

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 / 「インフレ参照値」に含み

< 今月の日銀ウォッチ >

1. 福井日銀総裁は、景気回復に伴い量的金融緩和が解除されるとの思惑で、長期金利が急上昇するなど金融市場が不安になるのを防ぐため、「局面によっては(量的金融緩和解除に対する金融市場の)理解に混乱が生じる心配はある。状況を見つづメッセージを差し上げる」と、新たに「インフレ参照値(望ましい物価上昇率)」にコミットする可能性に含みをもたせた。
2. 上振れする景気、それを先読みする長期金利の流れが崩れない限り、2005年度の日銀見通しが公表される10月までにインフレ参照値が導入される公算が高い。

< 金融・為替市場の動き >

1. 日銀が現状の緩和政策を容易には転換できない状態が続き、投資家は今後とも押し目買いを継続させる可能性があると思われることから、景気回復下でも長期金利の上昇余地は、当面限定的なものとなろう。
2. 目先はドル安圧力がかけりにくい状態が維持されるかもしれないが、潜在的なドル下落のマグマとして存在する膨大な対外収支格差は残されたままであり、今後ともドルが再び下落に転じる危険性は解消されていない。

日銀景気見通し～引き続き上方修正

2004年度の政策委員の大勢見通し (4月28日公表)

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)
2004年度	+3.0 ~ +3.2 <+3.1>	+0.1 ~ +0.3 <+0.2>	-0.2 ~ -0.1 <-0.2>
03/10月時点の見通し	+2.3 ~ +2.6 <+2.5>	-0.8 ~ -0.4 <-0.6>	-0.5 ~ -0.2 <-0.3>

主任研究員 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)

「インフレ参照値」コミットに含みを持たせる

福井日銀総裁は28日の記者会見で、景気回復に伴い量的金融緩和が解除されるとの思惑で、長期金利が急上昇するなど金融市場が不安になるのを防ぐため「局面によっては（量的金融緩和解除に対する金融市場の）理解に混乱が生じる心配はある。状況を見つつメッセージを差し上げると、新たに「インフレ参照値（望ましい物価上昇率）」にコミットする可能性に含みを持たせた。（5/1日経新聞、5/2NHK番組でも同様のコメントをしている。）

現在の量的金融緩和の解除3条件は、昨年夏の長期金利が急上昇した後の10月10日に「コミットメントの明確化」として示されている。

量的緩和政策継続のコミットメントの明確化（03年10月10日発表）

- ・ 第1に、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ことが必要である。＜条件1＞
- ・ 第2に、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が必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。＜条件2＞
- ・ 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場合も考えられる。＜条件3：総合判断＞

その後何人かの委員からコミットメントの明確化の延長線上に「インフレ参照値」があるとの発言があった。

例えば、10月28日の中原審議委員の会見では「金融政策の透明性を高めるという趣旨で日本銀行は「物価安定目標」というものを持つべきだと考えているし、現実に量的緩和の出口においては、これを示さざるを得ない状況になり得るわけである。出口政策を封印すべきだという議論も多いが、日本銀行の今後の金融政策運営のシナリオの中で、当然考えていかねばならない問題だと思う。インフレ参照値を持つことによって、政策および市場の期待、この両方のアンカーになり得ると、私は考えている。」と言及していた。

したがって、今回総裁が「インフレ参照値」に含みを持たせた点については、唐突といった印象はない。景気回復、株高が続く限り、ある程度の長期金利上昇は黙認するのではとの思惑を否定し、時間軸強化によって、特に長期金利の上昇を抑制していくとの強い日銀の姿勢を示すとの意図があったと考えられる。

2005年度の見通しが示される10月までに導入の公算大

今回福井総裁が含みを持たせたということで、インフレ参照値導入の可能性は格段に高まった。日銀は28日公表した「経済・物価情勢の展望」で今年度も物価の下落基調が続くとの見方を示し

た。しかし市場では、2005年度の見通しが発表される10月には、CPIの予想レンジの上限がプラスに転じるとの見方が強い。また米連邦準備理事会（FRB）は4日、定例の連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、短期金利の指標であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現行の年1%に据え置くことを決めた。ただ、同日発表した声明では現行の超低金利政策を「解除することができる」と指摘、将来の利上げに布石を打っており、国内長期金利への上昇圧力がかかりやすい地合にある。

