

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

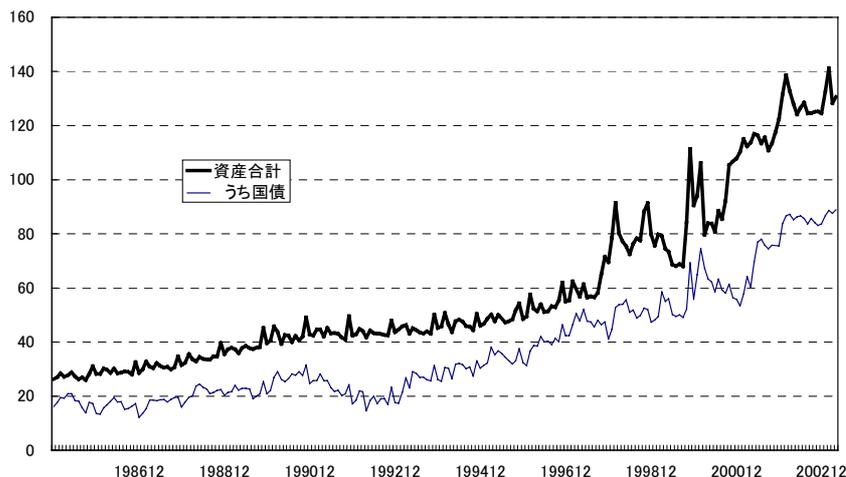
< 日銀ウォッチ >

1. 6月後半の政策決定会合は福井総裁誕生後初めて、「新政策なし」の会合となった。3月の就任以来、イラク戦争、リソな実質国有化などの問題に「危機モード」で早め早めの対応を続けてきたが、株価もここにきてかなり上昇しており金融システムへの不安も和らいでいる。今後はデフレ克服に向けどのような効果的な措置を講ずることができるのか「通常モード」の議論にシフトする。
2. 日銀は保有国債の評価を低価法で行ってきたが、平成16年度から保有国債の評価方法を低価法から償却原価法に変更する。これによって 国債買入増額要請がさらに強まる、将来の金融引き締め時には、国債売りオペは行わない、という点は注意が必要だ。

< 金融・為替市場 >

1. 当面は過度の長期金利低下が修正される動きが支配的となるが、世界的ディスインフレ環境下では金利が持続的上昇に転じたと判断するのは早計であろう。
2. 年後半の米景気回復期待を背景にドルの上昇余地を探る展開が続いた後、次第にドルのマイナス要因にも眼が向けられることでドル高にも限りが出てこよう。

(兆円) 拡大する日銀の資産



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)

福井総裁就任後初めて「新政策なし」の政策決定会合

6月は2回の政策決定会合(6/10,11日と24,25日)が開催された。6月初めの会合では、懸案となっていた資産担保証券の買取基準が公表された。後半の決定会合では、当座預金残高目標を27兆30兆円程度に据え置き、新総裁誕生後初めて、「新政策なし」の会合となった。

福井総裁は3月の就任以来、イラク戦争、りそな実質国有化などの問題に「危機モード」で早め早めの対応を続けてきた。下表にあるように毎会合ごとに、当座預金の引き上げ、金融機関の株式買入れ上限の引き上げ、資産担保証券の購入決定など何らかの政策を矢継ぎ早に決定してきた。株価もここにきて日経平均が9000円台を回復し、金融システムへの不安も和らいでいる。今後はデフレ克服に向けどのような効果的な措置を講ずることができるのか「通常モード」の議論が中心となる。

福井総裁就任後の金融政策

		当座預金残高の引き上げ	その他の緩和政策
3月	25日(臨時金融政策決定会合)	-	○金融機関保有株式買入れ上限の引上げ公表
	25日(政策委員会・通常会合)	-	-
4月	7・8日	-	○資産担保証券買入れ検討公表
	30日	○22-27兆円程度に	-
5月	19・20日	○27-30兆円程度に	-
6月	10・11日	-	○資産担保証券買取基準公表
	25日	-	-

資産担保証券買取基準の公表

日銀は6/10-11日の政策決定会合で、資産担保証券買入れの枠組みを決定・公表した。買入れの対象は資産担保証券、クレジットリンク債券、資産担保CPで、その裏付資産に占める中堅・中小企業(=資本金10億円未満の会社)関連資産の割合が、金額ベースで5割以上であることが条件とされるなど、中小企業への資金繰り対策としての意味合いが強いものとなった。

