

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

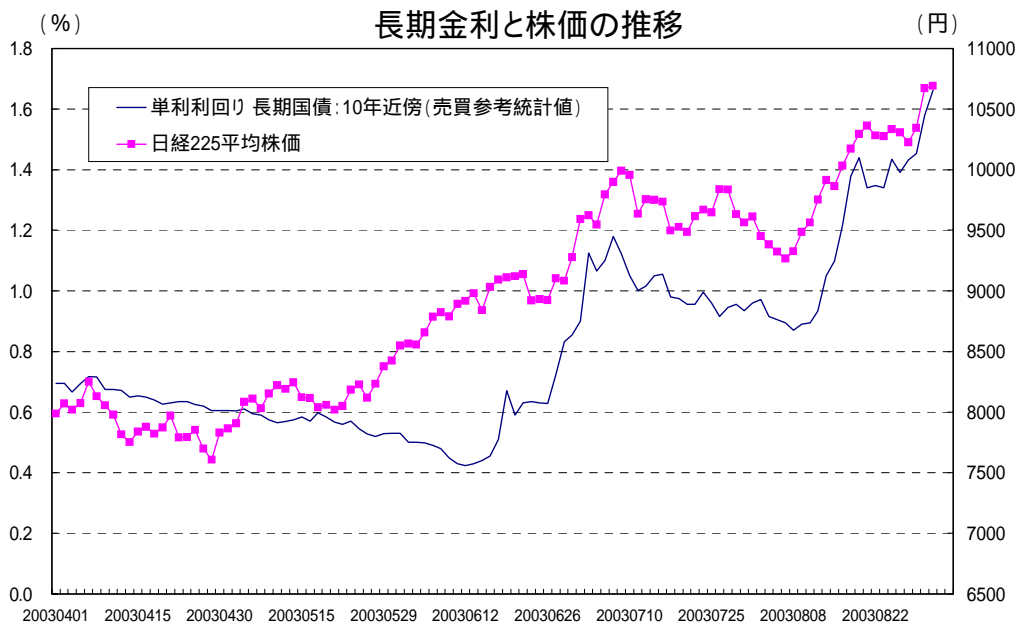
金融・為替市場の動き

< 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀の金融政策は、当面「現状維持」が続く。
2. 今後も長期金利の上昇が続けば、日銀に国債買入増額、物価目標導入の圧力がいっそう高まるだろう。現在続けている短期市場での資金供給で「市場の期待の安定」が図れるかが最大の焦点となりそうだ。

< 金融・為替市場の動き >

1. デフレ解消を手掛かりに日銀が早々にゼロ金利解除/国債買切減額に動くのを期待するのは無理があると思われることから、長期金利の持続的上昇にも限界があろう。
2. 日本経済に対する急速かつ意外なほどの楽観的見方の広がりが見先の円買い要因になることや、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ことから、円ドルレートには円高ドル安圧力がかかりやすい環境が続こう。



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 TEL: (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)

6月中旬以降、趨勢的に金利上昇が続いている。株価堅調、景気の回復、海外市場への楽観的な見方が強まっていることが重なり、実にこの3ヶ月間で約**120bp**も金利が上昇している(図表1、2)。

