



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 / 政府公約が出口政策議論開始をさらに遅らせる

< 今月の日銀ウォッチ >

1. 景気回復、金融システムの安定化などが見える一方で、マネー統計の再鈍化、政府の名目GDP 2%公約などが金融政策への追加緩和期待を高め、出口政策議論開始時期をさらに後ずれさせたのではないかと見られる。
2. 当面の金融政策は、「緩やかな景気回復」という認識は変わらないと思われることから、追加緩和は実施されず、オペ強化策を模索する方向となるだろう。
3. 今月は、10月に発表された「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中間評価が公表される。特に2004年度のCPI見通しの評価がどう修正されるかが注目だ。

< 金融・為替市場の動き >

1. 景気回復期待から金利先高観はなかなか払拭されないものの、デフレ継続、ゼロ金利維持、量的緩和政策下でのカネ余り状態では、長期金利の上昇余地は今後とも限られよう。
2. 対ユーロで史上最安値を連日更新するなど、ドル安が続いているが、米当局は現状のドル安に対して何ら懸念を示していないことから、目先は円買いドル売りの流れを食い止めるきっかけを見出せない状況が続こう。



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 (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)

2003年最後の金融政策決定会合

2003年最後の政策決定会合が12月16日に行われた。景気の総括判断を4カ月連続で上方修正し、金融政策は現状維持（当座預金残高の目標を27兆 32兆円程度）が決定されている。

日銀の景気判断が「緩やかな景気回復」とされている間は、日銀は当座預金残高の引き上げは行われず、オペ手段の強化の方向を模索するだろう。その点、現在、日銀で開かれている証券化市場フォーラムの議論は注目だ。11月7日に開かれた第一回証券化市場フォーラムで、市場参加者から買取基準緩和についてかなり強い要望が出されたとの報道があった。フォーラムの報告は3月末にまとまる予定だが、それを待たず、前回の政策決定会合で資産担保証券の買い入れ基準の見直しが確認され、次回会合で見直し策を報告することとなった。

マネーの伸び鈍化

マネーサプライの前年比の伸びは昨年初めから2%を割り込み、福井総裁就任後上昇の兆しをいったんは見せたが、再び伸びは鈍り11月は1.6%増にとどまっている。

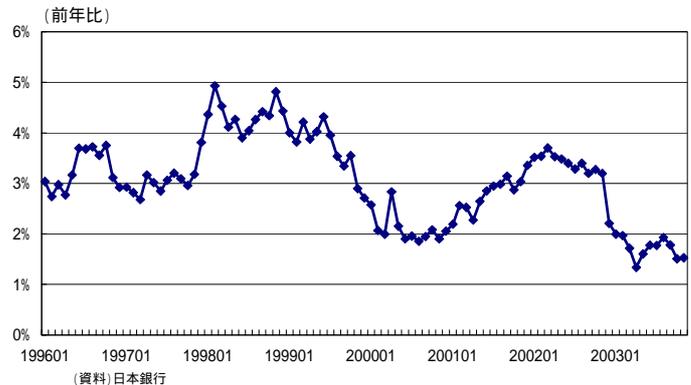
経済財政諮問会議でもマネーサプライの伸びが低いことが議論に上るようになり、政府関係者などから日銀に対応を促す場面が増えている。

福井総裁は、会見で「企業および金融機関のバランスシート調整が進む つまり構造調整が進む 中で、非常に歓迎すべきマネーサプライの縮小が起こる」と反論はしているものの苦しい状況であることは間違いない。

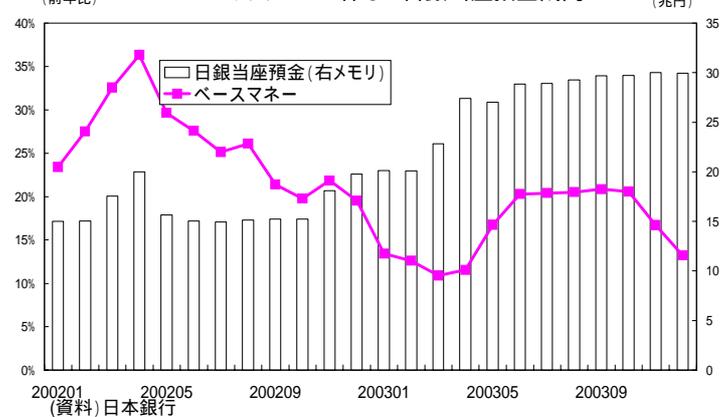
さらに、マネーサプライの種ともいべきベースマネーの伸びもここにきて鈍化している。