市場価格形成を歪めないことへの配慮から日銀の買取増額は上限1兆円とし、7月までに購入を開始、2005年度までの時限措置とする。金融政策の手段として民間資産を買い切るのは初めてではあるが、市場規模が小さいことなどから効果は極めて限定的なものにとどまろう。

国債の評価方法を変更

日銀は長期国債買い切りオペを導入した昭和41年以来、保有国債の評価を低価法で行ってきたが、平成16年度から保有国債の評価方法を低価法から償却原価法に変更する。償却原価法とは、

債券の取得価額と償還価額の差額を、償還期まで每期利息に計上し、貸借対照表に加減する方法である。

確かに日銀の長期国債買入は「成長通貨の供給」が目的のため満期まで保有するという性格のものであり、低価法はもともとなじまないものであった。今回の変更が政策的に意図されたものであるかは別として、足元の国債保有の規模（日銀の資産総額は128兆円、保有国債は87兆円、うち長期国債は資産総額の約47%の59.8兆円となっている）からすれば、金利上昇による含み損が問題となっていた¹ことは事実だろう。

今回の措置によって、国債買入増額要請がさらに強まる、将来の金融引き締め時には、国債売りオペは行わない、という点は注意が必要だ。

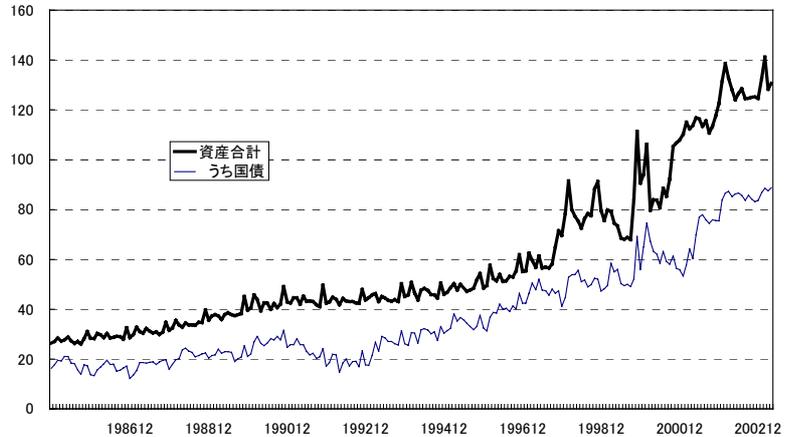
国債買い入れ増額要請

一層の国債買入増額に対するの反対意見として、将来の金利上昇による国債のキャピタルロスが日銀の資本毀損を引き起こしかねないという意見がある。しかし今回の変更によりキャピタルロス問題は大きく減じたことになり、国債買入増額要請はさらに強まることが予想される。日本経済は後退局面に転じているが、政治的には秋の総選挙まで動きにくい展開が続くことから日銀への要請はさらに強まるだろう。

引き締め時：短期のオペと準備率で対応

物価が上昇した場合には、金融政策は転換し資金吸収が必要になる。日銀のバランスシートからすれば大量の国債の売りオペにより資金吸収を行うという選択肢が当然あったが、今回の変更により国債は満期保有が前提となることから売りオペの対象として利用することはできない。主として売出手形オペや国債売現先オペといった短期のオペや、準備率の引き上げによって金融引き締めに対応することになる。

(兆円) 拡大する日銀の資産



日銀バランスシート(2003年6月20日現在)

(兆円)

買現先勘定	6.4	発行銀行券	69.3
買入手形	25.7	当座預金	29.2
国債	87.0	売現先勘定	12.8
長期国債	59.8	売出手形	4.0
短期国債	27.2	引当金勘定	2.8
金銭の信託(信託財産株式)	1.5	資本金	0.0
		準備金	2.5
合計	128.3	合計	128.3

(資料)日本銀行

¹2/18日、速水前総裁は定例記者会見で「1%金利が上がるだけで約1兆円の損が出るといったようなことを考えると、あまり集中して国債を増やしていくということは、財務の健全性の建前からやや偏る」と発言していた。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(6月の概況)

