

# 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 / 微妙な均衡を保つ長期金利

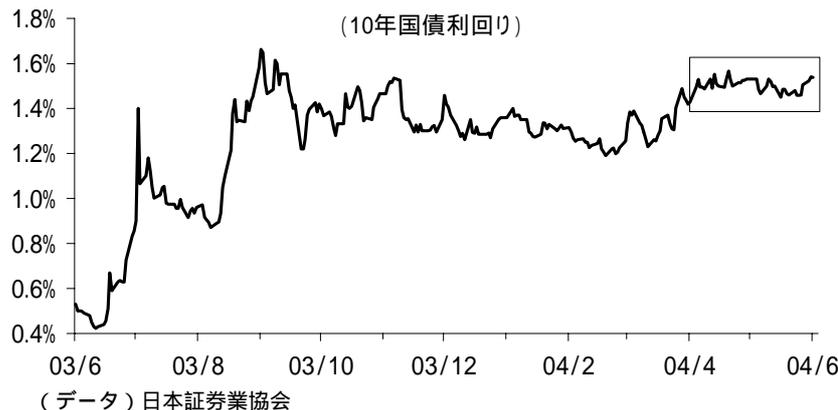
### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 4月の消費者物価指数が示すように、確実にデフレ圧力は低下している。夏以降、消費者物価（コア）が前年比で若干のプラスになる月もでてくるだろう。ただし、当研究所では、2005年度は景気後退を予想しており、2005年の夏場には消費者物価が再び小幅なマイナスに転じ、再びプラスに転じるのは早くとも2007年度初め以降と見ている。
2. 夏場に物価が一時的にプラスになり、さらに原油高、米国利上げの影響により長期金利の上昇が再び顕在化する可能性が高く、日銀にとっては、2005年の景気の見極めとそれに基づいた長期金利抑制策が問題となるだろう。

### < 金融・為替市場の動き >

1. 債券市場は、引き続き強弱両要因に挟まれながら、「ゼロ金利 + 量的緩和」下の落ち着いたところと思われる1%前半～半ばを中心に、狭いレンジでの推移を続けよう。
2. 目先は「日本買い」的発想から円高余地を探る展開も考えられるが、むしろ膨大な経常収支赤字や地政学的リスクの高まりなどといった「ドル売り」要因がクローズアップされることで、ドル安に拍車がかかるか否かを注視すべきだろう。

強弱両要因に挟まれ身動きの取れない長期金利



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)

### 足もと確実に低下するデフレ圧力も、安定的にゼロを上回るのはしばらく先

足もとの物価統計を見ると、確実にデフレ圧力は低下している。

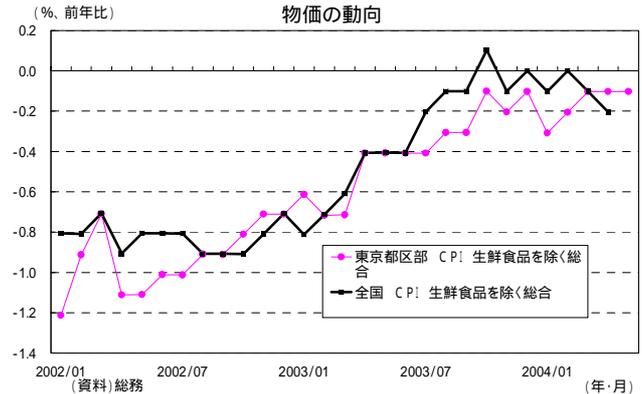
4月の消費者物価(5/28日発表)はコア(生鮮食料品除く総合)で前年比0.2%の下落となった。0.2%という下落率の幅で見れば9カ月ぶりだが、4月以降、2003年度中に物価を押し上げていた特殊要因(医療費の自己負担の増加、タバコ・発泡酒の増税、冷夏による米価高騰などの影響が0.5%程度引き上げていた)が徐々に剥落することを考えれば、実体(特殊要因以外)のデフレ圧力も低下していると判断できる。

また同日発表された5月の東京都区部の消費者物価(コア)は前年比-0.1%と4月に引き続き小幅のマイナスにとどまっており上記流れが続いている。

全体の動きとしては、ゼロ近辺となるだろうが、夏以降、消費者物価(コア)が前年比で若干のプラスになる月もでてくるだろう。ただし、量的金融緩和の解除条件となっているような、「安定的にゼロを上回る」という状況を展望するのはもう少し先のこととなりそう。

