

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/市場の「思惑」に限界はあるか？

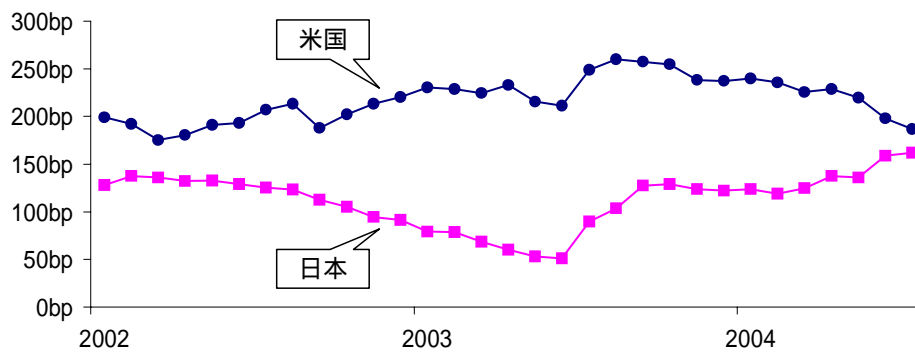
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 次回決定会合（8月9、10日）では政策の据え置きが決定される見込み。足元の不安定な金融市場の動き、米国経済の先行き鈍化懸念などについてはリスクへの言及にとどまり、政策変更はないだろう。
2. 福井総裁は7月22日の講演で出口政策について「資金吸収と金利引き上げの2つの側面が合体している」との発言を行い、これを受けて市場では、早期解除に向けて前のめりの発言との捉え方がなされた。しかし発言内容は、早期解除観測への牽制を続けてきた従来の主張の枠を出るものではない。

< 金融・為替市場の動き >

1. FRB同様、日銀もいずれ超低金利修正に動くことになるのは間違いない。その際、長期金利の落ち着きどころが大幅に上振れる可能性もあろう。しかし、長期債のみ金利が上昇し、イールドカーブがこれ以上スティーブになり続けるのを正当化することは、限界に近づいてきたとの見方をとることができよう。
2. 米・中の成長率鈍化が市場予想の範囲内に収まっている現状下では、外需減退などによって日本株が大幅に下落し、円が急激に売られるような展開は目先想定しづらい。むしろ、本邦実需筋の円買い需要、あるいは米経常収支赤字拡大などを手掛かりとした根強いドル売り圧力が解消されていない分、円安・ドル高の流れは長続きしないだろう。

日米イールドカーブの形状が接近（2-10年国債利回り格差）



(データ) Bloomberg

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 >

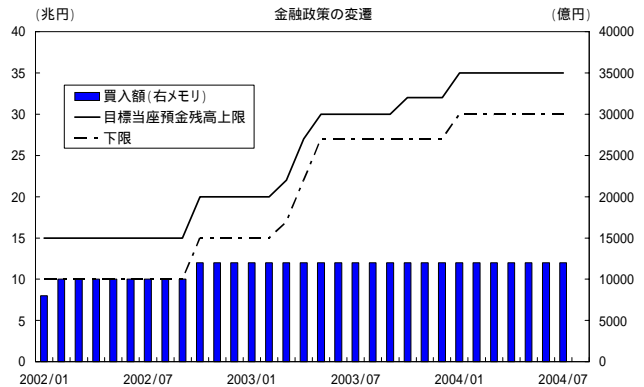
(担当：矢嶋)

次回会合は据え置きを予想

8月の決定会合は9、10日に行われる。国内の景気回復は持続しており、現政策の据え置き（当座預金残高30-35兆円）が決定される見込みだ。

米商務省が30日発表した米国4-6月期の実質GDPは、1-3月期に比べ年率換算（季節調整済み）で3.0%増と事前予想を大きく下回る結果となった。個人消費を中心とする景

気の減速が鮮明になってきている。外需を巡る不確実性が足元顕在化してきているが、国内景気が拡大しているという判断を変える材料は、現在までのところない。生産、雇用所得、販売統計などどれをとっても景気の鈍化を示すものはない。足元の不安定な金融市場の動き、米国経済の先行き鈍化懸念などについてはリスクへの言及にとどまり、政策変更はないだろう。今年1月に目標当座預金残高の引き上げが行われてから、これで7カ月連続での据え置きとなる。



福井総裁発言：完全出口封印から少しオープンに

福井総裁は、7月22日の講演で「日銀は量的緩和という世界に深入りしており、過大に供給している流動性をどう吸収するかというのと、金利を経済の実体に見合った水準まで引き上げていくという、技術的には2つの側面が合体している。どういうふうに工夫していくかは、きちんと市場に説明しながらやっていく」(ブルンバーグ配信)との発言を行った。市場ではこの発言以来、量的緩和政策の出口模索を材料視した売りが出て短中期債を中心に軟調な展開となった。

