

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 / 米国で修正が進む金利先高観、日本は？

< 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀は「時間軸効果」の修復に全力をあげている。福井総裁は量的緩和の解除条件として、消費者物価で特殊要因は除いて判断するという新たな考えに言及、また「出口政策」についても当面封印するとの見解を示した。
2. 消費者物価は8月前年比-0.1%と、これまでの日銀の想定以上に早く下落率が縮小している。10月31日に公表される「経済・物価の将来展望とリスク評価」で、物価の予測数値がプラスで示されるのかが注目点。

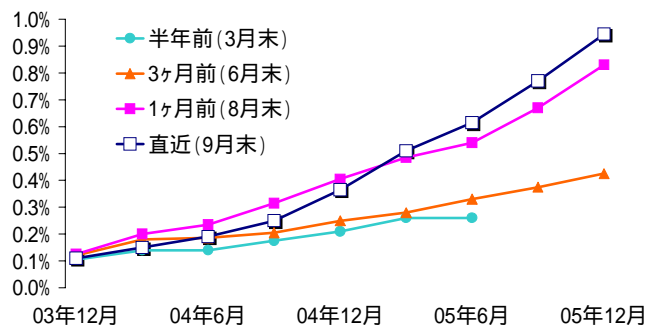
< 金融・為替市場の動き >

1. 景気回復期待が根強い中、金利先高観が急速に解消するようなシナリオは想定しづらいものの、半期明け（10月）以降は相場攪乱要素が除去され、債券相場が次第に安定を取り戻す可能性は高いと思われる。
2. 日米間の景況格差が大幅に拡大するといった新たな円買い要因が出現しない限り、これ以上介入だけを材料に円の急伸を期待するのは、やや無理があるだろう。

< トピックス：米国で修正が進む金利先高観、日本は？ >

1. 米国では過度の金利先高観が修正され、長期金利の安定と低下につながっている。一方、日本では目先の景気回復を材料に、金利先高観の修正が遅れている。
2. 日本でも今後、株価と米国次第で現状のコンセンサスである「次は利上げ、時期はいつ」といった金利先高期待が後退し、長期金利が徐々に安定に向かう可能性はあろう。

国内金利の先高観はなかなか解消されない
(3ヶ月物ユーロ円金先のカーブ)



(資料) Bloomberg、TIFFE

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)

イールドカーブフラット化に向け、再び「時間軸効果」を強化

日銀は、量的金融緩和継続をコミットすることで長期金利を低位に安定させるという、いわゆる「時間軸効果」の修復に全力をあげている。早期量的金融緩和解除を織り込む債券市場に対して、8月末より短期市場では長期かつ大量の資金供給を行い、また9月2日の植田審議委員発言以来、時間軸効果の再浸透を図るべく市場との対話強化が続いている。特に9月17日に、福井総裁は会見で量的金融緩和解除の新たな条件を提示し、早期解除がないとの強いメッセージを市場に投げかけている。

(現在の景況感に関する総裁コメント)

前向きな循環が働き始めることが、ほぼ間違いないと言えるところまできているといった判断である。好循環が始まることがほぼ確実であるとしても、内需の自律的な回復力が急速に高まることは展望しにくい。製造業を中心に、取りあえずこれだけ良い光が出始めてはいるが、非製造業、中堅・中小企業にまで良い影響を及ぼしていなければ、本当に持続可能な回復パスには乗っていかないと私は思っているし、そこまでいかなければ、物価についてもなかなかデフレ脱却ということに確信を持てるようにはならないのではないか。