当研究所の見通し(5/21日発表)では2004年度は3.0%と高い成長となるが、2005年度は1.1%と景気後退に向かうと予想している(減速の原因：米国・中国経済の減速による外需の鈍化、設備投資の循環的な調整、消費の伸びが低迷)。

このため2005年の夏場には消費者物価が再び小幅なマイナスに転じ、消費者物価が再びプラスに転じるのは、次の景気回復サイクルが始まる早くとも2007年度初め以降と予想している。



## 再び高まるか、「インフレ参照値」議論

日銀の予測は、2004年度までが「経済・物価情勢の展望（4月28日発表）」に示されている。足もとの状況はGDP、物価ともに展望よりもやや上振れている。

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

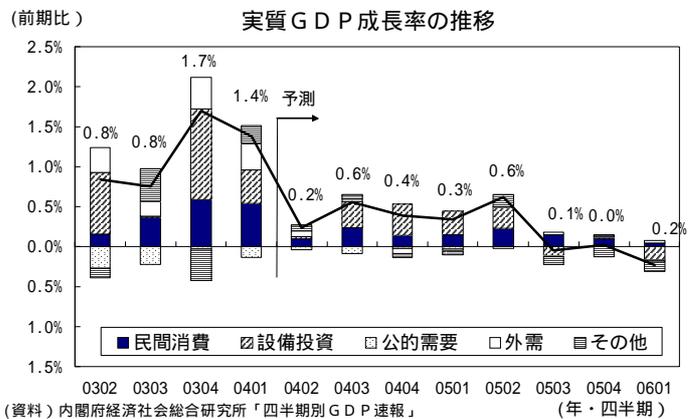
|              | 実質GDP               | 国内企業物価指数            | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2004年度       | +3.0~+3.2<br><+3.1> | +0.1~+0.3<br><+0.2> | -0.2~-0.1<br><-0.2> |
| 03/10月時点の見通し | +2.3~+2.6<br><+2.5> | -0.8~-0.4<br><-0.6> | -0.5~-0.2<br><-0.3> |

この強めの動きが今後も継続

するかについてはリスクが高いと考えているようだ。2005年度については、会見や講演会から読み取るしかないが、たとえば中原審議委員は「色々な経済の下振れ要因を考えていくと、本年後半からやや成長の減速感がでてくる可能性は否定できないと思っている」（5月12日・秋田県金融経済懇談会終了後の記者会見要旨）と言及している。

2005年度の景気のスローダウンの大きさについては審議委員の中でも幅があると思われるが、やっかいなのは、実際スローダウンが明確になるのは当分先になるということだ。

当研究所の見通しでは、2005年度半ばに四半期ベースの実質経済成長率が始めて前期比でマイナスとなる。すなわち足もと発表される経済統計で景気後退を意識・認識するのは、早くとも来年の初め頃になりそうだ。



景気が後退するか、回復が続くのか微妙な状況の中で、先ほど示したように消費者物価指数も前年比で小幅ながらプラスになり、さらに原油高の進行・長期化観測が強まり（当研究所では2004年度平均36ドル/バレル。足元42ドル/バレル程度）、米国の利上げが（市場予想以上に）実施される（当研究所予想FFレート、4-6月期1.25%、7-9月期1.5%、10-12月期2.0%）などがあった場合、再び長期金利上昇が顕在化する可能性が高い。

日銀としても、景気のシナリオの見極めと、それに基づいた長期金利抑制策を打たなければならなくなる。景気が鈍化するならば、ある程度時間の経過とともに長期金利の上昇も収まるとの考え方もできよう。しかし景気が持ちそうだという判断になれば、出口議論につながる。そうなれば4月末に中原委員が示唆した「インフレ参照値」導入が（福井総裁が火消しし今のところ沈静化したようだが）再燃す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