福井総裁は一貫して早期解除に対してはけん制発言を繰り返し、一方、将来について金融政策上起こりうる問題、金融政策と国債管理政策のバランスへの懸念などについて、市場に提示してきていた。この資金の吸収と金利の引き上げという2つの側面が合体しているという話も将来当然考えられる問題だ。量的金融緩和を解除して、ゼロ金利政策を採用し、その間に当座預金残高を減額することは技術的には不可能ではない。(ただし当座預金残高がどの時点まで減額したら無担保コールが上昇するか、また減額しなくても個々の銀行の資金繰り難により金利が上昇してしまうかは分からない)。つまり量的金融緩和解除では必ず資金吸収と金利の引き上げという側面が合体して現れる。この発言は従来の総裁の主張を踏み出すものではなく、早期解除に向けて前向きな姿勢になったということではないだろう。ただし、ひところ出口議論に対して完全に封印を行っていたスタンスからすれば、「出口」について若干オープンになったということは言えるかもしれない。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

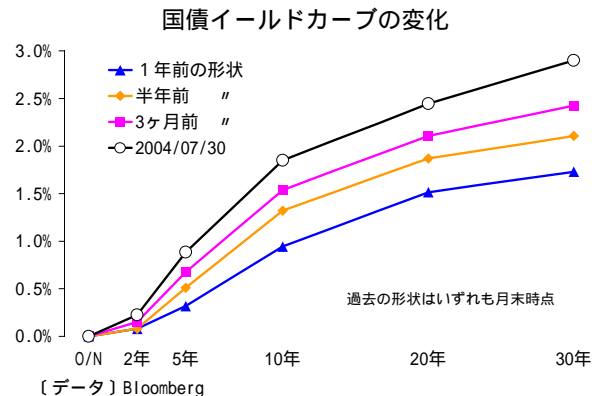
(7月の概況)

1日に発表された日銀短観が事前のコンセンサスを上回る景況感の改善を示したことから、月初の債券市場では長期金利(10年国債利回り)が1.9%前後まで上昇した。しかし、米ハイテク企業の一部に対する業績予想の下方修正や米雇用統計の予想外の弱さ(2日)を背景とした米国株安をきっかけに、国内株が下落するとともに、10年債入札が無難に消化されると(6日)、長期金利は低下に転じ、1.8%を割り込んだ。その後、米国では経済指標の弱さを背景に長期金利が低下し、国内では株価が調整の度合いを強めたが、福井日銀総裁が量的緩和解除に向けての課題に言及したこと(22日)などから、国内債市場では金利先高観が払拭されず、長期金利の低下余地は限られた。月末にかけては、日米株価が反発し、米金利も上昇に転じたことや、8月初(3日)に行われる10年債入札を控えたポジション調整の長期債売りが出たことから、長期金利は1.8%台後半まで上昇した。

(当面の円金利見通し)

米長期金利上昇が一服し、国内株も上昇力が弱まっているにもかかわらず、国内債市場では、依然として日銀の量的緩和解除とその後のゼロ金利解除を先取りしようとする動きが続いている。その結果、たとえ米長期金利(10年国債利回り)が4%半ばを下回ろうが、日本株が軟調に推移しようが、10年国債利回りは1.7%台を下回ることがない。

こうした中、主要国の債券市場におけるイールドカーブの形状を、オーソドックスな2-10年国債の利回り格差を使って比較してみると、日・米・独の利回り格差が同一水準に収束に向かっているのを確認することができる点が興味深い。イールドカーブの形状は、基本的に国ごとの独自要因によって変動する部分が強いいため、(各国における 金融政策の将来予想、期待インフレ、実質期待成長率など)比較すること自体にあまり深い意味はないのかもしれない。しかし、1991



年以降で見れば、日・米・独の同格差の平均は、いずれも100～150bp程度の範囲に収まっており、意外と同じような水準を基点に循環していることが見てとれる。

米国では、雇用環境の改善を伴った回復を見せ始めたことで、FRBが超低金利の修正を目指しており、金融政策に敏感に反応する短期債中心に金利が上昇した結果、イールドカーブのベアフラット化が進んだ。一方、日本でも景気回復とデフレ解消を視野に入れ、超低金利の修正に対する思惑が高まっているのは、前述のとおりである。但し、日本ではいわゆる「時間軸効果」の解消に伴い、長期債の金利上昇の度合いが強まった分、米国とは逆にイールドカーブのベアスティープ化が進行した。