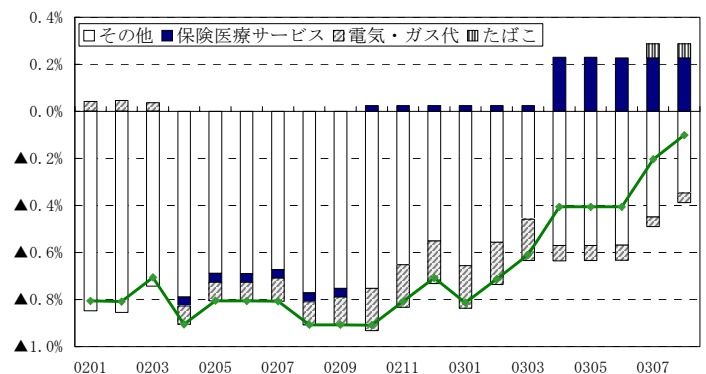
景気認識については、9月の金融経済月報で示されたように「前向きな循環が働き始めることがほぼ間違いない」とかなり強い表現となっている。しかし先行きの弱めの展望を示し、堅調な製造業とは対照的に非製造業や中堅・中小企業の弱さに言及することで強気の見方を和らげている。日銀が強い景気認識をもっているのではないかとの思惑に対する慎重な配慮が見られる。

(量的金融緩和解除の条件に関する発言)

「簡単にマイナスの物価の世界に逆戻りしないと判断できるようになるまでは」ということだと思う。従って、表面的に消費者物価指数の前年比上昇率がプラスになり、それが数カ月続いたとしても、特殊要因が剥落すればまた元のマイナスの世界に戻る可能性があるということであれば、これは安定的にはおそらく言えないだろうと思う。

量的金融緩和の条件となっている「消費者物価が安定的にゼロ%以上」に対して踏み込んだ見解を示している。消費者物価は2003年度に入り前年比の下落幅が縮小している(図表1)。しかし4月からの健康保険制度の変更、5月の発泡酒増税、7月のたばこ税引き上げなどの特殊要因の寄与が0.3%程度あり、これを除けば2003年度に入っても基調的には0.5%程度の上落

(前年比) (図表1) 消費者物価指数(全国・生鮮食品除く)の要因分解



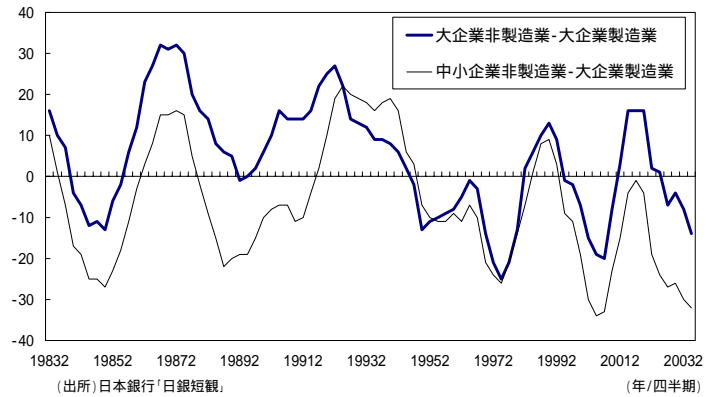
(資料) 総務省統計局「消費者物価指数」

(年・月)

が続いている。今後も米価の上昇などの特殊要因によりさらに前年比ゼロに近づく可能性もあるが、今回総裁の見解では、それは量的金融緩和解除条件の「安定的」とはいえないとの見解である。さらに「マイナスの物価の世界に逆戻りしない」とのくだりは実際に日銀が量的金融緩和を解除するには相当程度の「のりしろ」の存在を確認した後ということも示されている。つまり、消費者物価が **0.5** か **1.0%**かといった水準がある程度の期間続かなければ解除はしないという理解が可能である。

また景気回復と物価との関係にも言及している。今回の短観では大企業製造業の業況判断DIがプラスに転じた。過去ではこのプラス転換が政策の転換のひとつの目安とされてきたが、非製造業や中堅・中小企業への波及を重視するとの説明から判断すれば、**2** 極化の解消も解除条件として挙げられていると言える（図表2）。

(図表2) 2極化する景況感
~規模別の業況判断DIの差~



(出口政策に関する発言)

今は量的緩和をかなり思い切って進めているわけで、この思い切って進めている姿を「消費者物価指数が安定的にプラスの状況になるまでは続ける」として、ここまではデッサンというか絵描きが終わっている。その先についてもある種のイメージを持つという努力はいつもやっている。しかし、それを具体的な政策プログラムとして議論するということは別の話であり、それぞれが頭の中で、経済を見る構図として、一種の遠近法で、一番遠いところまでつなぎあわせながら判断する努力をしている。従って、仮に金融政策決定会合とか政策委員会の場等で、ずっと先のイメージについて意見交換があったからと言って、それを手前に引き寄せて、至近距離で具体的に政策のプログラムを練るような議論が始まっている、というふうに理解しないで頂きたいということである。