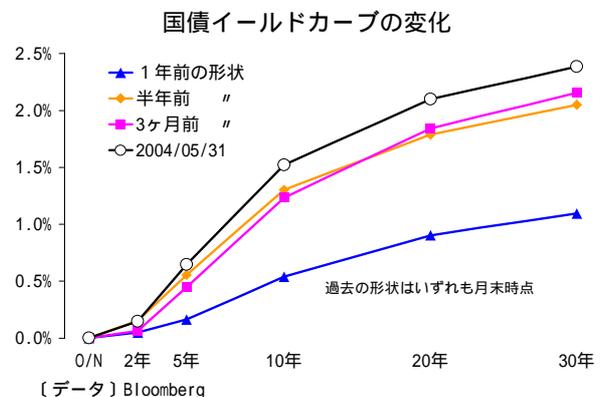
#### (5月の概況)

7日に発表された米雇用統計において、前月に続き30万人前後の雇用者数増加が示されたことで、米国では利上げ観測が一段と高まった。こうした利上げを巡る思惑や原油価格の高騰を背景に、米国株が下落基調を強めると、国内株式市場も軟調な展開となり、日経平均株価が3ヵ月振りに1万1千円台を割り込んだ。一方、国内債市場では、利上げ観測の高まりに伴う米金利上昇や月前半の円安にもかかわらず、株安が進行したことで長期金利の上昇は限定的なものとなり、機械受注が予想を大きく下回ると(13日)、10年国債利回りが1.5%を割り込む水準まで低下した。その後、UFJ銀行が業績下方修正に迫られるとの報(17日)をきっかけに、株価が一段安となる場面も見られたが、1-3月期のGDPが予想を上回る成長を示すと(18日)日本株は上昇に転じ、日経平均が再び1万1千円台を回復した。さらに、月後半に米国株が反発に転じたことで国内株価が上昇基調を強めると、翌月初に10年債入札を控えた国内債市場では、長期金利がじり高となった。

#### (当面の円金利見通し)

「国内景況改善の持続期待、業績改善期待に伴う底堅い株価、米利上げ観測」といった金利上昇要因と、「投資家の根強い押し目買い意欲、110円近辺まで進行した円高」といった金利低下要因に挟まれるかたちで、債券市場は当面、「ゼロ金利・量的緩和」下のフェアバリューと思われる1%前半～半ばを中心に、狭いレンジでの推移を続けよう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.4～1.6%。

こうした中、市場の焦点は早くも、日銀が10月に発表する「経済・物価情勢の展望」で示される政策委員の大方見通しにおいて、CPIの見通しの上限がプラス圏となる可能性、およびそれに伴う量的緩和・ゼロ金利解除に向けた政策転換の可能性の有無に移っている模様だ。ちなみに、3ヵ月物円金利先物(金先)のカーブを使い、直近の限月(第1限月)と約1年後の限月(第5限月)の金

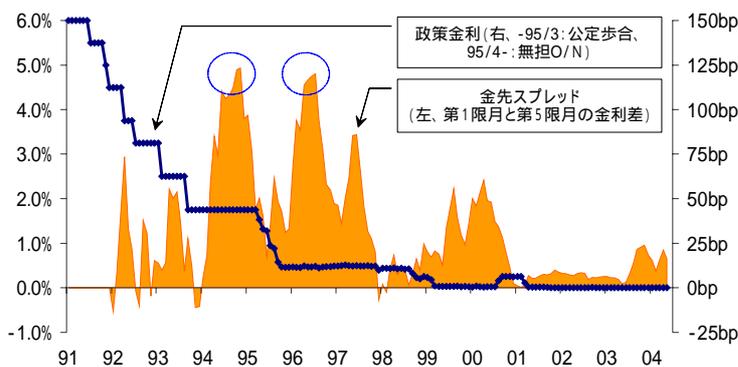


利差から、1年後の金利水準に対する市場の先高観の変化を見てみると、「出口政策」の議論が醸成され始めた昨年後半以降、概ね10~20bp(ゼロ金利解除)程度の水準を保っていることがわかる。量的緩和が導入された2001年以降で見れば金利先高観は高まったとも言えようが、過去の推移から見れば、依然として低水準にあることは確かだ。