超悲観論の修正

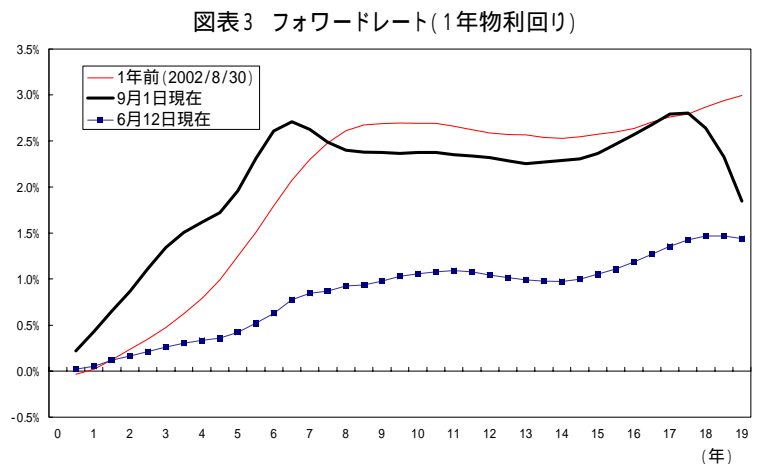
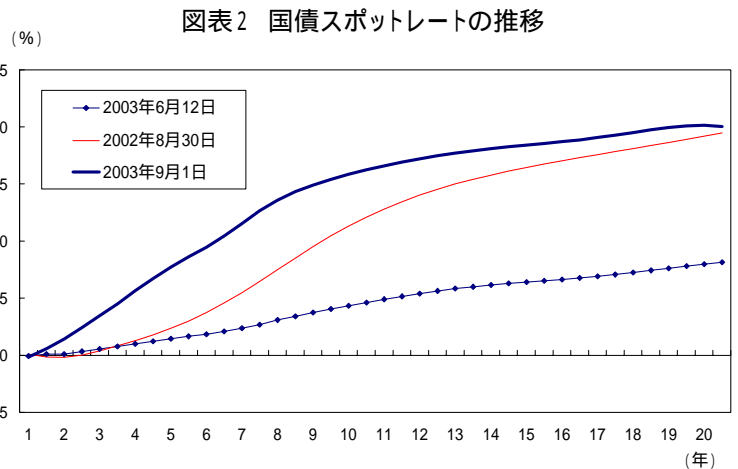
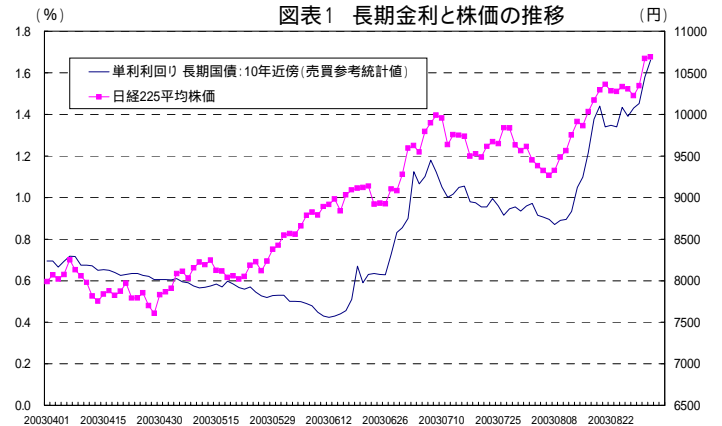
今年に入って長期金利は低下の一途をたどり、6月中旬には連日最低金利を更新し、**6月12日には10年国債が終値で0.423%**を記録した。

この時点のフォワードレートを見ると**10年経っても10年債の金利は1%台前半**だった。また

図表3のように**20年経っても短金利(1年物利回り)**は1%台半ばにしか上昇しないという状況を金融市場が織り込んでいたことがわかる。明らかにこの水準は異常であり、長期金利低下が行き過ぎた状況であった。

その後、りそな問題解決に対して賛否はあろうが処理が済み、また実体面では**2002年1月**を景気の谷とする今回の景気回復が**2003年度上期**に本格的な調整局面を迎える恐れが縮小するなど、先行きに対する楽観的な見方が強まり、株高、金利上昇の展開が続いた。

現在(9月1日現在)のイールドから導き出されるフォワードレートを見ると、3ヶ月前と比べて、市場の予想する短期金利の推移が大きく前倒



しかつ上方に大きくシフトしている。行き過ぎた超悲観論の修正が行われている。

早期、量的金融緩和解除を織り込む市場

ただ問題となるのは、3カ月前との比較では修正は当然としても、どこまでの修正が妥当なのかの判断だろう。

ひとつの目安として悲観・楽観の度合いを株価で見るとするのは有効である。ちょうど1年前、日経平均株価が1万円程度で、その当時の債券市場の先行き予想と足元を比較してみよう。短期金利（1年物利回り）のフォワードレートの現在（9月1日）と1年前（2002/8/30日）を比較すると、1年時間が経過した分を差し引いても（昨年のフォワードレート（2002/8/30日）は1年たった現在では、全体に左に1年分シフトしたものと同じである）、1年程度イーロドが左にシフトしている。特に短期ではゼロ金利が今後1-2年の短期間で解除されることを織り込む形となっている。