2005年度については、円高、ならびに雇用・所得環境に先行き広がりが見られるかといった不確定・不安要因もあり、日銀としても確固とした景気回復、その先にあるデフレ脱却に自信があるわけではないだろう。しかし今のところ国内景気が急激に悪化するというリスクも相当程度少ないということを考えれば、景気回復を市場が先読みし、長期金利上昇の可能性が高く、そうなれば時間軸効果を維持するためにもインフレ参照値導入に向かうしかないはずだ（たとえ導入後景気が悪くなった場合でも、時間軸強化の路線上でインフレ参照値は位置づけ可能と考えられる）。

上記状況を踏まえれば、インフレ参照値は遅くとも10月までに導入されるだろう（夏場にFOMCで金利引き上げが行われ、国内長期金利の上昇につながった場合には、より導入時期が早まる可能性もある）。

またインフレ参照値は、昨年10月10日がそうであったように、現在の量的金融緩和のコミットメントのさらなる明確化という形で、条件の1について「1～2%程度」といった形で導入される公算が高い。

2004年度の政策委員の大勢見通し (4月28日公表)

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)
2004年度	+3.0～+3.2 <+3.1>	+0.1～+0.3 <+0.2>	-0.2～-0.1 <-0.2>
03/10月時点の見通し	+2.3～+2.6 <+2.5>	-0.8～-0.4 <-0.6>	-0.5～-0.2 <-0.3>

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(4月の概況)

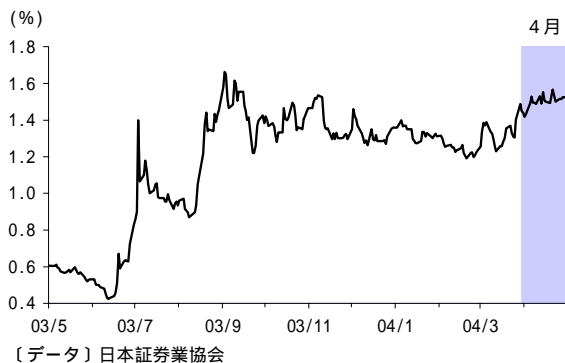
月初(2日)に発表された米雇用統計において、雇用者数が市場予想を大幅に上回る増加を示したことで、利上げ観測の台頭から米債市場が急落した。これを受けて、国内金融市場では円債が軟調な展開となり、長期金利(10年国債利回り)が1.5%台まで上昇した。その後も、円安や株高を背景に金利上昇圧力がかかり続ける中、世界的な景気回復や商品市況の高騰が国内のデフレ脱却につながるとの期待が高まった。その結果、いわゆる「時間軸効果」の剥落が懸念され、残存年数の長い債券ほど金利上昇の度合いが強まり、月央にかけてイールドカーブのベアスティーブ化が進行した。但し、米利上げ観測の高まりが、米株安を通じて日本株安につながったこと、また、月内に相次いで実施された国債入札(6日:10年債、13日:20年債、15日:30年債、22日:20年債)がいずれも無難に消化されるなど、投資家の根強い押し目買い意欲が長期金利の上昇を抑えたため、10年国債利回りが1.5%台を大きく上回ることはなかった。

(当面の円金利見通し)

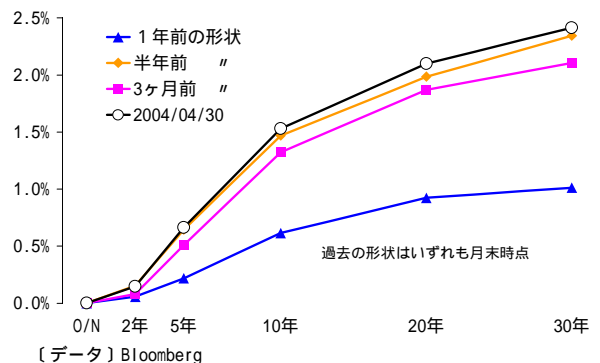
28日に日銀が発表した「経済・物価情勢の展望」では、当面は現状の緩和政策が維持される可能性を示唆したものの、市場ではむしろ、「一段の株価上昇、息の長い景気回復、商品市況高」に伴うデフレ脱却期待を背景に、「日銀はいずれ、量的緩和・ゼロ金利解除に向けた政策転換の地ならしを行うのではないか」との思惑が根強く残っている模様だ。しかも、仮に米金利が今後一段と上昇すれば、円金利上昇圧力は一層高まるとの見方も強まっている。

