

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 / 予想を超えた上昇を続けるユーロ

< 日銀ウォッチ >

1. 日銀は、りそな問題への予防的対応として2カ月連続で、当座預金残高目標を引き上げた。しかし、この予防的対応に対して審議委員の中からも疑問の声が出ている。
2. 市場が注目していた、資産担保証券の具体的な買取り基準、国債買入れ上限問題の2つの課題が先送りされている。足元ベースマネーの減少が著しく、国債買入問題決着に残された時間は少ない。

< 金融・為替市場 >

1. 米政策効果を期待した株高の進行で金利低下が一服する可能性もあるが、世界的なディスインフレ・デフレ下では長期金利が低水準での推移を続けることに変化はないだろう。
2. 目先こそ米政策効果への期待がドルの追い風となるものの、持続的なドル高は必ずしも米国の国益にはならないといった点を市場が認識するにつれてドル高も一服しよう。

< トピックス：予想を超えた上昇を続けるユーロ >

1. ユーロは先月には一時、対ドル・対円とも最高値を更新する水準まで上昇した。年初時点でこれほどまでのユーロ高を想定した市場関係者は、一体何人いたであろう。
2. 昨年来のユーロ高要因に変化が見られない限り、ユーロが大幅に売られる可能性は低いものの、これ以上の上昇はユーロの過大評価につながると見ておくべきであろう。

発足当時の水準を回復したユーロ（対ドルレートの月足）



〔データ〕 Bloomberg

シニアエコノミスト 熊谷 潤一（くまがい じゅんいち） (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 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/

< 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

りそなグループ実質国有化への対応

日銀は20日の政策委員会・金融政策決定会合で、当座預金残高の誘導目標をそれまでの22兆27兆円程度から27兆30兆円程度に引き上げる追加金融緩和を賛成多数で決めた。りそなグループの実質国有化を受け、金融市場が不安定化しないように万全の資金供給態勢を取った。追加緩和は4月30日の会合に続き2カ月連続となった。

上限を30兆円としたことで福井総裁は「今後の想定しうるリスクは吸収できる」との認識を示し、国内金融市場について「いまのところ落ち着いた地合いを維持している」とりそなグループへの公的資金注入に関する政府や日銀の一連の対応が一定の効果を上げているとの見方を示した。

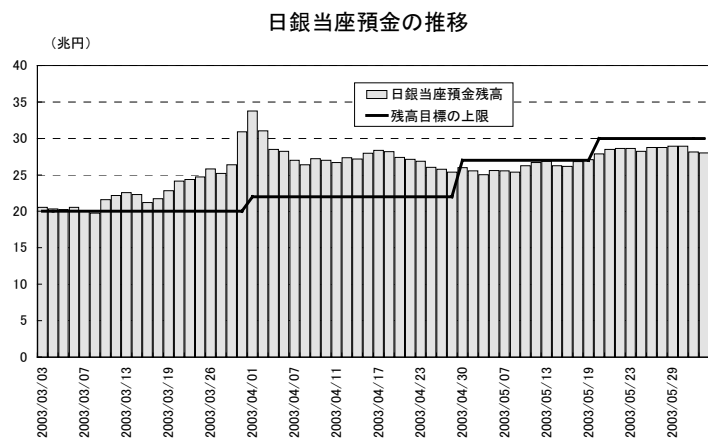
今回の声明文で特徴的なのは、為替への言及がなされたことだ。「欧米経済の回復力や東アジアでの新型コロナウイルスの影響を巡る不確実性に加え、株価、為替相場の不安定な動きなど、先行き不透明感がこのところ強まっている」とここ数回の引き上げに対しては株価への言及はあったが、為替について明記されたことは注目される。

輸出企業の採算レートに近い現在115円程度を割り込むと、日本経済の立ち直りのほぼ唯一の期待である外需主導の回復のシナリオもなくなってしまうとの懸念が強く、為替政策については政府、財務省、日銀での協調が強く取られているようである。