何人かの政策委員が言及していた「出口政策の封印」についてであるが、福井総裁も出口政策を、独自の言い回し（完全否定することなく、遠まわしに）で否定している。量的金融緩和の解除時期は「ずっと先のイメージ」という言葉が示すように、市場が織り込む1年程度の期間では短すぎるとのメッセージを送っている。

円高・株価上昇の一服などから債券市場も落ち着きを取り戻しつつある。また期末要因の剥落や今回総裁の強い時間軸効果への言及で債券市場は当面落ち着いた展開が予想される。しかし景気サイクルは、上向きのモメンタムにはいっており、潜在的に市場には上昇圧力がかかりやすい。

その中で **10** 月 **3** 日に発表される日銀の物価見通しが注目だ。

注目される将来展望レポート

4月の「経済・物価の将来展望とリスク評価」に示された日銀の予測数値では、**2003**年度の消費者物価（除く生鮮食品）を**-0.4%**と予想していたが、消費者物価は**8**月、前年比**-0.1%**と、日銀の予想よりも早くデフレが縮小している（図表3、4）。

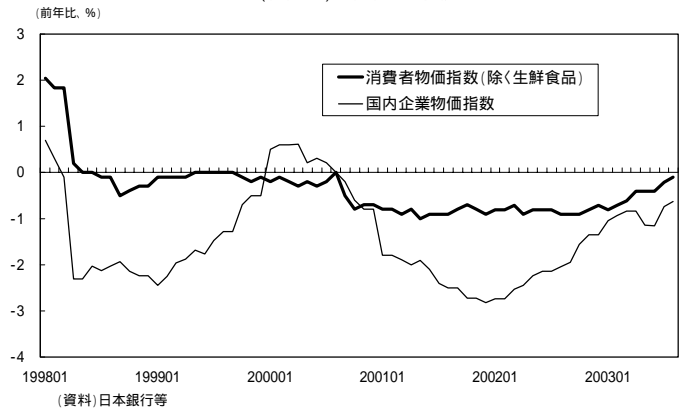
せっかく落ち着きかけた債券市場だが、今回発表される消費者物価の予想が仮にプラスとなっ

た場合、崩れるリスクがある。

確かに物価見通しがゼロを上回ったとしても、それが直ちに「解除条件」ということに該当しないが、どの水準でどの程度の期間消費者物価がゼロを上回るといった明確な定義が示されていないため、市場が先読みし相場が崩れる可能性はある。

4月の際に議論となった「物価見通し」とともに、ゼロ金利解除条件の明確な定義が重要な議論となるだろう。

(図表3) 物価の推移



(図表4) 4月時点の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお < >内は政策委員見通しの中央値。()内は昨年10月時点

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003 年度	+0.8~+1.1 <+1.0> (+0.4~+1.0)	-1.0~-0.9 <-1.0> (-0.7~-0.4)	-0.5~-0.4 <-0.4> (-0.6~-0.4)

当面、政策据え置き。最大の関心事は円高

当面、日銀の政策は、中小企業への新たな資金ルートの拡大策が模索されようが、コア政策である目標当座預金残高、買入国債額においては据え置きが続く一方で、円高が最大の関心事となるだろう。日本経済は輸出主導で設備投資が盛り返すといった回復を見せている。内閣府の企業行動アンケート調査(2003年1月調査)の輸出企業の採算レート114.9円、今回の短観での2003年度の想定為替レート117.99円と比較して、現状かなりの円高水準となっており景気への下押しが懸念される。

9月30日、G7後初めてと見られる介入が実施された。110円を割る円高に対する一定の配慮が米国からあったとの報道がなされている。おそらく米国サイドとしても総選挙までは小泉政権をサポートするため円高に対して一定程度の理解を示す可能性がある。しかしその後は自国の大統領選挙があり、産業界に配慮するかたちでドル安政策に大きく傾く可能性が高い。