しかし、1)もし米国で引締め政策が本格化すれば、米株のみならず日本の株高基調にもブレーキがかかる可能性があること、2)中国でもバブルの収束に向けて当局が動き始めており、商品市況高や好調な外需の一因となっていた中国経済に一旦ブレーキがかかる可能性があること、3)企業物価や消費者物価の上昇率は依然としてプラス圏に定着していないのに加え、日本が引締め政

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



策に転じれば、円高進行が再発するリスクも払拭できず、これらをきっかけに、上記 ~ に転機が訪れる可能性も否定できない。したがって、日銀が容易に金融政策を転換できない状態は続くものと思われる。

また、短期の負債を保有する銀行の債券売買が相場全体の不安定に寄与するのは対照的に、長期資金を運用する国内投資家の多くは、以前とは異なりALM的発想に基づく運用姿勢を強めている分、むやみに長期債の比率を大きく変動させることも想定しづらく、今後とも押し目買いを継続させよう。したがって、景気回復下でも長期金利の上昇余地は、引き続き限定的なものにとどまると思われる。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.4~1.6%。

最近の為替市場の動き

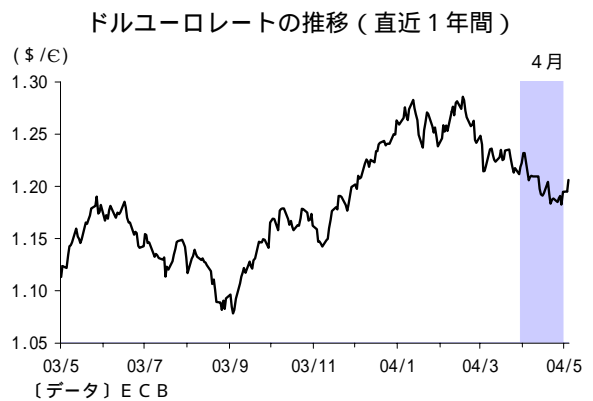
(4月の概況)

為替市場では、日本株投資に積極的な姿勢をとり続ける海外勢の円買いや、日本の為替介入姿勢が消極化したとの見方を手掛かりに円高圧力が増大し、月初には1ドル=103円台前半まで円高・ドル安が進んだ。しかし、2日に発表された米雇用統計が市場予想を大幅に上回る雇用者数の増加を示すと、米金利先高観が急速に高まったため、ドル買い優勢の展開に転じた。その後も、小売売上高(13日)、消費者物価指数(14日)、GDP成長率およびGDPデフレーター(29日)など、発表された米経済指標がいずれも「好調な実体経済」あるいは「インフレリスク」を示す結果となったことから、米金利先高観が一段と強まり、月後半には一時111円台まで円安・ドル高が進んだ。

ドルユーロレートは、米国の利上げ観測が高まる一方で、景気先行き不安からECBに対する政治的な利下げ圧力が強まる中、月初からユーロ売り優勢の展開が続き、昨年11月以来となる1ユーロ=1.17ドル台までユーロ安ドル高が進行した。しかし、26日に発表された独Ifx景況感指数が予想に反して前月比で改善すると、ユーロ圏の利下げ期待が後退した分、ユーロは買い戻された。

(当面の見通し)

為替市場では雇用統計以降、急速に高まった米金利先高観が、ドルの堅調さにつながる状態が続いている。また、これまで米当局がドル安志向を強める背景にあった、企業収益(ドル安増収)、物価(ドル安物価下落を阻止)、大統領選挙(産業界からの圧力)といった要素の

