

# 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 / ドルの反発は本物か

### < 今月の日銀ウォッチ >

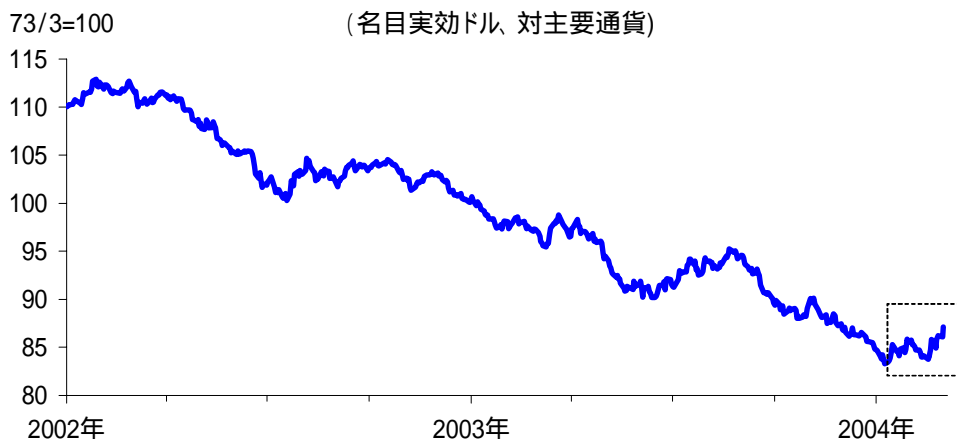
1. 福井総裁が就任してから間もなく1年が経過しようとしている。迅速な緩和策が相次いで打ち出されているが、期待される金融緩和の効果は今のところ表れていないのが現状だ。
2. それにもかかわらず、デフレファイターとして福井日銀は高い評価を得ている。政治的なアピールもさることながら、迅速な政策実行による積極的なデフレファイターとしての日銀のイメージを、強烈に市場・海外に植えつけたためだろう。

### < 金融・為替市場の動き >

1. 国内景気の循環的な回復や目先の円高一巡が背景にあるとはいえ、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の変更を想定するのは早計であると思われ、長期金利は引き続き1%台前半の低水準でのレンジ推移を続けよう。
2. 昨年9月以降の円高モーメントが一旦終息した現状では、円が再び大幅に上昇する局面が早々に到来する可能性は小さいだろう。しかし、ドルの買い戻しが一巡すれば、次第に対外収支格差などを背景とした円買い要因が優勢となるなど、ファンダメンタルズ要因がドルの上値を抑制する可能性が高い。

ドル安の流れは終わったのか？

(名目実効ドル、対主要通貨)



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1年

福井総裁は、イラク戦争が始まった2003年3月20日に就任して間もなく1年を迎えようとしている。

金融市場を取り巻くリスクに迅速に対応し、日銀当座預金残高の目標を30～35兆円まで引き上げるなど資金供給を積極的に行っているとの印象が強くある。

後手に回っての追加緩和を繰り返した前総裁時代とは対照的で、「先手を打つ・迅速な日銀のイメージ」が広がっている。

ここまで1年間の福井日銀の金融政策について、その特徴を挙げるとすれば、(1)迅速な量的金融緩和政策の強化、(2)非伝統的手段の採用、(3)コミットメントの強化、の3点だ。

#### (1) 迅速な量的緩和政策の強化

量的緩和政策は、2001年3月、速水前総裁時に導入された金融政策スキームである。当初は、必要準備預金額を1兆円程度上回る5兆円の資金供給(当座預金残高)であったが、2001年12月には10～15兆円、2002年10月には15～20兆円へと引上げられた。速水前総裁時代には約2年間に10～15兆円の追加資金供給が実施された。

一方、福井総裁の就任後は、2003年4月に日本郵政公社発足にともなう調整で17～22兆円に、同じく4月に22～27兆円、5月には27～30兆円へと相次いで資金供給額が増大した。就任後2カ月という短期間で資金供給を約10兆円拡大させている。

その後も資金供給量の増加が続き2004年1月には、30～35兆円に拡大され、就任1年間で実に15兆円の資金供給量の拡大が実施されている。速水前総裁時代に比べてほぼ倍のペースである。