5日に欧州中銀（ECB）が50bpの利下げを実施し、世界的な金融緩和・低金利の流れが確認されると、国内債市場では長期金利の低下度合いが加速し、10日には10年国債金利が史上最低の0.430%まで低下した。しかし、月半ばに発表された一連の米経済指標が、企業マインドの予想以上の改善と物価の下げ止まりを示したことで、FRBの大幅利下げ期待と世界的なデフレ懸念がいずれも後退したため、過度の金利先安感が修正されるかたちで長期金利は上昇に転じた。その結果、19日には金利上昇に伴う損失拡大を嫌気した狼狽的な債券売りが相次ぎ、10年国債金利が日中一気に20bp近く上昇、債券先物市場でもストップ安（2円）手前まで売り込まれる展開となった。その後、国内経済の環境には大きな変化がないとの認識から債券が買い戻され、長期金利は一旦0.6%台まで低下したものの、24-25日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ幅が25bpにとどまると、50bpの利下げを期待していた市場参加者の失望売りでFRBの景気認識が楽観的であるとの見方の広まりを背景に米金利が大幅上昇したため、国内金利も再度上昇し、月末には10年国債金利が一時0.875%を付けた。

(当面の円金利見通し)

米金融政策を巡る思惑が一巡するとともに、行き過ぎた悲観論の台頭による過度の長期金利低下が修正される局面にある中、長期金利（10年国債）が1%台まで上昇する可能性は残されている（7/3には一時1.125%まで上昇している）。しかし、国内外におけるデフレ/ディスインフレの流れが終焉したとは思えないことから、インフレ期待を伴って円金利が持続的かつ本格的上昇に転じた可能性は低く、ゼロ金利が維持される中でのイールドカーブのベアスティープ化にも限界があると思われる。今後1ヶ月の国債10年金利の予想レンジは、乱高下の継続も想定し、やや広めの0.6~1.1%。

最近の為替市場の動き

(6月の概況)

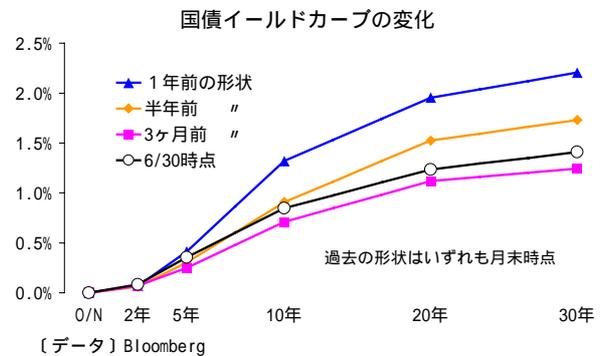
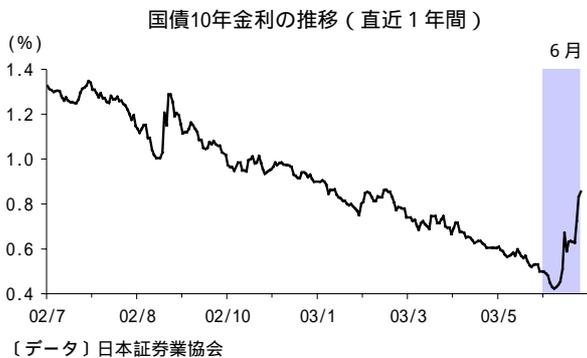
月初はECBの金融政策を巡る思惑の変化からドルが対ユーロで上下に振れる中、円ドルレートも1ドル=118~119円台で揉み合う展開が続いたが、米大幅利下げに対する期待が強まる中、徐々にドルの上値は重くなり、13日に発表された6月ミシガン大学消費者信頼感指数（速報）が予想に反して前月比で下落すると、一時117円台前半まで円高が進んだ。しかし、117円近辺では政府・日銀の円売り介入警戒感が根強いのに加え、その後発表された製造業の景況感指数が大幅な改善を見せたのに伴い米国株が一段高となったことや、5月消費者物価指数の伸び率が予想された

ほど鈍化せずデフレ懸念が後退したことから、FRBによる大幅利下げ実施の思惑は後退した。実際、24-25日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ幅が25bpにとどまると、米金利先安感の一巡と米景気回復期待の高まりを背景にドル買いが強まった結果、月末には一時120円台まで円安ドル高となった。