ベースマネーの動きを見ると、相次ぐ緩和策で就任以来当座預金残高目標を20兆円から足元30兆円と引き上げたことに呼応する形でベースマネーの伸びがいったん高まっている。

マネーサプライの伸び



ベースマネーの伸びと日銀当座預金残高



しかし足元のベースマネーの伸びは、昨年10月から3カ月連続で鈍化している。いくらマネーサプライの鈍化が不良債権処理の進捗などバランスシート調整を表すといっても、ベースマネーの伸び鈍化については金融政策に対する批判は避けられそうもない。

政府公約が出口政策議論時期を遅らせる

経済財政諮問会議は1月までにまとめる「改革と展望」で、名目GDP成長率を足元のゼロ近辺から2006年度には2%にするとの公約を盛り込む方向を決めた。

同会議には日銀の福井俊彦総裁も加わっており、金融政策への影響も予想される。

現在の量的金融緩和解除の条件は昨年10月に示されたものだ。すなわち

直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、基調的な動きとしてゼロ%以上
消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれない
経済・物価情勢などの総合判断

この条件と政府の名目GDP 2%クリアーという条件では、どちらが達成困難だろうか？

政府の名目2%目標は、現在の日本経済の潜在成長率が2%程度であることを考えれば、GDPデフレーターがゼロ以上ということの意味している。

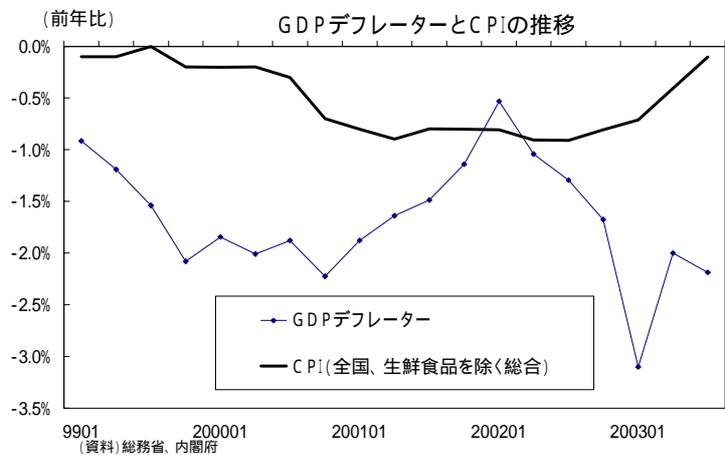
右図はGDPデフレーターと消費者物価指数の推移を表している。よく知られていることだが、GDPデフレーターはパーシェ指数に伴う下方バイアスがある。このため明らかにGDPデフレーターをゼロにするほうがCPIをゼロにする以上に達成が難しい。

実際の「改革と展望」の文面には、デフレの定義にGDPデフレーター

が使われるというような文章は明記されず、現在の日銀の量的金融緩和解除条件にさらにプラスオンされることはないようだ。しかし、今回政府公約が掲げられたことで、将来の量的金融緩和解除の際に、ある程度GDPデフレーターに対する配慮が行われることは間違いなさそうだ。

日銀には2000年夏の解除失敗がある。確かにあの時は、その後ITバブル崩壊などの要因もあったが、デフレも解消していないのに政府や経済界の反対を押し切ってゼロ金利政策解除を強行し、後に厳しく批判された経緯があるからだ。

現在の景気は緩やかに回復している。また、足利銀行の破綻でも市場の動揺があまりなかったこ



とが示すように、金融システムの安定も高まっている。4月以降、地銀等を対象とした予防的な公的資金注入が実施される見込みで、日銀は、金融システムの安定化に対する自信を一段と強めているはずだ。そうなれば、流動性リスクの高まりを防止するために行ってきた量的緩和の意義は、徐々に減じると日銀は考えているだろう。

