に入れ、やや大きめの115～125円。



### 3月の為替インデックス（円ドル）は +12.1%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。

3月の為替インデックス（円ドル）は +12.1%と、前月から 5.3 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ている。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

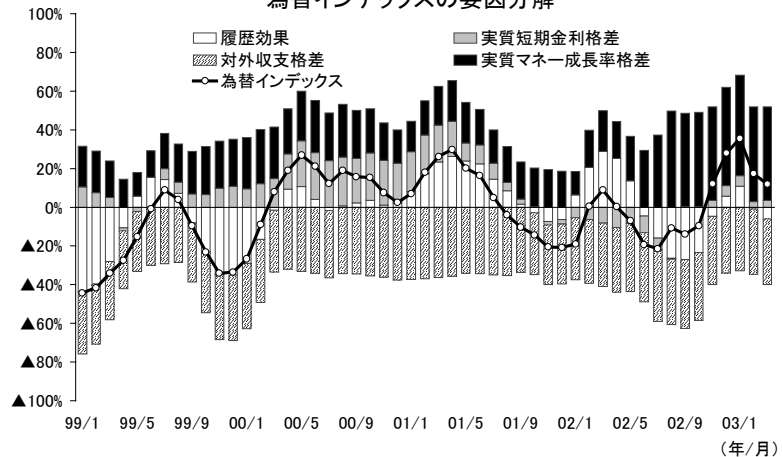
- 1) 実質短期金利差： 小幅ながら引き続きドル高要因。但し、対前月で金利差に大きな変化はないため、月次変動要因としての寄与度は 0.5 ポイントのわずかなドル高寄与にとどまった。
- 2) 対外収支格差： 引き続き円高要因だが、こちらも実質短期金利差同様、対前月ベースで見れば経常収支格差に大きな変化がなかったため、寄与度はほぼゼロだった。
- 3) 実質マネー成長率格差： 引き続きドル高要因。ペイオフ一部解禁に伴う定期性預金から普通預金へのシフトの一服などを背景に、日本の M1 の伸び率が次第に鈍化し、ドル高（円安）としての要因が徐々に解消に向かう中、単月ベースでは 0.5 ポイントの小幅円高寄与にとどまった。

なお、履歴効果は、対前月で 5.2 ポイントの円高寄与となり、円ドル相場が円高ドル安モメンタムに傾きつつあることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

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	-10.6%
2002年9月	-13.9%
2002年10月	-9.4%
2002年11月	12.1%
2002年12月	28.1%
2003年1月	35.5%
2003年2月	17.4%
2003年3月	12.1%

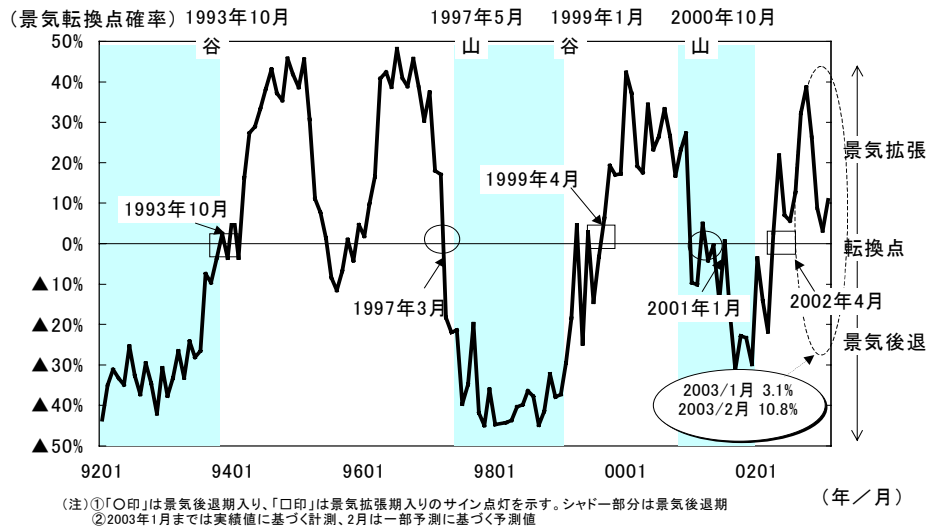
為替インデックスの要因分解





## <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 ( N B I ) ~ 1 月 : 3.1%、2 月 ( 予測値 ) : 10.8%



	ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I )	月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	水準
02/5	21.8%	540,609	1.2%	-6.9%
02/6	7.0%	537,100	▲0.6%	-19.3%
02/7	5.6%	535,936	▲0.2%	-21.5%
02/8	12.6%	541,904	1.1%	-10.6%
02/9	32.3%	545,590	0.7%	-13.9%
02/10	38.7%	546,674	0.2%	-9.4%
02/11	26.2%	546,141	▲0.1%	12.1%
02/12	8.8%	538,710	▲1.4%	28.1%
03/1	3.1%	537,264	▲0.3%	35.5%
03/2	10.8%			17.4%
03/3				12.1%

(注)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 ( N B I ) : 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28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证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)