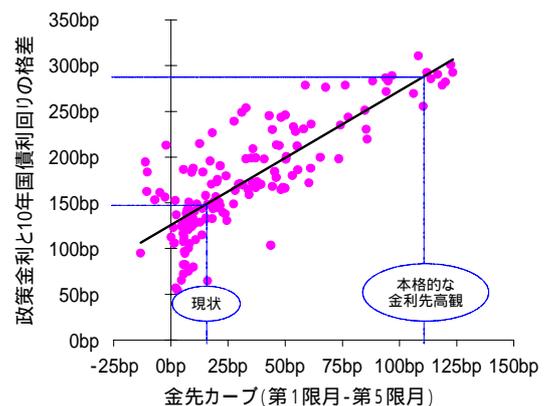
バブルが崩壊した90年代以降の金融緩和局面において、国内で利上げの思惑が高まった時期として、1994年と1996年を挙げることができる。これらの時期には、いずれも100~125bp程度の金利先高観が形成されていた(ちなみに、ゼロ金利が一旦解除された2000年に先高観が大きく高まった形跡はない)。もしも、日銀が実際に政策転換の地ならしを開始した場合、仮に金先カーブが1994・1996年当時に近い先高観を形成すると同時に、イールドカーブ全体にもこうした金先カーブの影響が及ぶのであれば、両者の過去の関係から、政策金利と10年国債利回りの利回り格差は、300bp近くまで拡大することになる。すなわち、ゼロ金利解除前にも10年国債利回りが3%程度にまで上振れる可能性を示している。

最近の日銀関係者のコメントから判断する限り、10月の「展望」をきっかけに日銀が政策スタンスの変更を示唆する可能性は低い。その結果、金先市場における金利先高観は、現状程度の水準にとどまり、長期金利も暫く1%台での推移を続けることになろう。しかし、仮に10月の「展望」でCPIがプラスに定着する可能性が示されれば、日銀の姿勢如何に関係なく、市場は政策変更の可能性を視野に入れ始めるかもしれない。その際、日銀はどこまで長期金利の上昇を許容するのか、あるいはどのような策を打つのか。市場参加者が日銀の動きに神経質になる日は、今暫く続きそうだ。

政策金利の推移と金利先高観の変化



金利先高観と長短金利差の関係



(データ) Bloomberg、日本銀行、日本証券業協会、東証

## 最近の為替市場の動き

### (5月の概況)

為替市場では、米雇用統計(7日)が前月に続き予想を大幅に上回る雇用者数増加を示し、米金利先高観が一段と高まったことでドル高基調が強まり、1ドル=115円を目指す展開となった。しかし、日本のGDPが予想以上の高成長を示したこと(18日)で、再び日本買い意欲が高まったこと、月後半に発表された米経済指標の一部が、市場が期待していたほど良好な数字を示さなかったこと、米国本土に対するテロ懸念(26日)やサウジアラビアでのテロ事件発生(29日)によって、地政学的リスクが再び高まったことなどを背景に、次第にドル売り・円買い優勢の展開となり、月末には一時110円台を割り込む水準まで円高・ドル安が進んだ。

ドルユーロレートは、月初こそ米金利先高観とユーロ圏経済の停滞感を背景に、ユーロが年初来安値近辺(1ユーロ=1.17ドル台)で揉み合う展開となったものの、月後半に発表された米経済指標の一部が予想されていたほど良好な数字を示さなかったことや、地政学的リスクが高まったことでユーロ買戻しが活発化し、月末には1.22ドル台までユーロ高ドル安が進行した。

### (当面の見通し)

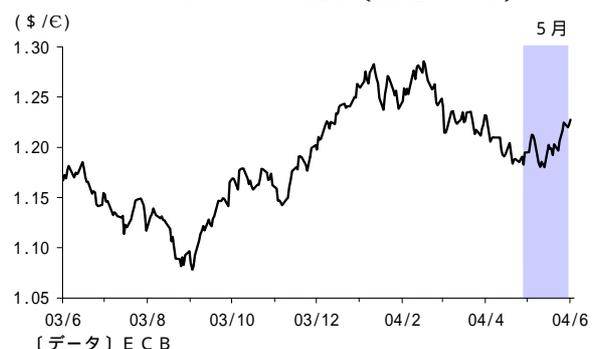
雇用改善に伴う米金利先高観を背景にドル高が進行したが、対円で115円手前までドルが上昇した段階で、為替市場は同材料を一旦消化した模様だ。こうした中、目先は「日本買い」的発想から円高余地を探る展開も考えられようが、株価が世界的に一進一退を続ける中で、日本株のみが独歩高となるには、相当の力が必要になるものと思われ、円買い余地も限られたものとなる。むしろ、潜在的なドル下落要因である膨大な経常収支の赤字や、地政学的リスクの高まりなど、円買いよりも「ドル売り」要因がクローズアップされることで、ドル安に拍車がかかるか否かを注視すべきだろう。