福井総裁の予防的な対応への疑問が噴出

福井総裁は就任以来、イラク戦争、今回のりそな問題に対して対応の早さと積極さを強くアピールし、「予防的な対応」として当座預金引き上げを実施してきている。しかし今回の決定会合でも当座預金引き上げに対して審議委員2人が反対するなど、当座預金引き上げの意味合いについての疑問の声が審議委員の中からも出始めている。

田谷審議委員が反対にまわったかどうかは、確定できないが、5/29日に行われた講演の中で、「足許のマナーマーケットがかなり落ち着いている状況下で、予防的に当座預金残高目標を引き上げることには難しい点があるのではないかと思う。そういう理由で当座預金残高目標を引き上げ続けた場合、マーケットは何を見て日本銀行の行動を予想したらいいのか非常に分かりにくく



なるのではないかと思う。」と述べ、福井体制で行われた「予防的な対応」の当座預金引き上げについて否定的な立場を表明している。当座預金引き上げによる緩和効果への疑問とともに、緩和決定の要因についても疑問が浮上してきているようだ。

先送りされた課題

今回の政策決定会合では、市場が注目している2つの課題については結論が先送りされた。ひとつは資産担保証券の具体的な買取り基準の提示、もうひとつは国債買入れ上限の問題である。

資産担保証券については、市場からのヒアリングの期限が5月9日となっていたことから、今回なんらかの買取り基準が出るとの予想があったが、5月の政策決定会合では議論がなかったようだ。

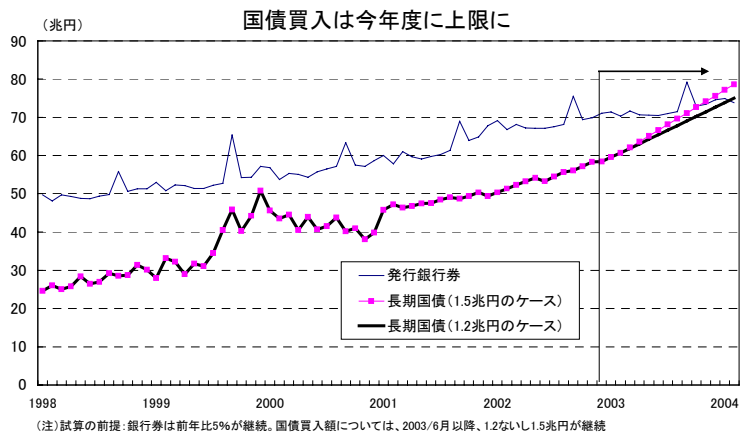
また国債買入れ問題についても決着が見送られている。現在のところ資金供給においては、国債買入を増額しなくても、当座預金目

標は達成できている。しかし銀行券の伸び率がここにきて急激に減少しており、実は国債買入れ

の余地は極めて限られている。図が示すように足元の現金預金の伸び率5%程度が今後続くと仮定した場合、現在の買入額である1.2兆円で据え置かれたとしても来年には上限に達する。買入額を1.5兆円に引き上げた場合には、今年中には上限に達してしまう。ポートフォリオバランス効果も極めて小さい中で、史上最低を更新し続ける長期金利をこれ以上上げて将来のキャピ

タルロス問題を大きくしてしまうのか、などの決着が待ったなしの状況となっている。

6月は2回(6/10-11日、25日)政策決定会合開催が予定されている。資産担保証券については6月中に具体的な指針が示され実施される可能性が高い。しかし国債買入れ問題への回答はもうしばらくかかるだろう。当面は昨今急減しているベースマネーの伸びへの対応が焦点となるだろう。産業再生機構、RCCなどが銀行から不良債権を購入する際の資金供与や、銀行への自己資本増強策を実施する場合の預金保険機構への貸出などを行う可能性が高い。



< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(5月の概況)