為替レートが110円台前半で推移すれば、当面は設備投資の伸びによって景気の拡大は期待できる。しかし、それ以上の円高となれば、景気拡大のテンポは鈍り2004年後半頃には後退に向かう恐れが高い。財務省は今後も大規模介入を続けるだろうが、市場の円高圧力をどこまで緩和することができるかは難しいところだ。当然日銀にも円安に向け非不胎化の是非の議論が高まることになるだろう。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(9月の概況)

根強い景気回復期待を背景に、日経平均株価が月初に大幅上昇となったことや、上半期末を控えた銀行の債券売りが中期債中心に止まらないことから、債券相場は下げ幅を加速させ、3日には10年国債利回りが一時1.6%台後半まで上昇した。18日には日経平均が終値ベースで昨年6月以来となる1万1千円台を付けるなど、株高はその後も暫く続いたが、銀行の売りが一巡し、利回り水準の高さなどを背景に投資家の長期債買いが入ったこと、また、米金利が次第に低下基調を辿ったことから、債券市場では金利上昇が一服し、長期金利（10年国債）は1%半ばを中心としたレンジ推移が続いた。

20日に開催されたG7で、為替相場について介入を牽制するような文言が声明文に記載されたことで、介入警戒感の後退から円が対ドルで一気に110円台まで急騰すると、円高が景気にマイナスの影響を及ぼすとの見方から日本株が急落するとともに債券相場は急騰し、長期金利が一時1.2%台まで低下した。しかし、低調な2年債入札（26日）、10月1日に発表される日銀短観での業況改善期待、10月2日の10年国債入札を控えた需給懸念などを背景に、月末にかけては軟調な推移となった。

(当面の円金利見通し)

米国（株価、マインド）に夏場までのような勢いが見られない中、国内では今後とも景気回復基調が続くとの見方が一段と強まっている。そうした状況下、円金利先高観が急速に解消して、長期金利が低下するといったシナリオは、現状では描きにくい。しかし、米国でも過度の金利先高観が修正される過程にあると同様、国内債市場でも半期明け（10月）以降は、銀行の狼狽売りなど、相場を攪乱する要因が除去されることで、次第に安定を取り戻す可能性は高いだろう。今後1ヶ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.0~1.6%。

最近の為替市場の動き

(9月の概況)

円ドルレートは、日本株投資に伴う海外投資家の円買いや、円売り介入を牽制するような米当局の発言を手掛かりに、1ドル=115円台まで円が買われた。しかし、この水準では政府・日銀の円売り介入に対する警戒感が根強い分、それ以上の円高は実現しない状況となり、その後も円が高くなる局面では介入と見られる円売りが入ったことから、ドルの底堅い展開が続いた。

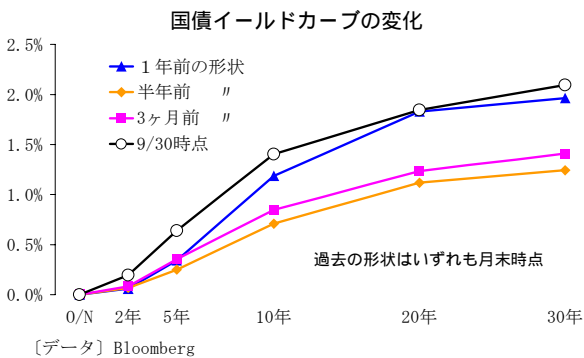
しかし、G7を月央に控え、日本が積極的な介入に踏み切れなくなるとの思惑が徐々に高まるにつれて、円ドルレートは次第に円高の度合いを強め、19日にG7声明では市場原理に基づく為

替相場の必要性に言及した文言が盛り込まれるとの報道が出ると、円は114円台まで上昇した。その後、20日に開かれたG7で、事前の予想通り、柔軟な為替相場が市場メカニズムによる調整を進める上で望ましいことが声明文に加えられ、介入警戒感が一気に後退した分、円が急騰し、23日には2000年12月以来となる1ドル=110円台まで円高が進んだ。しかし、政府当局が介入への積極姿勢の継続を示し、30日には実際に日米欧市場で介入を実施したことや、日本株高の一服で円買い姿勢が一旦後退したことなどから、それ以上の円高は進展せず、111~112円近辺での揉み合いとなった。