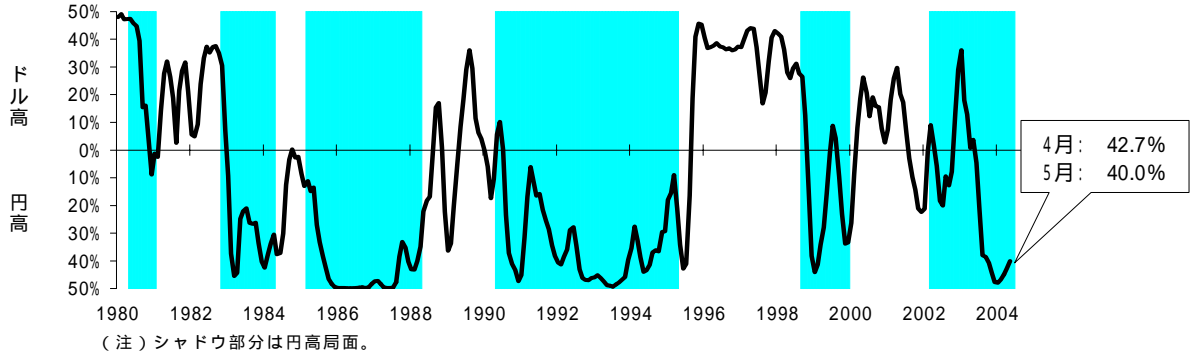




うち、最近の米当局の発言などから判断する限り、少なくとも と については、為替面での下支えは不要になったとの見方に傾きつつある模様だ。したがって、経済政策的側面から見た場合、目先はドル安圧力がかかりにくい状態は維持されよう。しかし、本邦輸出企業を中心とした実需の動きが継続的に円買い要因として寄与するなど、潜在的なドル下落のマグマとして存在する、膨大な対外収支格差は残されたままであり、地政学的リスクの高まりなどをきっかけに、ドルが再び下落に転じる危険性は、今だ解消されていない。

ユーロについては、これまで高金利通貨として買われてきた分、欧米金利差解消に対する思惑が強まったことが、ユーロ売り・ドル買い圧力の増大につながっている。他通貨に比べてユーロがこれまで上昇した結果、企業収益の圧迫など、ユーロ圏経済が通貨高の影響を受けているため、景況格差の観点からユーロが目先、円やドルに比べ上昇力に欠ける展開となる可能性はあろう。しかし、中東情勢の悪化、米経常収支赤字の大きさ、世界経済が回復局面にある中でECBが容易には利下げに動かない可能性などから、ユーロの下落余地も限られ、目先は1ユーロ=1.2ドル前後でのレンジ相場を続けよう。今後1カ月の予想レンジは円ドルレートが1ドル=107~111円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.17~1.23ドル。

為替インデックス(円ドル): 5月は 40.0%と円高サイン継続



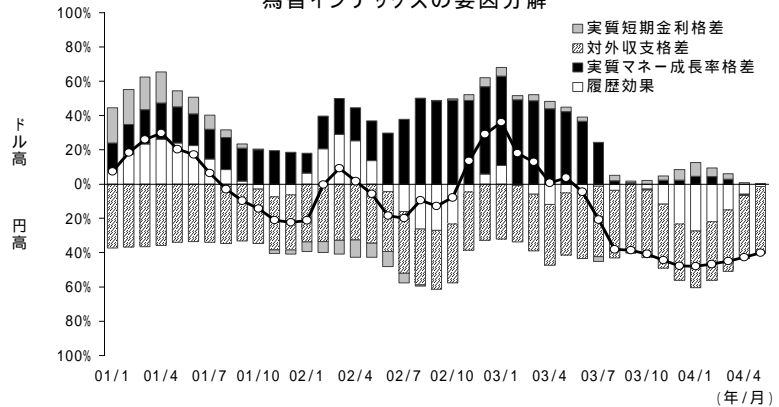
5月の為替インデックス(円ドル)は 40.0%と、引き続き円高圧力が強いものの、その度合いは少しずつ軽減していることを示した。変数別にポイントを挙げてみると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きほぼ中立の状態。但し、単月で見ると、米生産者物価が小幅上昇し、国内企業物価のマイナス幅が縮小したのに伴い、日米とも実質金利が小幅低下する中、僅かながら米実質金利のほうが低下幅が大きかった分、前月比では0.6ポイントの僅かな円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。米経常収支赤字がなかなか縮小に向かわない中、国内の経常収支黒字の拡大が続いていることから、前月比ベースでも2.1ポイントの円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：ほぼ中立の状態が継続。但し、単月で見ると、米マネーサプライ(M1)の伸びがやや鈍化した分、前月比ベースでは0.7ポイントの僅かなドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果：米金利先高観の高まりを背景としたドル買いの流れが強まったことから、短期的なモーメントはドル高方向に傾斜しており、前月比ベースで4.7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5月	3.7%
2003年6月	-4.5%
2003年7月	-20.8%
2003年8月	-38.0%
2003年9月	-38.6%
2003年10月	-40.8%
2003年11月	-44.4%
2003年12月	-47.7%
2004年1月	-47.9%
2004年2月	-46.7%
2004年3月	-45.0%
2004年4月	-42.7%
2004年5月	-40.0%

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)