米国でもデフレへの懸念の高まりから長期金利が急速に低下したことなどが追い風となる中、国内債市場は10年国債入札(8日)を今月も無難に消化すると、長期金利(10年国債)が初めて0.60%を割り込んだ。その後、りそな銀行が公的資金を申請し事実上の国有化となることが明らかになったこと(17日)で、金融機関が資金繰りへの不安から資産流動化のための債券売りを出すのではといった思惑や、金融機関支援に向けた公的資金負担増に伴う国債増発への懸念から、一旦はポジション調整的な債券売りにより長期金利がやや上昇する場面も見られた。しかし、潤沢な資金供給を行うことで混乱を回避した日銀が、20日の政策決定会合で当座預金残高を引き上げることで量的金融緩和の強化を決定したことや、10年債に続き超長期国債(30年国債)入札も順調に消化されたこと(20日)から、需給面での安堵感の高まりを背景に金利低下基調が再び強まった。その結果、米景気改善期待などを好感して国内株が反発したにもかかわらず、長期金利は月末にかけて連日史上最低水準の更新を続け、28日、30日には10年金利が0.520%まで低下した。(なお、6月3日には0.495%まで低下。)

(当面の円金利見通し)

米国株高に伴い日本株も上昇するなど、米国における政策期待(減税、金融緩和)が世界的な株高へとつながっているにもかかわらず、国内金利は反転上昇する気配は感じられない。米国での政策期待相場が暫く続くことにより目先はもう一段の株高も期待される分、金利低下が一服する可能性もあるが、世界的なデフレ・ディスインフレ下で金利が上昇に転じる可能性は低く、低水準での推移に今後とも変化はないだろう。今後1ヶ月の国債10年金利の予想レンジは、0.45~0.60%。

最近の為替市場の動き

(5月の概況)

円ドルレートは、FRBが6日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)でデフレに対する警戒を強めたことから、米経済への先行き不安に伴いドル売り優勢となる中、スノー米財務長官が為替市場への介入に否定的な見解を示すなど、連日ドル安を容認するような発言を行った結果、116円近辺まで円高ドル安が進んだ。その後、急激な動きを警戒した政府・日銀が円売り介入を実施したため暫く小康状態を保ったものの、米国のドル高政策転換への思惑が払拭されず、再びドル売りの動きは活発化し、円は19日には1ドル115.10円の高値を付けた。

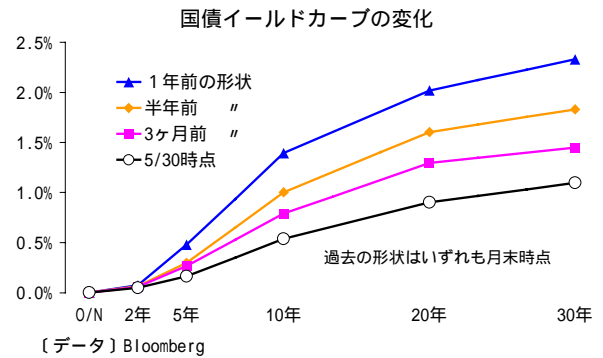
しかし、ここで政府・日銀による強力なドル押し上げ介入が入ったことで、円高の流れはようや

く止まった。さらに、米議会による減税案可決を好感した米国株反発、ECB が6月にも利下げを行うとの思惑の高まりに加え、ブッシュ政権が強いドルを支持する発言をくり返すことで市場のドル安懸念払拭に努めたことから、月末にかけてドルは対ユーロ中心に買い戻され、対円でも 119 円台まで円安ドル高が進んだ。