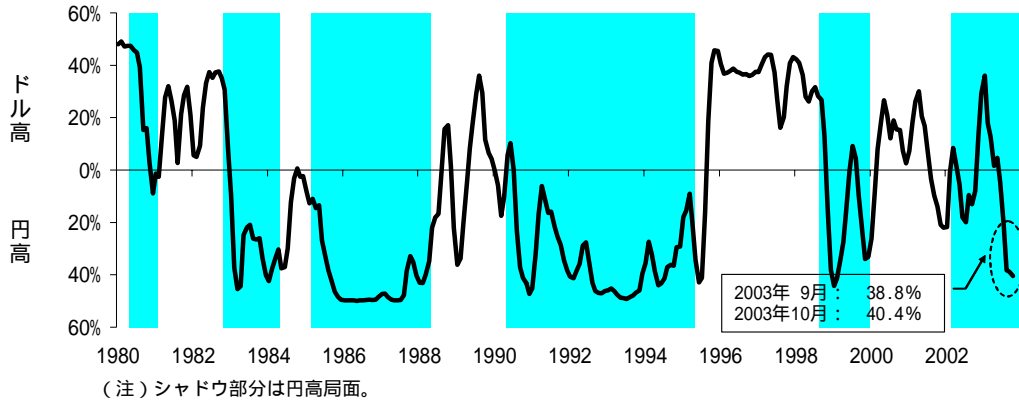
ドルユーロレートは、積極的にユーロを買い上げる材料こそ乏しかったものの、米雇用統計が悪化したこと（5日）や、米国株が次第に伸び悩み始めたことなどから、ドル売り優勢の展開となり、月末には1ユーロ=1.16ドル台までユーロ高が進んだ。

（当面の見通し）

為替市場ではG7での声明文を受け、日本の介入姿勢が後退することで円高が続くとの見方がコンセンサスとなっている。膨大な米経常収支赤字が世界の通貨に対して与えるドル安圧力の高さが、ここにきて顕在化したとの見方ができ、こうしたドル安圧力が当面継続する可能性は、依然根強い。しかし、国内景気の大幅改善を示す経済指標に米景気回復の一服を示す指標が加わるといった、日米間の景況格差拡大を示すような新たな円買いドル売り要因が出現しない限り、大規模な介入が9月以降も行われているということを考えると、G7の声明文だけを手掛かりに、短期的に更なる円の急伸を期待するのは、やや無理があるかもしれない。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、108~114円。



為替インデックス(円ドル): 10月は 40.4%と円高サイン継続



10月の為替インデックス(円ドル)は ▲40.4%と、前月に比べ1.6ポイント下落し、円高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：

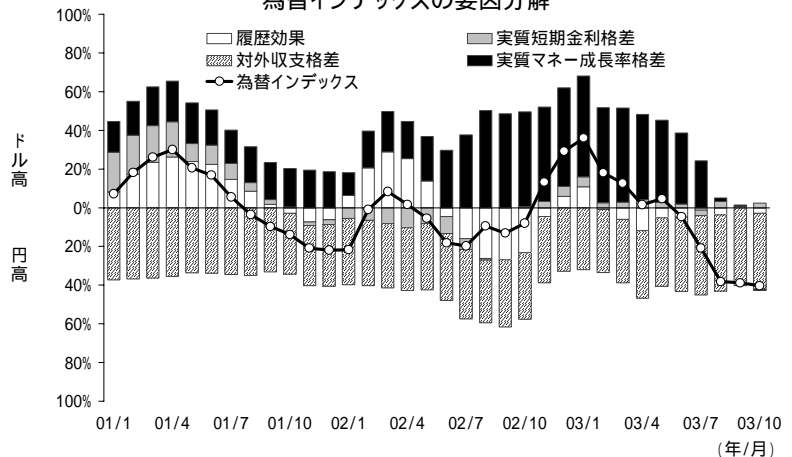
- 1) 実質短期金利差：引き続き中立に近い状況が続いている。但し、単月ベースで見れば、米国の物価下落幅が小幅拡大し、実質短期金利差がやや拡大した分、前月に比べ1.9ポイントと、わずかながらドル高要因であった。
- 2) 対外収支格差：引き続き最大の円高要因。なお、前月と比べた場合には、日本の経常収支黒字幅が小幅縮小したのを受け、0.9ポイントとわずかなドル高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：ほぼ中立に近い状態が続いている。米国のM1伸び率が小幅増加したのを背景に、前月に比べて1.3ポイントとやや円高要因であった。