本来であれば、これらの要件は現在封印している出口政策の議論へ軸足がシフトするに十分な材料であるはずだが、財政諮問会議等の昨今の議論を見る限りでは、いっそう出口政策議論開始時期が後ずれしたと判断せざるをえない。

今月は「経済・物価の将来展望とリスク評価」の修正が注目

今月は、19,20日に会合が開かれる。足元進んでいる円高が議論の焦点となるだろうが、「緩やかな景気回復」という認識は変わらない見込みで、追加緩和が実施される可能性はないだろう。当面は追加緩和よりもオペ手段の強化の方向を模索する動きが続きそうだ。

10月に発表された「経済・物価の将来展望とリスク評価」の中間評価も今月行われる。2004年度のCPI見通しの修正が注目だ。日銀は前年比プラスとなったCPIの動きに対して、特殊要因であるという点を強調しているが、趨勢的な動き自体もマイナス幅が縮小していることは事実だ。何人かの審議委員が10月時点よりも2004年度のCPI予想について上方修正の意見を述べる可能性もあり、その修正が注目される。

「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」

(大勢見通し)

対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	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	+2.3~+2.6 <+2.4>	-0.9~-0.5 <-0.7>	-0.3~-0.1 <-0.2>
4月時点の見通し	+0.8~+1.1 <+1.0>	-1.0~-0.9 <-1.0>	-0.5~-0.4 <-0.4>
2004年度	+2.3~+2.6 <+2.5>	-0.8~-0.4 <-0.6>	-0.5~-0.2 <-0.3>

(全員の見通し幅)

対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	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	+2.3~+2.7	-0.9~-0.5	-0.3~0.0
4月時点の見通し	+0.8~+1.2	-1.0~-0.3	-0.6~-0.2
2004年度	+2.0~+2.8	-0.9~0.0	-0.5~+0.5

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(12月の概況)

米国では、出足好調となったクリスマス商戦、予想を上回る企業マインドの改善、雇用回復期待の高まりから、月初の金融市場においては、株高に伴い金利上昇が続いた。こうした中、国内債市場でも景況改善への期待から金利上昇圧力が高まり、11/30に足利銀行の国有化が決定されたにもかかわらず日経平均株価が300円超上昇すると、長期金利(10年国債利回り)は1.5%近くまで上昇した。しかし、米雇用統計は期待されたほどの改善を見せなかった(5日)ことから、金利先高観の後退を背景に米金利が大幅に低下すると、円金利も急速に低下。15日にはフセイン元イラク大統領が拘束されたのを好感し、日本株が反発したのを手掛かりに金利が再び上昇する場面も見られたが、円高がじりじりと進んだことや、2年債入札(25日)も無難に消化されたことなどから、月後半は長期金利が一時1.3%を割り込む水準まで低下した。その後、年末にかけて2004年の景気回復期待を先取りするかたちで株高となる中、長期金利は1.4%前後まで上昇し、そのまま越年した。

(当面の円金利見通し)

年明け以降は、特段目新しい材料がないにもかかわらず、世界的な景気回復に対する期待感の高まりを背景に株高基調が続いている。このような状況が続く限り、債券市場では金利先高観がなかなか払拭しづらい状態を維持する可能性が高い。しかし、基本的にデフレ継続、ゼロ金利維持、量的緩和政策下でのカネ余り状態では、投資家による押し目での債券買いスタンスに変更はないと思われることから、長期金利の上昇余地は限られよう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.2~1.5%。

最近の為替市場の動き

(12月の概況)

米景況改善を背景としたドル買戻しや、足利銀行の国有化決定(11/30)に伴う円売りを背景に、円ドルレートは月初こそ1ドル=110円を付ける場面が見られたものの、米国のファイナンスリスクに対する根強い不安から、それ以上のドル高は実現しなかった。これに、米雇用統計が期待されたほどの改善を見せなかった(5日)ことへの失望が加わると、ドル売り圧力が一層強まったため、9日には2000年11月以来となる1ドル=106円台まで円高ドル安が進んだ。10日には政府・日銀による円売り・ドル買い介入が入ったことから、一時108円台まで押し戻されたものの、本邦輸出企業のドル売り圧力などを背景にドル買いの流れは続かず、再び円がじりじりと上昇する展開となった。その後は、政府・日銀による断続的な円売り・ドル買い介入がドルの下支え要因と