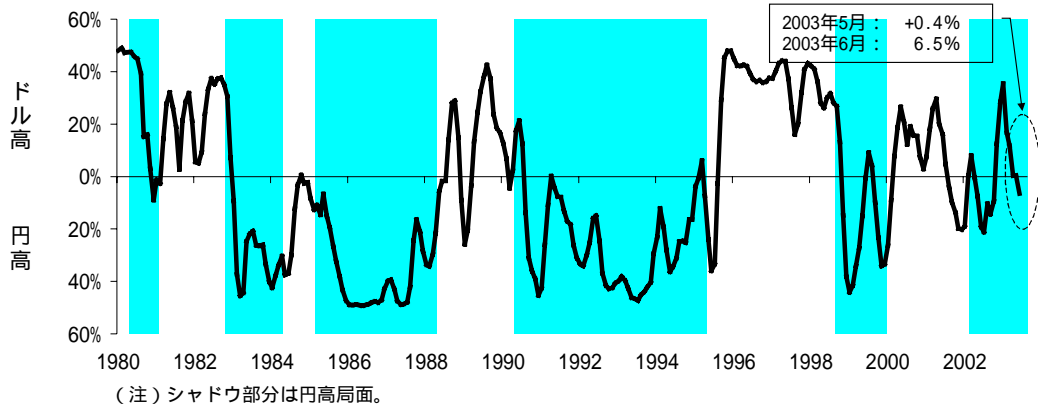
ドルユーロレートは、高金利通貨としての優位性を手掛かりにユーロ高が続き、一時 1 ユーロ = 1.19 ドル台まで上昇（対円では 140 円台まで上昇）したものの、月下旬にかけては ECB による利下げへの思惑や米国株の反発を背景にドルの買い戻しが強まり、ユーロ売りが優勢となった。

（当面の見通し）

為替市場では、膨大な規模の円売り介入、減税・金融緩和の政策効果を期待した米国株高、ECB の利下げ期待などで、一時的にユーロ高、円高、ドル安の流れに歯止めがかかった。こうした状況下、目先こそ米政策効果への期待がドルの追い風となるものの、多額の経常収支赤字が依然としてドルの重しとなることに変化はないものと思われるし、米国にとって国内経済の現状がインフレ警戒からデフレ警戒へと変化する状況において、必ずしも持続的なドル高が国益とはならないだろう。そういった点が確認されるにつれて、ドルの上昇余地には限りがあることを、市場は改めて認識すること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、115 ~ 120 円。



為替インデックス（円ドル）：6月は 6.5%と小幅円高サインに転換



6月の為替インデックス（円ドル）は 6.5%と、前月に比べ6.9ポイント下落し、小幅ながら円高の確率が高まったことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

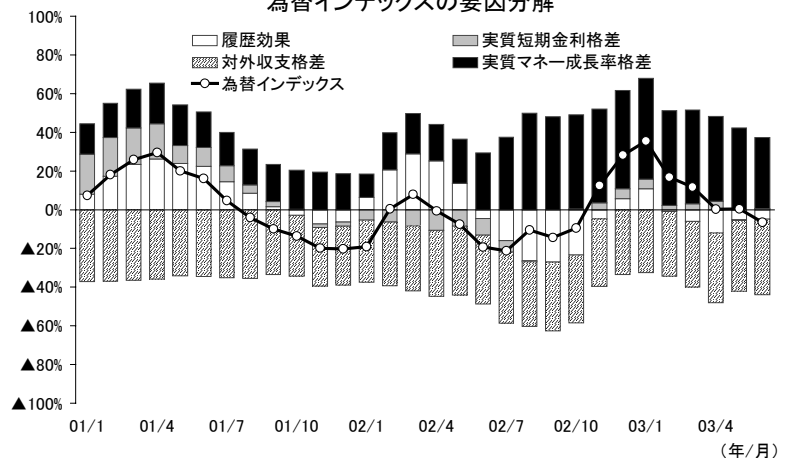
- 1) 実質短期金利差： ほぼ中立が継続。但し、米国で物価の小幅下落に伴い実質金利がやや上昇した分、実質短期金利差が拡大したため、月次変動要因としての寄与度は0.9ポイントとわずかにドル高寄与であった。
- 2) 対外収支格差： 引き続き円高要因。対前月ベースで見ても、日本の経常収支黒字がやや拡大したため、月次変動要因としては2.5ポイントの円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差： ドル高要因が解消する傾向が継続。日本のM1伸び率が一段と鈍化しており、単月ベースでは5.6ポイントの円高寄与となった。