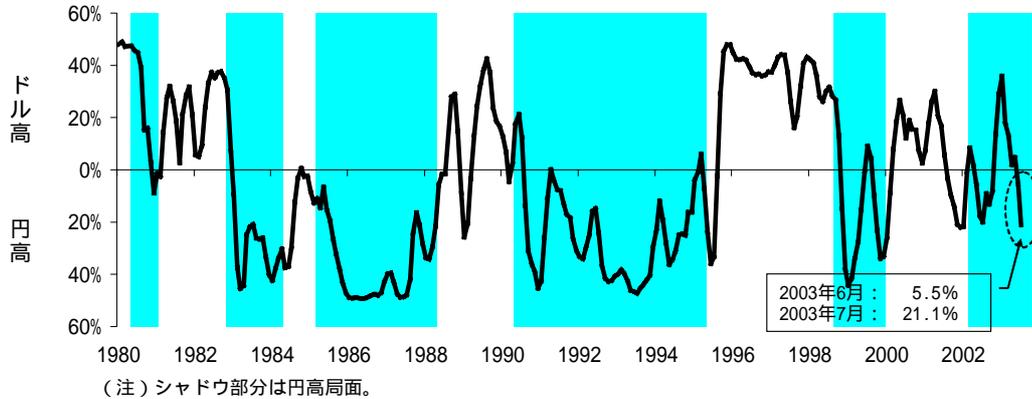
ドルユーロレートは、ECBの利下げを巡る思惑を背景に暫く1ユーロ=1.16~1.18ドル近辺で揉み合った後、FRBの利下げ（25bp、25日）がECBの利下げ（50bp、5日）に比べて小幅にとどまった分、欧米金利差縮小と米景気回復期待に伴うドル買いが優勢となり、月末には一時1.14ドル近辺までユーロ安が進んだ。

（当面の円ドル見通し）

為替市場では、政策効果による米景気回復期待とECBの追加緩和への思惑を背景に、金利差を主因としたユーロ主導から、景況認識格差を主因としたドル主導の流れへと転じつつある。当分の間、下期の米経済回復を裏付ける指標が出るか否かに注目しながら、ドルの上昇余地を探る展開が続こうが、120円台では本邦輸出企業による円買いが活発化する可能性があるのに加え、ドルのマイナス要因（景気回復の持続性、デフレ警戒の継続、膨大な経常収支赤字）も依然解消されていないことから、ドル高にも限りが出てこよう。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、116~121円。



為替インデックス(円ドル): 7月は 21.1%と円高サイン継続



7月の為替インデックス(円ドル)は 21.1%と、前月に比べ 15.6 ポイント下落し、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:

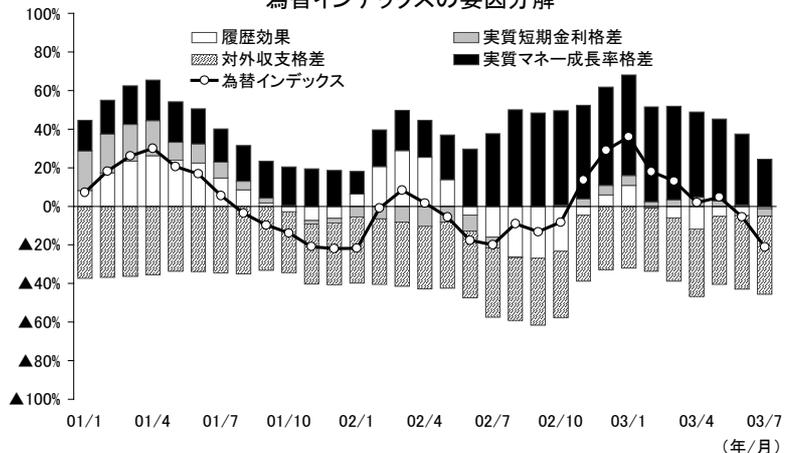
- 1) 実質短期金利差: ほぼ中立が継続。但し、米国の物価上昇率がやや高まり、米実質金利が若干低下した分、月次変動要因としての寄与度は 4.5 ポイントの円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き円高要因。対前月ベースで見ても、米経常収支赤字の増大基調の継続と拡大気味にある日本の経常収支黒字を反映し、月次変動要因としても 2.5 ポイントの円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ドル高要因が解消する傾向が継続。前月に続き日本のM1伸び率が一段と鈍化しているため、単月ベースでは 12.2 ポイントの円高寄与となった。

なお、今月も月平均で見た場合の円ドルレート変動幅が小さくなっているのを反映し、履歴効果の寄与度は非常に小さく、今月は 3.6 ポイントのドル高寄与にとどまった。

為替インデックス(過去1年分)

2002年7月	-19.9%
2002年8月	-9.1%
2002年9月	-13.2%
2002年10月	-8.2%
2002年11月	13.6%
2002年12月	29.0%
2003年1月	36.0%
2003年2月	17.9%
2003年3月	13.0%
2003年4月	2.0%
2003年5月	4.8%
2003年6月	-5.5%
2003年7月	-21.1%

為替インデックスの要因分解



(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)