#### (2) 非伝統的手段の採用

福井日銀は、2003年6月、中小・中堅企業の資金調達の支援に直接乗り出し、資産担保証券の買い取りを開始した。それまで日銀が民間の信用リスクをとるというのは非伝統的手段として、どちらかと言えば、採用すべきではない政策としての意見の方が、日銀内部では主であった。

しかし福井総裁は、就任早々の4月に買い取り計画の検討を公表した。異例の施策を打ち出すことで日銀の現状認識に対する危機意識を前面に打ち出し、日銀がさらに踏み込んだ政策を実施しているとのイメージを醸成した。

#### (3) コミットメントの強化

2001年3月に開始された量的金融緩和は、「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する」というコミットメントとともに当初導入さ

れた。

2003年に入り、消費者物価の下落幅が縮小してきたこともあり、市場では早期量的金融緩和解除観測が台頭した。そこで10月の決定会合においてコミットメントのさらなる強化を図っている。具体的には、

直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できる、

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こと、

こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する、

である。日銀の発表ではコミットメントの明確化とされているが、市場ではコミットメントの強化と受け取られ、長期金利がその後落ち着きを取り戻すきっかけとなったことは間違いない。

このコミットメントは、通常提案されているインフレ・ターゲット政策よりもインフレ率が上振れするリスクをかなり含んでいる。その意味で、量的金融緩和+コミットメントは非常に強力な政策であるとの判断が可能だ。

この点で、導入推進論者からも、量的金融緩和と強力なコミットメントの組み合わせはある程度賛同を得られる政策運営となっており、政策自体への反対意見も少なくなっている。

### 期待される緩和効果はあったのか

金融緩和の波及ルートとしては、通常(1)期待インフレ率の変化を通じたルート、(2)銀行のポートフォリオバランス効果、(3)円安、の3つが挙げられる。

期待インフレ率の変化を通じたルートは、金融緩和によりインフレ期待が強まり、それが実質金利を低下させ、実物投資、さらには株価、地価といった資産価格を上昇させ、景気を拡大させるというものである。消費者物価指数はマイナス幅が縮小してきたが、GDPギャップは足元拡大している。今のところ人々の中にインフレ期待が醸成されているとは言いがたい状況にあることは間違いない。

またポートフォリオバランス効果を見ると、銀行の国債保有比率がさらに高まる一方で、株式、貸出といった資産の増加はいまだ見られず、期待されるポートフォリオ調整は生じていない。最後の円安ルートについては、金融政策のみでは円高を止める力とはなっていないが、財務省の大規模介入とセットで効果を発揮してきたと言えるかもしれない。

以上のとおり、量的緩和策に期待される波及ルートはいまだ機能するに至っていない。それを踏まえれば、足元の景気改善は、輸出好調によるものであってマネタリーな要因によるものではないと判断できよう。

福井総裁の金融緩和は、日銀も多くの機会にその効果を強調しているように流動性を潤沢にし、金融システムの安定化、市場心理の安定化に寄与したという効果はあっただろう。しかし期待された金融緩和の効果は今のところ表れていない。それどころか、マネーサプライの伸びといった

金融指標を見れば速水総裁時代よりも、現状はさらに悪化しているという事実もある。

## デフレファイターとしての高い評価

それにもかかわらず、福井総裁がデフレファイターとして高い評価を受けているのは、政治的なアピールもさることながら、迅速な政策実行による積極的なデフレファイターとしての日銀のイメージを、強烈に市場・海外に植えつけたためだろう。

景気が緩やかながらも拡大していることもあるが、前総裁時代に比べて、政治的な緩和圧力も大きく減じている。確かに、前総裁は持論を押し通したという点では、はっきりとした政策軸があったということになる。しかし、常に政治の批判の矛先となり、結局のところ、名目はどうであれ、当初は否定していた政策（例えば銀行保有株式の購入など）を次々に実施するなど、金融政策が政治に少なからず押し切られた、との印象を世の中に与えてしまった感は否めない。

一方、福井総裁は、早め早めの対応を行い政治的な評判も上々だ。政府との協調イメージが市場には出来上がっている。

ただ、デフレファイターとして積極的な福井日銀ではあるが、速水時代に拡大してきた国債買切りオペによる資金供給については、逆に増額の見送りが続けられている。これは増額によって、現在封印されている「出口政策」をさらに難しくするとの考えがあるからだ。

福井総裁の就任期間は2008年までであり、その間にはこの「出口政策」に真っ向から取り組まなければならない時が来るはずで、それが日銀の最大の課題であることは間違いない。