昨年度当研究所が発表した「中期経済見通し」ではデフレ解消の時期を2007年以降と予測していた。足元の景気回復を織り込んでも、さらにこの1年間の不良債権の進展や、その反対サイドである企業の財務強化が進んでいるとはいえ、依然大きなGDPギャップが存在しているとの認識は変わっておらず、早期にデフレ解消はできないとの見方は今のところ変えていない。植田審議委員は「今の量的金融緩和政策を簡単には終わらせられない」とコメントするように、市場の動きほどデフレ解消に向けた実体経済の動きがそれほど速くなっているわけではない。

このところの債券の上昇で債券市場のボラティリティーは急上昇している。株価が上昇しているとはいえ、リスクコントロールの必要性から大手銀行の債券残高圧縮の動きは強まるはずだ。景気が上向きかけている上に、20年長期国債発行増額のように財務省は今後も債券長期化を図ることはほぼ間違いない。このような状況を勘案すれば、日銀の時間軸効果が強烈に効いているとはいえ、長期金利が強含む展開が当面続くことは避けられない。

また、自民党総裁選では小泉優勢との報道がなされているが、小泉内閣が倒れた場合財政拡大への転換の可能性が高く、債券市場をここ数年支えてきた緊縮路線が大きく転換される可能性もあり、これも相当程度の金利上昇要因となるだろう。

しかしデフレ解消の時期がそれほど早くないという認識が市場にあらためて広がっていけば、長期金利のこれ以上の上昇余地も限定されよう。

日銀も「行き過ぎの長期金利上昇」に警戒感

福井総裁は9月3日、長期金利が8月中旬以降再び急上昇していることについて「私どもも長期金利の上がり方は少し急ピッチだと素直に思っている」とコメント、それまでは長期金利の動向を静観していたが、急ピッチな上昇への懸念を示した。

また日銀は短期市場において、8月27日には手形買いオペの期間をこれまでの6カ月程度から、8カ月超と期間を一気に延長した。昨年よりも約2カ月も早く、「3月期末越え」の資金供給を行



った。1兆円を越える資金供給も連日行い、早期の量的金融緩和解除への思惑をけん制するために、大規模かつ期間の長い資金供給を続けている。

当面の金融政策は、景気実体の上向き始めており「現状維持」が続くだろう。ただ長期金利上昇が続く場合、日銀としての選択はかなり難しくなる。

長期金利上昇の抑制のため、買入国債を増額すべきだとの圧力が高まることは間違いない。さらに長期金利が上昇しているのは、量的金融緩和後、物価が急上昇してしまうと市場が考えているからだとの意見から、日銀は物価目標の導入をすべきだとの主張も強まるだろう。現在続けている短期市場での資金供給で「市場の期待の安定」が図れるかが最大の焦点となりそうだ。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(8月の概況)

債券相場では、5日に行われた10年国債入札におけるクーポンが9ヶ月ぶりに1%台で設定されたこともあり、入札が無難に終了したため、買い安心感から10年国債が一時0.8%台まで低下した。しかし、米金利上昇に対する警戒感に加え、4-6月期GDPが予想以上の回復(12日)を見せたことで、景気回復期待が一段と強まった分、それ以上の金利低下は実現しなかった。月央にかけて実施された5年債(12日)、20年債(19日)入札も10年債同様、比較的順調な消化となったものの、日経平均株価が18日には終値ベースで昨年8月以来となる1万円台を回復するなど、景気回復期待を手掛かりに株高が続く中、半期末を控えた金融機関による債券売りが止まらない状況となり、中期債中心に売り込まれ、10年国債は一時1.5%台半ばまで上昇した。このレベルでは、投資家の押し目買いが入ることから、それ以上の金利上昇は阻止されたものの、債券市場では株高による売り水準感からの押し目買いが交錯し、月末にかけて乱高下が続いた。(なお、9/3には10年国債利回りが一時1.675%まで上昇した。)