9月に入り、円ドルレートは一時110円台まで円高が進んでいるため、履歴効果が示す円高圧力の度合いは、今後高まっていくことが予想されるものの、今月については3.1ポイントの小幅円高寄与であった。

為替インデックス(過去1年分)

2002年10月	-8.1%
2002年11月	13.2%
2002年12月	29.1%
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	4.6%
2003年6月	-4.7%
2003年7月	-20.9%
2003年8月	-38.2%
2003年9月	-38.8%
2003年10月	-40.4%

為替インデックスの要因分解



< トピックス：米国で修正が進む金利先高観、日本は？ >

(担当：熊谷)

米国で徐々に修正が進む金利先高観

イラク戦闘終結で地政学的リスクが軽減する中、減税・金融緩和に伴う景気回復と株高を背景に、米国金融市場では6月以降、金融緩和に対する打ち止め感の台頭から「次は利上げ」との見方が強まり、米金利先高観が急速に高まった。その結果、イールドカーブは金融緩和局面の最終段階においてよく見られる「ベアスティープ化」が進み、長短金利差が歴史的水準まで拡大した。

しかし、FOMCでの声明文や複数のFRB理事の発言を通じて、FRBが「相当期間」利上げを実施しないスタンスを示すと同時に、雇用の回復が見えない現状が明らかになるにつれて、市場の早期利上げ期待は、次第に後退していった。短期金利（3ヶ月金利）の先物市場である、3ヶ月物ユーロドル金利先物市場が、限月ごとに示す将来の3ヶ月金利水準（金先カーブ）を見ても、1ヶ月前には過大な金利先高期待を示していたのが、徐々にそれ以前の状態に回帰する動きが見てとれる。そして、短期のみならず、長期を含めたイールドカーブ全体で見ても、行き過ぎたスティープ化が修正されつつあり、一時は270bp超まで広がった2-10年国債の利回り格差も、ここにきて250bpを下回る水準にまで縮小してきた。

依然根強い円金利の先高観

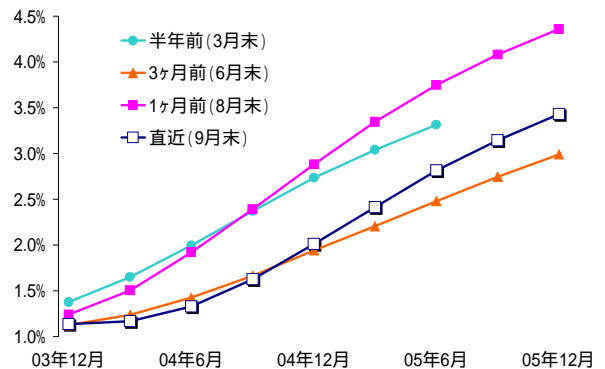
一方、日本でも米景気回復に伴う国内景況改善や株高を背景に、デフレから脱却する糸口をつかんだとの見方が次第に広まっており、日本の金融政策も「次は利上げ」との見方から、短期金融市場では、早期のゼロ金利解除を織り込むべく、金先カーブのスティープ化が進んだ。

その後、日銀による緩和スタンスの継続示唆、あるいは円の急伸に伴う株高一服などで、先高観の度合いは幾分軽減し、金先カーブの形状を見ても、来年までの部分は、金利が低下しながら先高観の修正が進んだ。しかし、それ以降の部分については、さほど修正が進んでおらず、依然としてスティープな状態が維持されており、これが米国における9月以降のカーブ全体で見られる金利先高観修正の動きとの大きな違いである。