なお、月平均で見れば年初以降の円ドルレート変動幅は狭まってきており、今月の履歴効果の寄与度は、ほぼゼロであった。

為替インデックス（過去1年分）

| | |
|----------|--------|
| 2002年6月 | -19.2% |
| 2002年7月 | -21.1% |
| 2002年8月 | -10.4% |
| 2002年9月 | -14.4% |
| 2002年10月 | -9.4% |
| 2002年11月 | 12.5% |
| 2002年12月 | 28.3% |
| 2003年1月 | 35.6% |
| 2003年2月 | 16.9% |
| 2003年3月 | 11.7% |
| 2003年4月 | 0.3% |
| 2003年5月 | 0.4% |
| 2003年6月 | -6.5% |

為替インデックスの要因分解



< トピックス：予想を超えた上昇を続けるユーロ >

(担当：熊谷)

発足当初の水準を超えたユーロ

1ユーロ = 1.1667ドル、132.80円で1999年に取引が開始されて以来、ユーロは3年間、ほぼ一本調子で下落を続けた。しかし、2000年末～2001年にかけて下げ止まった後、昨年は対ドルでパリティー（1ユーロ = 1ドル）を回復、さらにその後もユーロ高が進んだ結果、先月には一時、対ドル・対円とも最高値を更新する水準までユーロ高が進んだ。年初時点でこれほどまでのユーロ高を想定した市場関係者は、一体何人いたであろう！

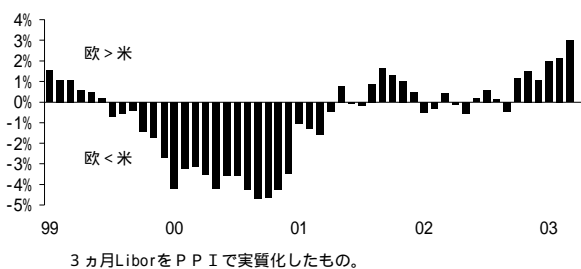
ユーロが上昇に転じた背景

発足直後に存在したユーロ安要因は、ここにきてほぼ解消され、むしろユーロ高要因となっている。例えば実質金利差を見ると、ユーロ圏金利の対米金利差はユーロが発足した1999年半ば以降、大幅なマイナスが続いており、期待成長力の面でユーロ圏が米国に劣っていたことを物語っている。そして、期待成長力の高さを背景に世界的な対米投資が最高潮にあった当時、欧州からもM&Aや企業買収を含む米国向け投資が積極的に行われていた。その結果、ユーロ圏の対外直投・株式投資収支は大幅な赤字を計上し、これもまた市場のユーロ安心理を高めた。さらに、経常収支の面から見ても、米国ほどではないにしろユーロ圏が赤字となっていたことも、ユーロ安圧力がかかりやすい要因となっていた。

しかし、2001年以降の米国における株式バブル崩壊をきっかけに、ユーロのおかれた立場は大きく変わった。まず、景気後退を背景にFRBが大幅な利下げを行い、米国が実質金利を引き下げた結果、ユーロの対米金利差は逆転しプラスとなった。また、対米企業投資への魅力が薄れ、投資資金の本国回帰が進んだことなどから、ユーロ圏の対外直投・株式投資収支は、域内への資金流入超が続くようになった。さらに、発足以降のユーロ安の効果もあり、ユーロ圏の経常収支は黒字に転換し、米国の赤字拡大とあいまって欧米間の経常収支格差が拡大した。このように、発足当初ユーロ安の背景となっていた主な要因は、ほぼ全てユーロ高をサポートする材料に転換した。

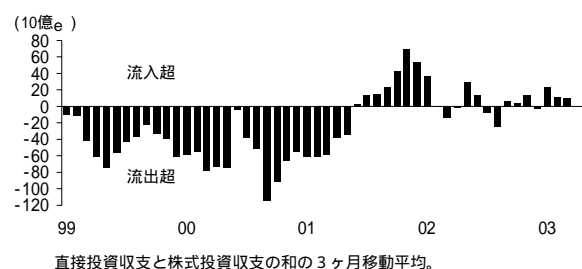
こうした要因に加え、日米欧とも経済が低迷し、三すくみの状態に陥った中、地政学的リスクの高まりとともに行き場を失った資金は、世界的な金利低下局面において相対的に高金利を有した