(当面の円金利見通し)

米景気回復を前提とした世界的な株高基調が続く中、日経平均が1万円台で定着するなど、日本でも予想以上の株高となっている。こうした状況下、金融機関の売却対象が当初の10年超ゾーンから、次第に中期ゾーンにまで及んでおり、結果的にイールドカーブは、来年には25~50bp程度の利上げが実施されることを織込む形状となっている。たしかに、株高が続く限りにおいて、日中の金利変動幅が10bpを超えるといった非常に不安定で落ち着きどころが見えない債券市場に対し、安定的に資金流入が起きるのは当分望めないだろう。しかし、その一方で世界的なデフレーション環境が早急に是正されることで、日本でもデフレ解消を手掛かりに日銀が早々に金融政策変更(ゼロ金利解除、国債買切減額)に動くのを期待することには、無理があると思われる。従って、8月以降の短中期ゾーンの金利上昇は行き過ぎであり、長期ゾーンについても持続的な金利上昇には限界があろう。今後1ヶ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.0~1.7%。

最近の為替市場の動き

(8月の概況)

円ドルレートは、月初には米景気回復期待を手掛かりに1ドル=120円台定着を目指す動きとなったものの、本邦輸出企業の根強い円買い需要などで、円安も限定的となった。その後、8月の米国債利払いを控え、本邦投資家による利息分の円転需要の思惑が高まるとともに、対ユーロなどでの円買いが強まるにつれ、じりじりと円高が進んだものの、118円近辺では政府・日銀の円売

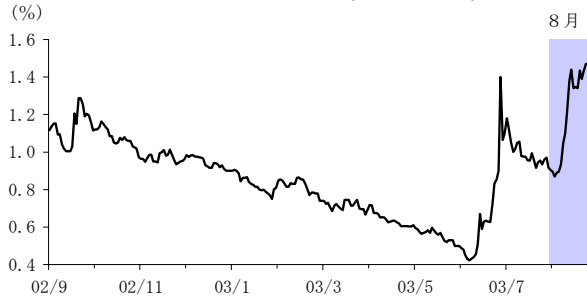
り介入警戒感が根強いことや、月央にかけて発表された米経済指標が相次いで予想以上に良好な結果を示したこと、一旦は円高の流れが止まった。しかし、月後半は日本株投資に伴う海外投資家の円買い需要、対ユーロでの円買戻し圧力の継続、本邦輸出企業のドル売り需要などに支えられるかたちで、円は再びじりじりと上昇する展開となり、月末に財務省が8月の円売り介入がゼロだったことを公表すると、介入警戒感の希薄化から海外市場で一気に116円台まで円高ドル安が進んだ。

ドルユーロレートは、米景気回復期待を背景に、対ドルで売り圧力が強まったのに加え、対円でも日本の景気回復期待に伴う円買いや利益確定のユーロ売りが続いた分、軟調な展開が続き、一時1ユーロ=1.07ドル台、対円でも126円台までユーロが売り込まれた。

(当面の見通し)