ユーロについても、米利上げ観測の高まりに伴う欧米金利差解消の思惑から、暫くユーロ売り・ドル買い圧力の高い状態が続いたものの、根強い地政学的リスクの存在や、米経常収支赤字の大きさなど、一方的なドル買いとなることは想定できず、引き続き1ユーロ=1.2ドル前後でのレンジ相場となる。今後1カ月の予想レンジは円ドルレートが1ドル=108~113円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.18~1.23ドル。

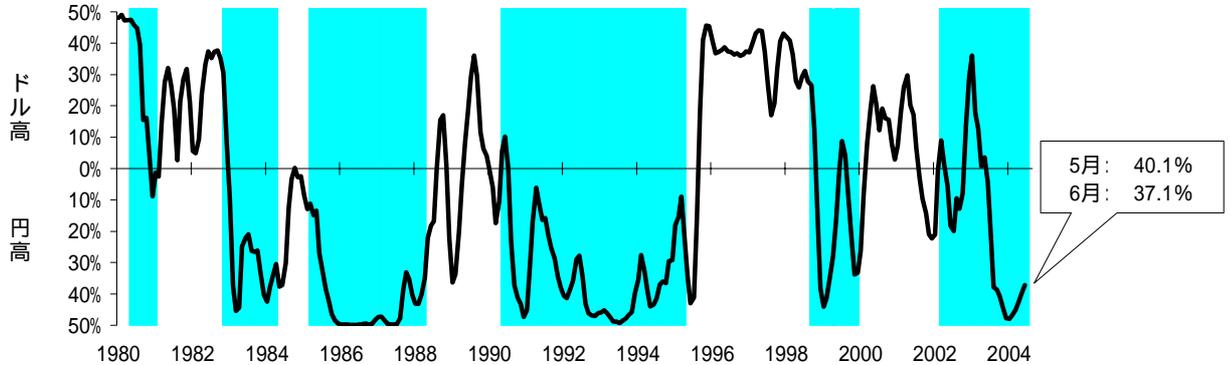
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 6月は 37.1%の円高サイン



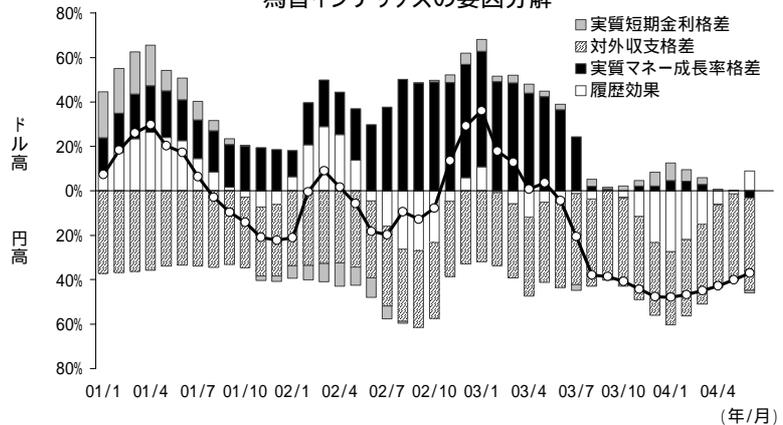
6月の為替インデックス(円ドル)は 37.1%と、前月( 40.1%)から3.0ポイント上昇し、円高圧力自体こそ根強いものの、その度合いが少しずつ軽減する傾向は続いていることを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 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、前月と同様に米生産者物価が小幅上昇した分、米実質金利が僅かながら低下したため、前月比では1.2ポイントの小幅円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。国内の経常収支の黒字拡大が続いていることから、前月比ベースで見ても2.4ポイントの円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：引き続きほぼ中立の状態。但し、単月で見ると、米マネーサプライ(M1)の伸びがやや持ち直した分、前月比ベースでは3.5ポイントの円高寄与となった。
- 4) 履歴効果：米金利先高観の高まりを背景に、短期的なドル高のモーメンタムが続いており、前月比ベースで10.1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)