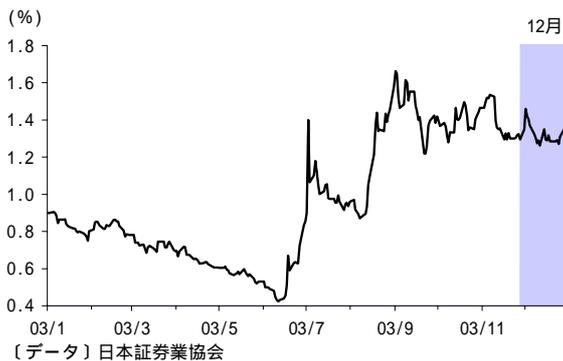
なったため、大幅な円高ドル安には至らず、結局1ドル=107円前後での推移を続けながら、そのまま越年した。

ドルユーロレートは、米国のファイナンスリスク、テロ再発への不安、世界的な金融緩和に伴うカネ余りが続く中、高金利志向の高まりを背景に、ユーロは対ドルで連日史上最高値を更新する展開となり、年末には1ユーロ=1.26ドル近辺までユーロ高が進んだ。

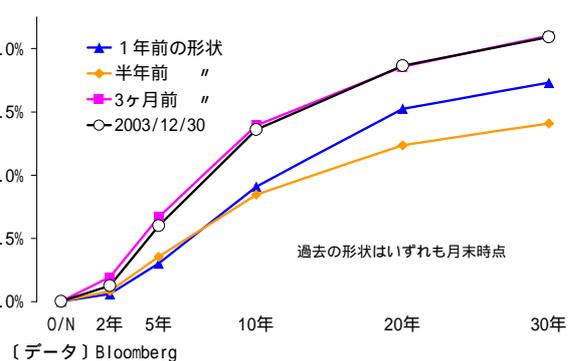
(当面の見通し)

米経済に対する強気の見方が大勢を占めているにもかかわらず、ドルは対円で106円台まで下落、対ユーロでは史上最安値を連日更新するなど、ドル安が続いている。こうした中、米国では通貨安が企業収益にプラスに働くとの判断からか、政府・FRBとも現状のドル安に何ら懸念を示していない。今後についても、アジア通貨当局による介入を通じたドル買い支え、および同資金によるファイナンスニーズの穴埋めが機能している限りにおいて、米当局はドル安を放置し続ける可能性が高い。2月に開催されるG7(2/6-7)を前に市場参加者が様子見スタンスを取り始めるまでは、円買いドル売り圧力が弱まるきっかけを見出すことが困難な状況が続こう。今後1カ月の円レートの対ドル予想レンジは、102~109円。

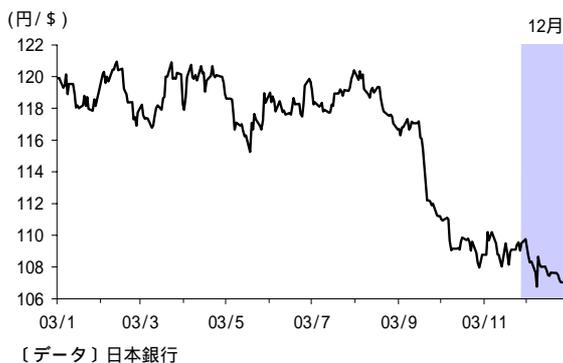
10年国債利回りの推移(直近1年間)