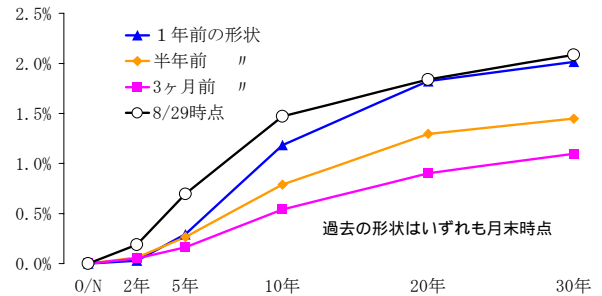
為替市場では、米景気回復期待が根強いにもかかわらず、日本経済に対する急速かつ意外なほどの楽観的見方の広がりによって日本株高が続いていることもあり、ドルの上値/円の下値が限られる展開となっている。こうした中、目先は政府・日銀の円売り介入によって円が押し下げられる可能性こそあるものの、日本経済に対する投資家の好評価が目先の円買い要因になることや、多額の経常収支赤字が依然としてドルの重しとなることに変化はないことから、円ドルレートには円高ドル安圧力がかかりやすい環境が続こう。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、115～120円。

国債10年金利の推移 (直近1年間)



[データ] 日本証券業協会

国債イールドカーブの変化



[データ] Bloomberg

円ドルレートの推移 (直近1年間)



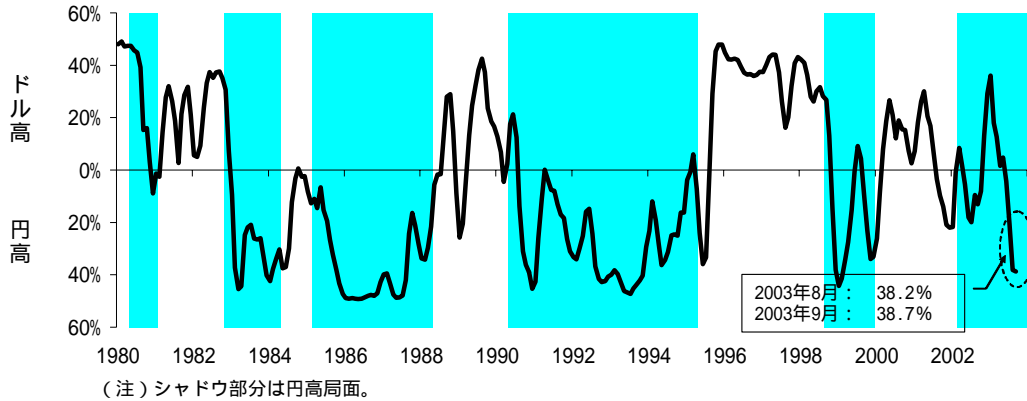
[データ] 日本銀行

ドルユーロレートの推移 (直近1年間)



[データ] ECB

為替インデックス(円ドル): 9月は 38.7%と円高サイン継続



9月の為替インデックス(円ドル)は ▲38.7%と、前月に比べ0.5ポイント下落し、円高の圧力が依然高いことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り:

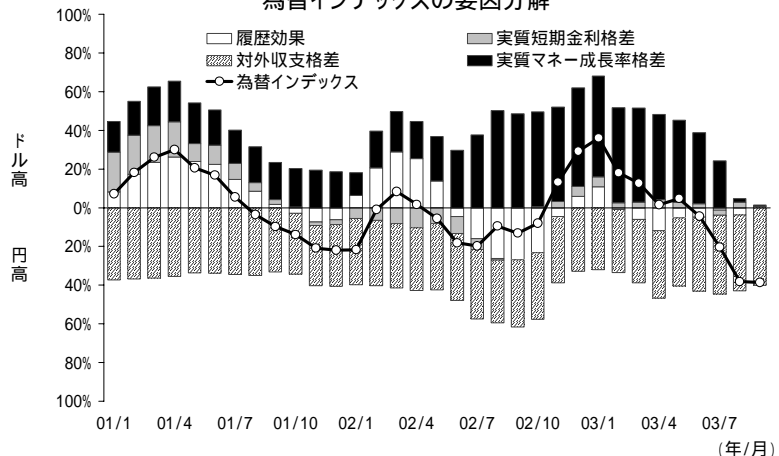
- 1) 実質短期金利差: 引き続き中立に近い状況が続いているが、単月で見れば物価面で米国下落幅縮小と日本の下落幅拡大に伴って実質短期金利差が小幅拡大した分、前月に比べて2.4ポイント円高要因としての寄与を強めた。
- 2) 対外収支格差: 引き続き円高要因だが、前月と比べた場合には0.9ポイントのわずかな円高寄与にとどまった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ほぼ中立に近い状態。日本のM1伸び率鈍化は一巡しつつあるものの、今月もわずかながら鈍化が続いているのを背景に、前月に比べて1.3ポイントの小幅円高要因となった。