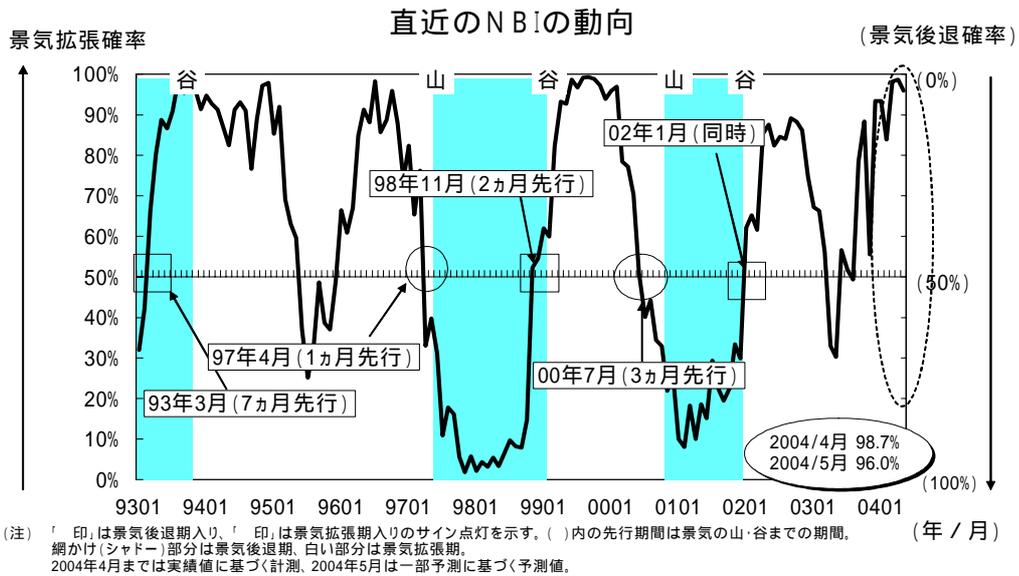
|          |        |
|----------|--------|
| 2003年6月  | -4.5%  |
| 2003年7月  | -20.6% |
| 2003年8月  | -37.9% |
| 2003年9月  | -38.6% |
| 2003年10月 | -40.8% |
| 2003年11月 | -44.3% |
| 2003年12月 | -47.7% |
| 2004年1月  | -47.9% |
| 2004年2月  | -46.7% |
| 2004年3月  | -45.0% |
| 2004年4月  | -42.8% |
| 2004年5月  | -40.1% |
| 2004年6月  | -37.1% |

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) ~ 4月 : 98.7%、5月 (予測値) : 96.0%



|       | ニッセイ景気動向<br>判断指数 (NBI)<br>水準 | 月次 GDP    |      | 為替インデックス<br>水準 |
|-------|------------------------------|-----------|------|----------------|
|       |                              | 水準 (10億円) | 前期比  |                |
| 03/5  | 30.3%                        | 542,531   | 0.8% | 3.6%           |
| 03/6  | 56.6%                        | 550,138   | 1.4% | -4.5%          |
| 03/7  | 51.7%                        | 540,792   | 1.7% | -20.6%         |
| 03/8  | 49.3%                        | 544,825   | 0.7% | -37.9%         |
| 03/9  | 78.5%                        | 557,403   | 2.3% | -38.6%         |
| 03/10 | 88.4%                        | 556,413   | 0.2% | -40.8%         |
| 03/11 | 55.5%                        | 550,979   | 1.0% | -44.3%         |
| 03/12 | 93.4%                        | 563,449   | 2.3% | -47.7%         |
| 04/1  | 93.4%                        | 565,480   | 0.4% | -47.9%         |
| 04/2  | 83.9%                        | 567,246   | 0.3% | -46.7%         |
| 04/3  | 98.1%                        | 561,109   | 1.1% | -45.0%         |
| 04/4  | 98.7%                        | 567,242   | 1.1% | -42.8%         |
| 04/5  | 96.0%                        |           |      | -40.1%         |
| 04/6  |                              |           |      | -37.1%         |

(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。

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)