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 最近の金融市場の動き

#### (2月の概況)

月初の国内金融市場では、米金利先高観の後退、根強い円高リスクとそれを嫌気した株安、10年債入札(3日)の順調な消化などを背景に、債券市場で長期金利(10年国債利回り)が1.3%を割り込んだ。

6~7日に開催されたG7では、為替レートについて玉虫色の声明文が出されるにとどまったため、終了直後の金融市場の反応は限定的なものにとどまった。その後、18日に発表された10~12月期GDPは、前期比年率7.0%と予想を上回る高成長を示したものの、債券市場ではむしろデフレタのマイナス幅拡大(7~9月期:前年比 2.1% 10~12月期:同 2.6%)によってデフレ継続を確認した分、長期金利の低下基調が強まり、20日には半年ぶりに10年国債利回りが1.2%を下回った。一方、株式市場もGDPには特段目立った反応を示さなかったが、月下旬に円安が進んだことや、27日に発表された1月鉱工業生産指数が高い伸びを示したことなどを好感すると、株価が反発し、月末には日経平均株価が1万1千円台を回復した。債券市場では、こうした株高を背景に長期金利が下げ止まった。

なお、3月に入り、111円台まで進んだ円安や、来期の業績に対する期待感の高まりを手掛かりに、連日のように日経平均株価が年初来高値を更新している。また、債券市場では、低調に終わった10年債入札なども嫌気され、長期金利が1.4%台まで上昇している。

#### (当面の円金利見通し)

昨年9月から続いた一方的な円高の終息と、国内の景気回復に歩調を合わせるかたちで株高が続いている。こうした状況のもとでは、基本的に長期金利の低下余地は限られたものとなる。しかし、目先の円高一巡や国内景気の循環的回復を背景に、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の変更を想定するのは早計であると思われる。そのため、イールドカーブの基点となる短期金利が不変である限り、長期金利の上昇余地も限定的となり、引き続き1%台前半の低水準でレンジ推移を続けよう。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

#### (2月の概況)

注目が集まったG7(6~7日)において、「政府・日銀の介入政策に批判が集まり、円を含むアジア通貨に切り上げ圧力がかかるのではないかと」の思惑が強まった分、月初の為替市場では円買い圧力が増大した。結局、G7では玉虫色の声明文が出されるにとどまったものの、これまでの円高トレンドを転換させるほどのインパクトもなかったことから、円先高観は解消されず、

11日には、2000年9月以来となる1ドル=105円台前半まで円高が進んだ。

しかし、政府・日銀による執拗な円売り・ドル買い介入が続いたため、それ以上の円高は実現せず、暫く105円台で膠着相場が続いた後、18日に発表された予想を上回る日本のGDP成長率が円買い材料の出尽くし感を高めるきっかけとなると、次第に円買いポジションの調整が始まった。さらに、月後半には欧州当局のユーロ高懸念発言をきっかけにECBの利下げ期待が高まったのを背景に、ドルが対ユーロで反発したため、対円でもドル買い戻しが加速し、月末には1ドル=109円台まで円安が進行した。

ドルユーロレートは、米雇用統計(6日)やグリーンズパンFRB議長の議会証言(11~12日)などを受け、米国では低金利が当面維持されるとの見方が強まったことから、金利差を背景としたユーロ買いが優勢となり、18日には1ユーロ=1.29ドル台までユーロ高が進んだ。しかし、シュレーダー独首相がユーロ高是正のため、ECBに利下げを求める趣旨の発言(25日)を行うなど、欧州当局のユーロ高懸念発言をきっかけにECBの利下げ期待が高まると、金利差解消を見込んだポジション調整のユーロ売りが誘発されたため、1.24ドル台までユーロが反落した。