欧米金利差（欧 - 米、実質ベース）



〔データ〕英国銀行協会、ECB、米労働省より作成

ユーロ圏の対外直投・株式投資収支



〔データ〕ECB

ユーロに集まった結果、対ドルのみならず対円でも上昇を続けた。

2002年以降は、実際にユーロ紙幣が使用されるようになったこともまた、発足当時との大きな違いである。金融取引だけでなく一般市民の間でユーロが利用され始めたことは、通貨に対する信認を高める上で、目に見えないユーロ高効果をもたらしている可能性もあろう。

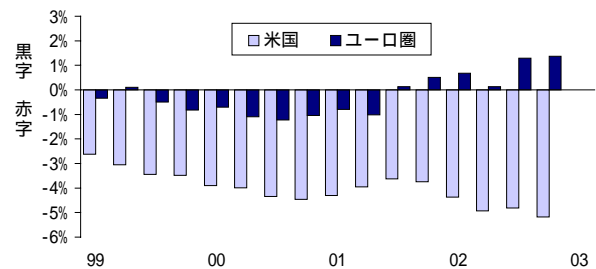
さらに、もう少し長い眼で見た場合、EUの東方拡大を背景にユーロ圏が拡大を続ける可能性があり、また、現時点では不参加状態にある英国やデンマークが、今後ユーロに参加する可能性も残されている。大きな経済格差が存在する中での通貨統合については賛否が分かれるところだが、少なくともユーロ圏拡大が通貨としての認知度の高まりや利用の増大をもたらすとともに、米国による独仏以外の周辺国取り込みなどを通じた欧州の分裂回避につながるのであれば、基軸通貨の役割の担い手として将来の存在感向上につながることも十分考えられ、ドルにとってはいずれ脅威となる可能性もあろう。

今後のユーロ：上昇の可能性残すも割高感増す

今年に入ってからのユーロ高がかなり急ピッチだったことを勘案すれば、これ以上の短期的な上昇には警戒が必要と思われるものの、昨年来のユーロ高をもたらした上記要因に変化が見られない限り、ユーロが大きく売られる可能性は低いだろう。ECB利下げの思惑やブッシュ大統領による「強いドル支持」発言に伴う最近のユーロ高一服も、金利が低位安定する局面でユーロ金利と米金利が逆転でもしない限り、持続的なユーロ売りにはつながらないと思われる。しかも、米国の経済情勢（膨大な経常収支赤字、デフレへの警戒、脆弱な景気回復）から見て、急落でもしない限り米当局サイドから秩序あるドル安を阻止する理由が見当たらないことからしても（実際、米当局は強いドルを支持しつつ、水準は市場が決めるとの見方を貫徹している）、ユーロの下落余地は乏しいものと思われる。

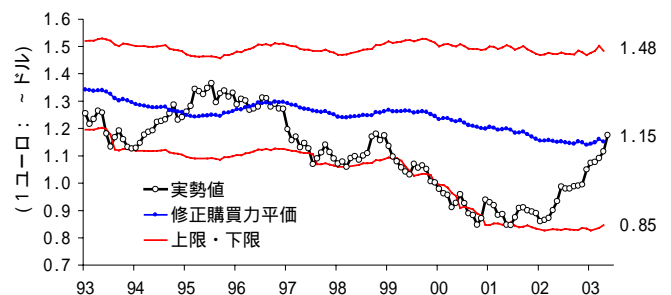
しかし、ここにきて欧州当局の一部からユーロ高の景気への悪影響に対する懸念を示すコメントや、米国を重要な市場とする自動車や薬品を中心に通貨高を背景としたユーロ域内企業の業績悪化が目立ち始めた。こうした点から、ユーロが徐々に割高になりつつあることが確認され、これ以上の上昇はユーロの過大評価につながるとの見方をしておくべきではないだろうか。