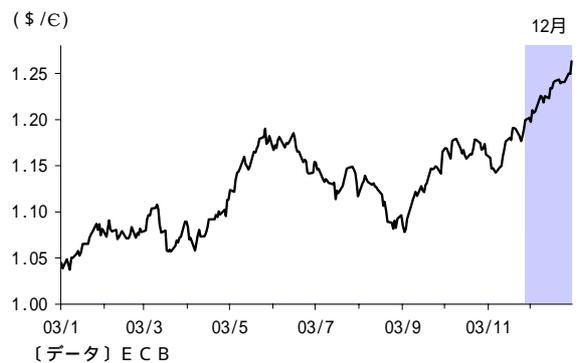
国債イールドカーブの変化



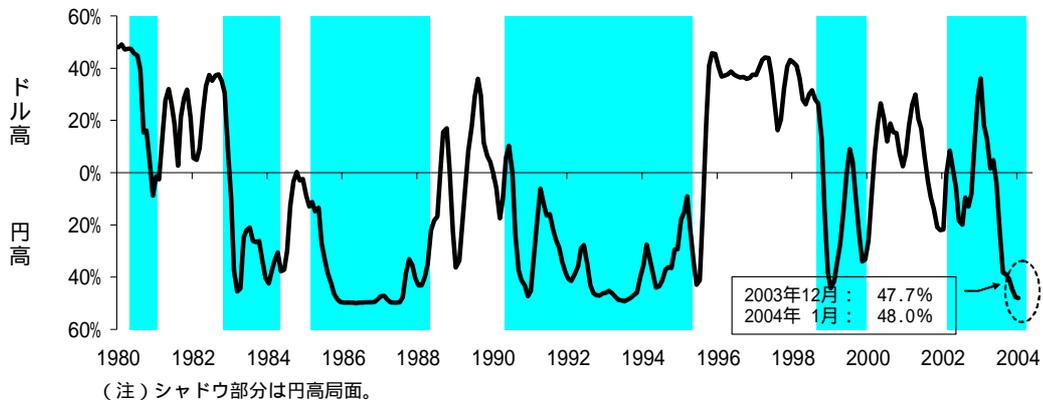
円ドルレートの推移(直近1年間)



ドルユーロレートの推移(直近1年間)



為替インデックス（円ドル）：1月は 48.0%と円高サイン継続

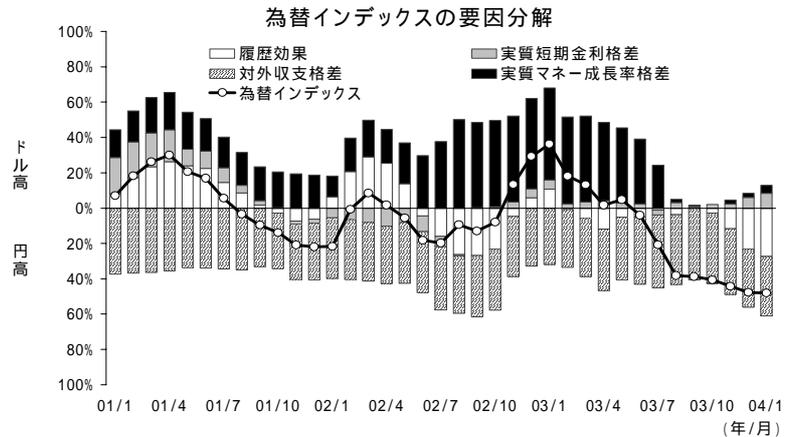


1月の為替インデックス（円ドル）は 48.0%と、前月から更に0.3ポイント下落し、依然として円高圧力が強いことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差： 中立に近い水準ながら、ややドル高要因に傾斜しつつある。単月ベースで見ても、米PPI伸び率の小幅鈍化と国内PPIのマイナス幅縮小を背景に、実質短期金利差が小幅拡大（米>日）しており、2.3ポイントのドル高寄与であった。
- 2) 対外収支格差： 引き続き大きな円高要因であることに変わりはない。米経常収支赤字の対GDP比縮小は続けているが、国内経常収支黒字が小幅拡大したため、月次ベースでは0.6ポイントとわずかに円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差： ほぼ中立に近い状態である。単月ベースで見ると、米マネーサプライが小幅鈍化した一方、国内マネーサプライは小幅増加した分、2.1ポイントのドル高寄与であった。
- 4) 履歴効果： 12月に入り106円台まで円高が進行する中、履歴効果は引き続き強い円高モメンタムを示しており、今月も4.1ポイントの円高寄与であった。

為替インデックス（過去1年分）

2003年1月	36.1%
2003年2月	18.1%
2003年3月	13.3%
2003年4月	1.7%
2003年5月	4.7%
2003年6月	-4.1%
2003年7月	-20.8%
2003年8月	-38.2%
2003年9月	-38.8%
2003年10月	-40.7%
2003年11月	-44.3%
2003年12月	-47.7%
2004年1月	-48.0%



(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)