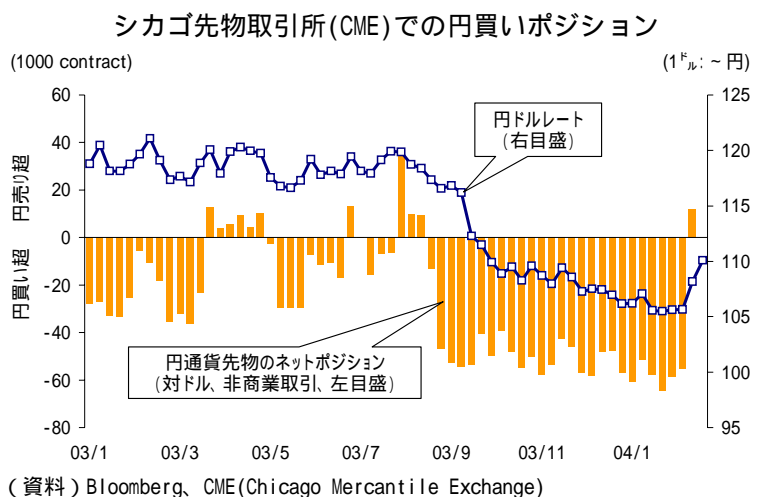
なお、3月に入ってもドル高は続いており、対円で111円台、対ユーロで一時1.20ドル台までドルが上昇している。

### (当面の見通し)

注目されたG7後の相場動向であるが、10~12月期に日本経済が高成長を記録したにもかかわらず、直後の円高が予想外に限定的となったことから、その後はポジション調整の動きが活発化している。昨年夏場以降、高水準の円買いポジションを維持してきたシカゴ先物取引所の通貨先物における円買いポジションも、わずか1週間で一気に解消された。こうしたポジション調整のドル買いを受け、為替市場では急速に円安が進行した。また、欧州当局からのユーロ高牽制発言をきっかけに、ドルは対ユーロでも反発している。

しかし、米国にとってドルの大幅上昇は企業収益にマイナス要因となる上、ドル高が必要以上に物価を押し上げる要因にもなり得ることから、引き続き「強いドル」を標榜しつつも、過度のドル高を志向することはないものと思われる。

そのため、政府・日銀のドルを押し上げるような介入に対しては、大統領選を前に米国が批判を強める可能性があり、ドル買い戻し圧力が一巡すれば、対外収支格差などを背景とした円買い要因が次第に優勢となり、ファンダメンタルズ要因がドルの上値を抑制する可能性が高い。これは、8頁に掲載した「為替インデックス(円ドル)」で示した変数の動きを見ることによっても、



推察できよう。

したがって、昨年9月以降の円高  
 モーメントが一旦終息した現状  
 では、円が再び大幅に上昇する局面  
 が早々に到来する可能性は小さい  
 ものの、買い戻し主体のドル高が中  
 長期的なトレンドを形成するには  
 至らないだろう。

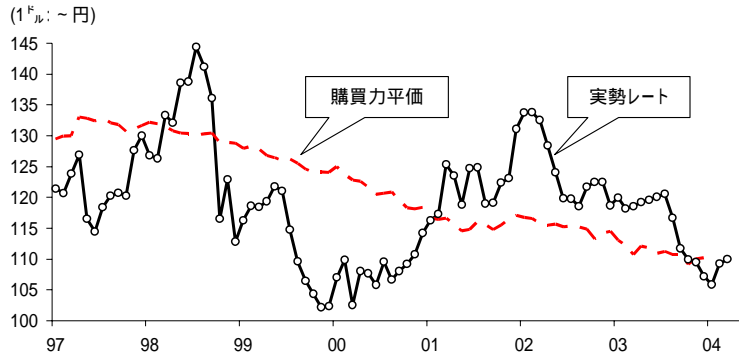
購買力平価から見ても、1ドル=  
 110円程度が目先の落ち着きどころ  
 となる可能性こそあれ、それ以上の

円安は、むしろ円が割安になっていると見なすことも可能だろう。

また、欧州でも外需に依存しながら景気の循環的回復が期待できる状況にあることから、市場の思惑通りECBが利下げに動くのは困難であろう。したがって、相対的な高金利の剥落を背景に、ユーロが急速に下落する可能性は小さいだろう。ただし、円などに比べてユーロがこれまで上昇度合いを強めていた分、これ以上大幅なユーロ高が実現する可能性も低いと思われる。