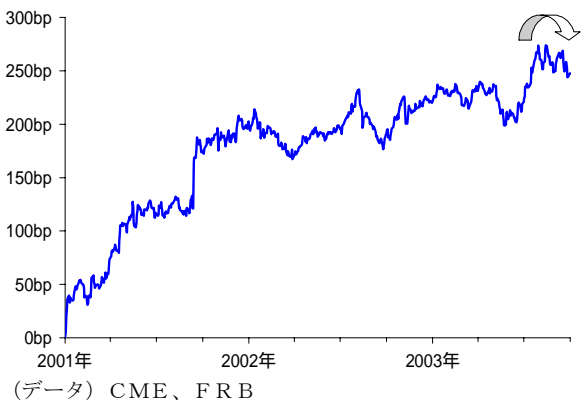
すなわち、日米とも過度の金利先高期待が修

米金利先高観と長短金利差

(3ヶ月物ユーロドル金先のカーブ)



(2-10年国債の利回り格差)



正される傾向にある点については、同一の動きとなっているものの、日本の場合は米国に比べてその度合いが弱いことが、短期金融市場のイールドカーブから見てとれる。

攪乱要因軽減で円金利も安定か

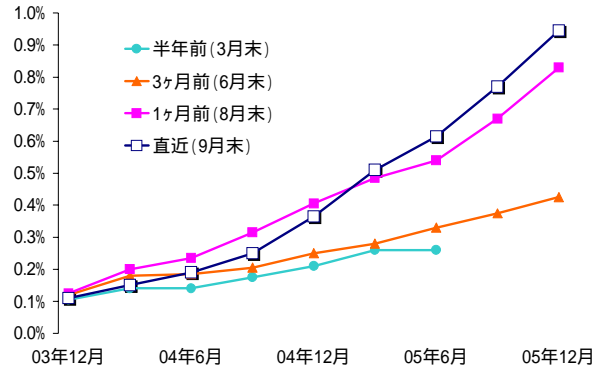
夏場にかけての世界的な金利上昇は、米国経済の回復期待とそれに伴う各国の株高が背景にあるが、金利変動を増幅させた要因として、円金利については「銀行の過剰な長期国債運用」、米金利については「MBS¹絡みの金利リスクヘッジ」の存在を抜きには、説明できないだろう。すなわち、こうした攪乱要因が長期金利のみならず、イールドカーブ全体を押し上げた可能性は否定できないだろう。

こうした中、MBSの金利リスクヘッジがこれ以上米金利を押し上げる要因にはなりにくい可能性については、当レター「欧米経済・金融号」でたびたび述べてきたが、円金利についても、当面、銀行が金利変動リスクに敏感になり、短中期ゾーンを中心とした投資行動をとることになれば、むしろ長期金利の安定化につながる可能性もあろう。すなわち、銀行が長期債を買わないことを需給面からマイナス要因と見なすことが多い中、日本でも米国同様に金利変動の攪乱要因が排除される分、むしろ安定化が強まっていく可能性すら想定できるのではないだろうか。その結果、イールドカーブ全体の安定化につながることも想定できよう。

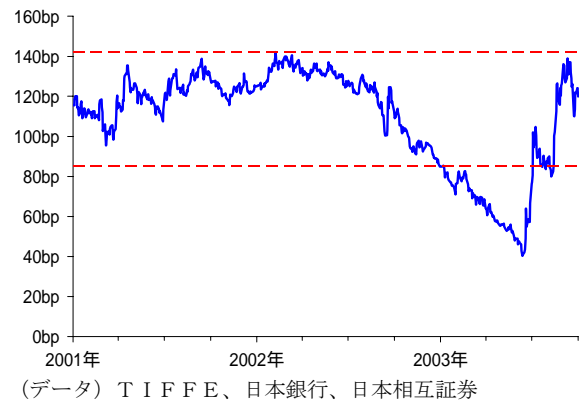
最終物価への価格転嫁の困難さ、安価な輸入品などを背景に、インフレ期待が起きにくい状況下、雇用と所得（税還付以外）の回復の遅れが明らかになるにつれ、米国では金利先高観の修正が進み、長期金利の安定と低下につながっている。一方、日本では、目先の景気回復を材料に金利先高観の修正が遅れているが、今後、米国市場のあとを追うかたちで日本でも株高に一服感が出るなどの状況になれば、現状のコンセンサスである「次は利上げ、時期はいつ」といった議論が後退し、金利先高観が修正され、長期金利が低水準で安定する可能性も、排除できないだろう。その時、仮に2-10年国債の利回り格差が2001~2002年のレンジである80~140bp程度の水準で安定すると考え、2年金利が0.1~0.2%程度で落ち着くと仮定した場合、長期金利（10年国債）の当面の落ち着きどころが0.9~1.6%になるとの見方をとることもできよう。