米・ユーロ圏の経常収支（名目GDP比）



〔データ〕米商務省、ECB

購買力平価から見たドルユーロ



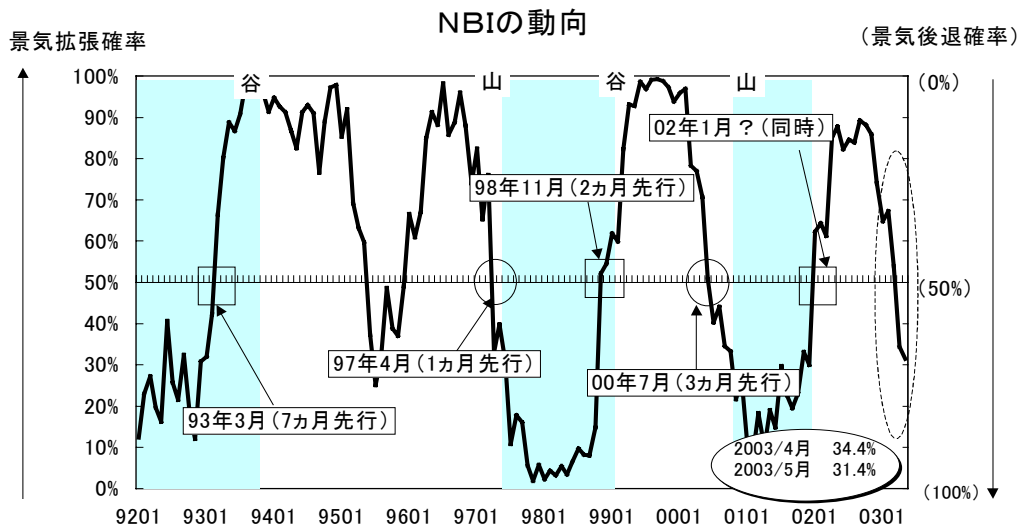
〔注1〕2003年6月時点の修正購買力平価は、1990年1月～2003年3月の各月を基準とする159の相対的購買力平価（生産者物価基準）の平均値。上限・下限はその最大値と最小値。
〔注2〕1999年以前のドルユーロ実勢値はDatastreamが算出した合成値を使用。

〔データ〕Eurostat、米労働省、Datastream

ニッセイ基礎研インデックス：4月 NBI は景気後退局面入りを示唆

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 4月 : 34.4%、5月 (予測値): 31.4%

・4月 NBI は景気転換点を示す 50%ラインを下回り、景気後退期入りのサインが点灯した。



(注) ①「○印」は景気後退期入り、「□印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。()内の先行期間は景気の高・谷までの期間。
 ②網かけ(シャド)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
 ③2003年4月までは実績値に基づく計測、5月は一部予測に基づく予測値。

| | 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 | 前期比 | 水準 |
| 02/7 | 84.6% | 536,168 | ▲ 0.1% | -21.1% | | |
| 02/8 | 83.9% | 539,900 | 0.7% | -10.4% | | |
| 02/9 | 89.2% | 547,016 | 1.3% | -14.4% | | |
| 02/10 | 88.2% | 545,832 | ▲ 0.2% | -9.4% | | |
| 02/11 | 85.9% | 546,551 | 0.1% | 12.5% | | |
| 02/12 | 74.1% | 538,121 | ▲ 1.5% | 28.3% | | |
| 03/1 | 64.8% | 542,116 | 0.7% | 35.6% | | |
| 03/2 | 67.3% | 545,046 | 0.5% | 16.9% | | |
| 03/3 | 53.9% | 543,701 | ▲ 0.2% | 11.7% | | |
| 03/4 | 34.4% | 542,194 | ▲ 0.3% | 0.3% | | |
| 03/5 | 31.4% | | | 0.4% | | |
| 03/6 | | | | -6.5% | | |

(注1) 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2) NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定 (2003年5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50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定。

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5月30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)