今後1カ月の円ドルレートの予想レンジは、107~112円。また、ドルユーロレートの予想レンジは、乱高下も想定して、やや広めの1.19~1.27ドル。

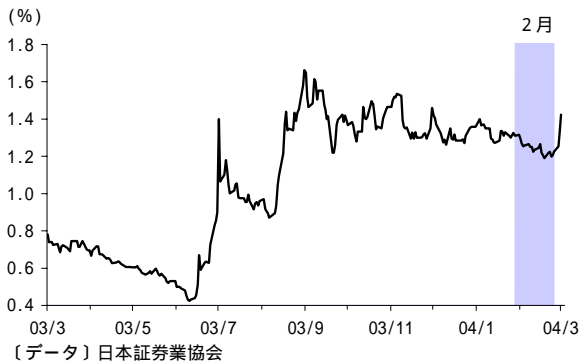
円ドルレートの購買力平価



(注) 直近の水準は、1973年1月~2003年11月の各月を基準とする3710の相対的購買力平価(生産者物価基準)の平均値。

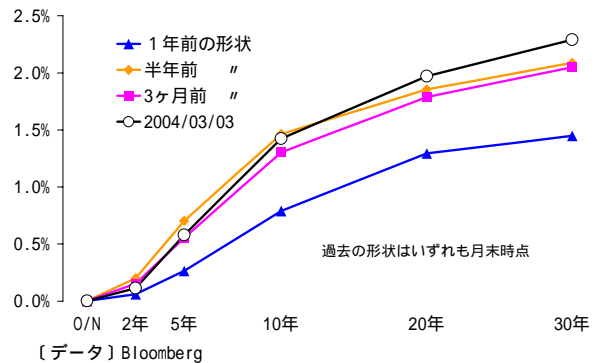
(資料) 日本銀行、BLS、Datastream

10年国債利回りの推移(直近1年間)



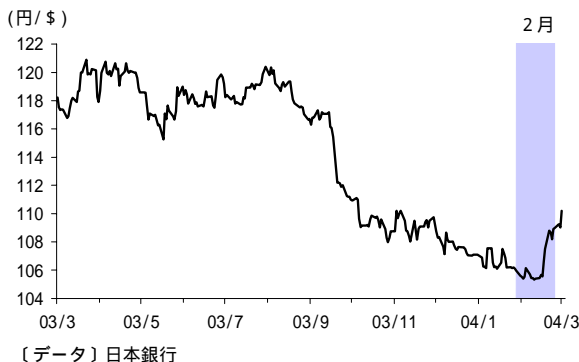
(データ) 日本証券業協会

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)