円金利先高観と長短金利差

(3ヶ月物ユーロ円金先のカーブ)



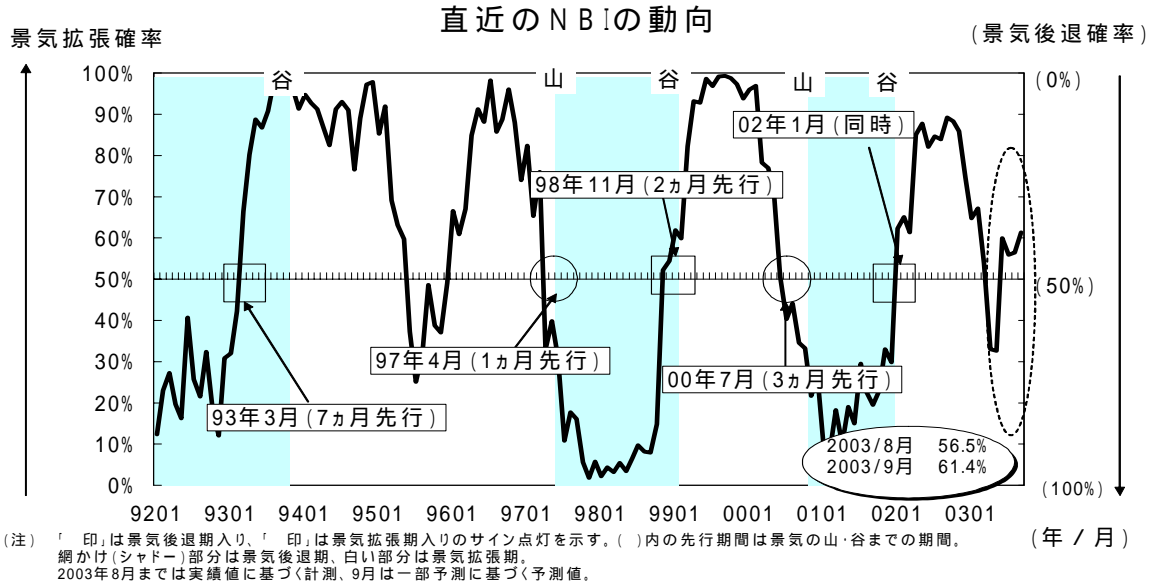
(2-10年国債の利回り格差)



¹ MBS:多数の住宅ローンを担保に証券化された Mortgage-Backed Securities のこと。

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) ~8月 : 56.5%、9月(予測値) : 61.4%



	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	
02/10	88.3%	545,602	0.1%	-8.1%	
02/11	85.9%	546,076	0.1%	13.2%	
02/12	74.6%	537,701	1.5%	29.1%	
03/1	64.7%	544,022	1.2%	36.1%	
03/2	67.2%	548,133	0.8%	18.0%	
03/3	53.8%	547,094	0.2%	12.7%	
03/4	33.0%	548,896	0.3%	1.6%	
03/5	32.7%	551,425	0.5%	4.6%	
03/6	60.0%	554,711	0.6%	-4.7%	
03/7	55.9%	552,104	0.5%	-20.9%	
03/8	56.5%	550,919	0.2%	-38.2%	
03/9	61.4%			-38.8%	
03/10				-40.4%	

(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9月26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)