なお、円ドルレートが依然として狭いレンジでの推移を続け、変動幅(月中平均ベース)が限定的となっている分、履歴効果の寄与度は小さくなっており、今月も4.0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)

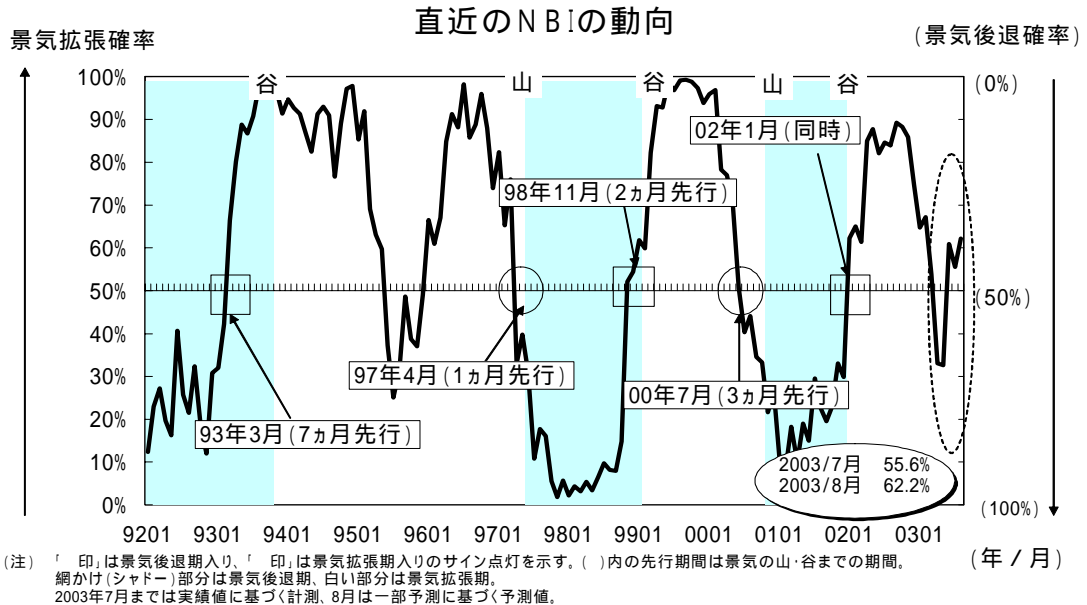
2002年9月	-13.1%
2002年10月	-8.0%
2002年11月	13.3%
2002年12月	29.2%
2003年1月	36.1%
2003年2月	18.0%
2003年3月	12.7%
2003年4月	1.6%
2003年5月	4.8%
2003年6月	-4.3%
2003年7月	-20.4%
2003年8月	-38.2%
2003年9月	-38.7%

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 (NBI) ~7月 : 55.6%、8月(予測値) : 62.2%



	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
02/9	89.2%	546,490	1.3%	-13.1%
02/10	88.3%	545,477	0.2%	-8.0%
02/11	85.9%	545,943	0.1%	13.3%
02/12	74.6%	537,578	1.5%	29.2%
03/1	64.7%	542,389	0.9%	36.1%
03/2	67.2%	546,507	0.8%	18.0%
03/3	53.8%	545,476	0.2%	12.7%
03/4	33.0%	544,038	0.3%	1.6%
03/5	32.7%	548,141	0.8%	4.8%
03/6	60.9%	551,345	0.6%	-4.3%
03/7	55.6%	548,597	0.5%	-20.4%
03/8	62.2%			-38.2%
03/9				-38.7%

(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

- ① 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」、景気拡張確率
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
- ② 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8月29日号参照
- ③ 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)