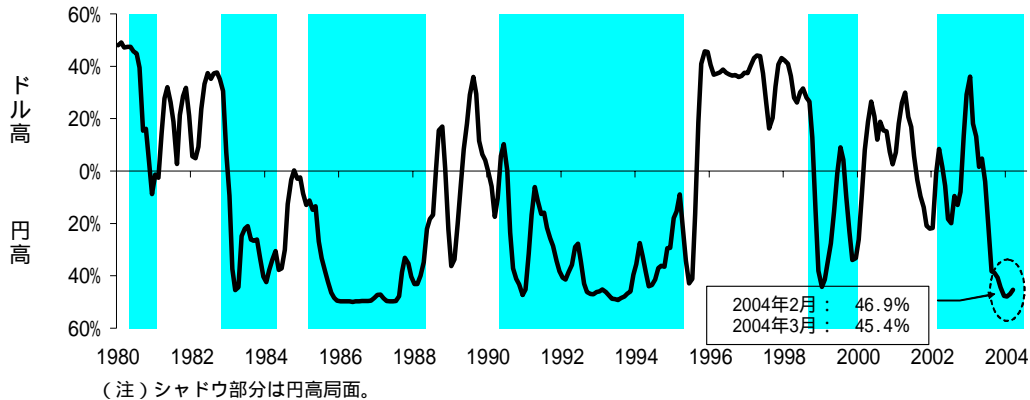
(データ) 日本銀行

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): 3月は 45.4%と円高サイン継続



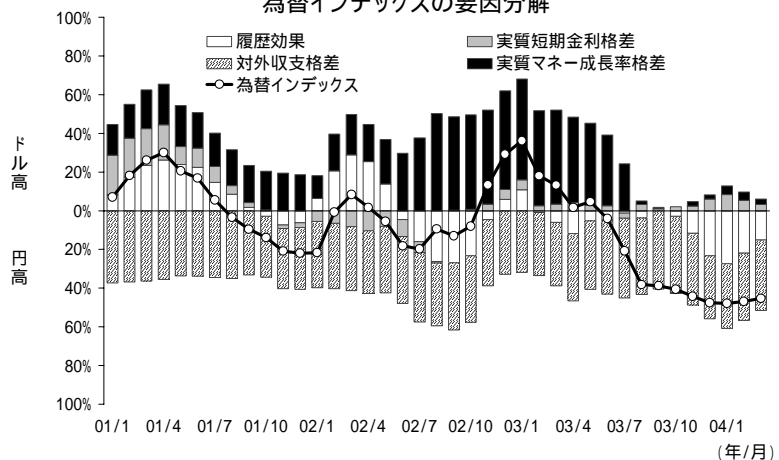
3月の為替インデックス(円ドル)は 45.4%と、引き続き円高圧力が強いことを示したものの、前月から比べると1.5ポイント上昇している。変数別にポイントを挙げてみると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: ほぼ中立の状態。単月ベースで見ると、前月に続いて米PPIの伸び率が小幅上昇した分、米実質金利がやや低下したため、実質短期金利差が小幅縮小し、前月比では2.1ポイントの円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き大きな円高要因。国内経常収支黒字の拡大が続き、前月比で見ても1.8ポイントの小幅円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ほぼ中立の状態。日米ともマネーサプライの伸び率が鈍化しているが、米CPIの上昇率が鈍化したのを背景に、実質ベースで見れば米国の伸び率が日本よりも鈍化した分、前月比で見ると1.5ポイントの小幅円高寄与であった。
- 4) 履歴効果: 105円台で昨年来の円高の流れに歯止めがかかり、短期的な円高モーメントが終息に向かう中、前月比では6.9ポイントのドル高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

2003年3月	13.3%
2003年4月	1.6%
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	-47.6%
2004年1月	-47.9%
2004年2月	-46.9%
2004年3月	-45.4%

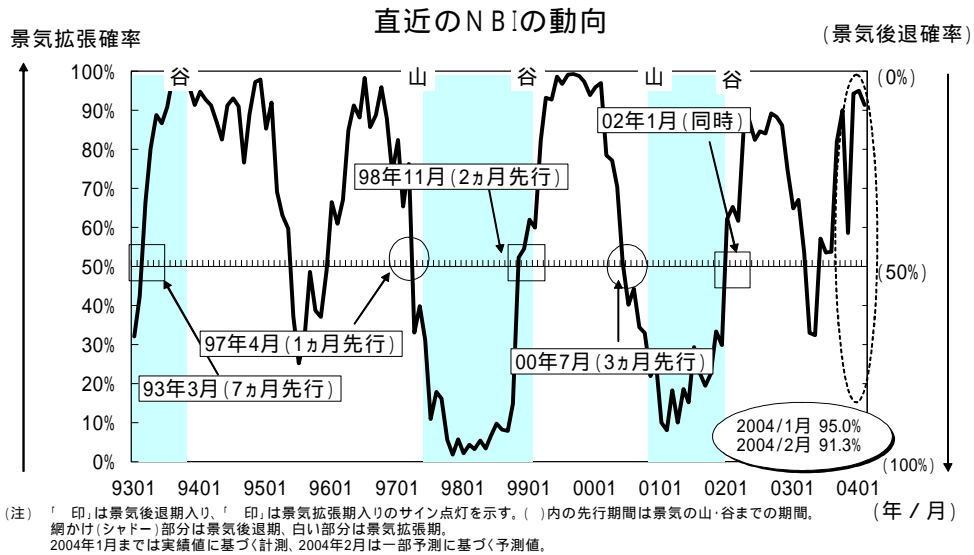
為替インデックスの要因分解





# 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 ) ~1月 : 95.0%、2月(予測値) : 91.3%



	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	
03/2	67.1%	540,814	0.0%	18.1%
03/3	53.6%	538,748	0.4%	13.3%
03/4	33.0%	539,892	0.2%	1.6%
03/5	32.4%	543,334	0.6%	4.7%
03/6	57.2%	550,375	1.3%	-4.1%
03/7	53.5%	541,899	1.5%	-20.8%
03/8	53.8%	545,860	0.7%	-38.2%
03/9	81.9%	556,125	1.9%	-38.8%
03/10	90.0%	558,523	0.4%	-40.7%
03/11	58.5%	552,941	1.0%	-44.3%
03/12	94.3%	560,501	1.4%	-47.6%
04/1	95.0%	565,161	0.8%	-47.9%
04/2	91.3%			-46.9%
04/3				-45.4%

(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**

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。

月次 GDP : GDPを月次化したもの。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2004年2月27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)