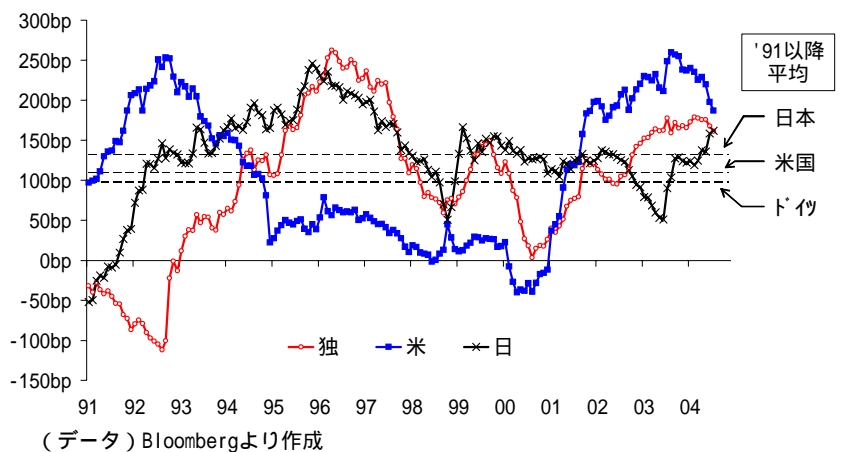
いずれのパターンにせよ、日米の金融当局とも金利の正常化に取り組み始めた(日本ではその「思惑」が高まってきた)点は共通している。その結果として、

仮に両国の着地点にも何らかの共通項を見出すことができるとすれば、短期金利の水準こそ異なるにせよ、イールドカーブの形状が近づく可能性はあるかもしれない。実際、直近の2-10年利回り格差は日米とも170bp前後の水準で収束の度合いが強まっている(長期的には両国とも過去の平均的水準である100～150bpのレンジに回帰か)

このようにイールドカーブの形状を、過去の平均的水準や、他市場の形状と比較して見ると、長期金利だけが上昇し、イールドカーブがこれ以上スティープになり続けるのを正当化することが、限界に近づいてきたとの見方をとることができよう。昨年央以降、国内債市場では「時間軸効果」の解消が既に進行しており、現状程度の金利先高観でイールドカーブ(2-10年国債の利回り格差)がこれ以上スティープ化するのは、市場が日銀の政策転換に対する思惑を過度に織り込み過ぎていることを意味するものと思われる。また、これ以上のスティープ化は、短期債に比べて長期債が過度に「割安」と見なされることにもつながる。量的緩和解除/ゼロ金利解除の「思惑」だけで長期金利のみが一方向的に上昇し続けることは、懐疑的に見るべきだろう。

FRB同様、日銀もいずれ超低金利の修正に動くことになるのは間違いない。その際、政策金利が正常と思われる水準まで引き上げた時点で、長期金利の落ち着きどころが大幅に上振れる可能性は十分考えられる。しかし、長期金利が更に上振れるためには、短期債が現状以上に利上げの度合いを織り込み、短期金利も上昇することが条件となろう。(こうした点を踏まえ、今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.6～2.0%。)

収束に向かう？ 主要国の長短スプレッド
(2-10年国債利回り格差の推移)



最近の為替市場の動き

(7月の概況)

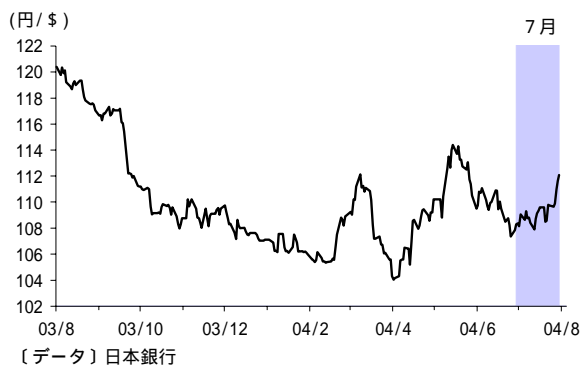
予想以上の景況感の改善を示した日銀短観(1日)、期待を裏切った米雇用統計の弱さ(2日)、参院選での自民党の敗北(11日)、一部ハイテク企業に対する業績予想の下方修正に伴う米株安の進行など、いくつかの注目すべき出来事があったにもかかわらず、為替市場では決定打に欠ける展開が続き、円ドルレートは明確な方向感を見出せないまま、月前半は1ドル=108~110円での推移が続いた。しかし、20-21日に開催された議会証言で、7月以降に発表された経済指標が弱めの数字を示しているにもかかわらず、グリーンズパンFRB議長が景気の先行きに楽観的な見方を示すと、米経済に対する慎重な見方が解消され、ドルが上昇基調を強めた。その結果、月末には2ヵ月ぶりとなる112円台まで円安・ドル高が進行した。

ドルユーロレートは、月初~月央にかけて米経済指標が相次いでコンセンサスよりも弱めの数字を示したことから、1ユーロ=1.24ドル台半ばまでじりじりとユーロ高が進んだ。しかし、グリーンズパンFRB議長が議会証言にて米経済に対し楽観的な見方を示すと、月末にかけてユーロ売りが優勢となり、ユーロは一時1.20ドル台を割り込んだ。

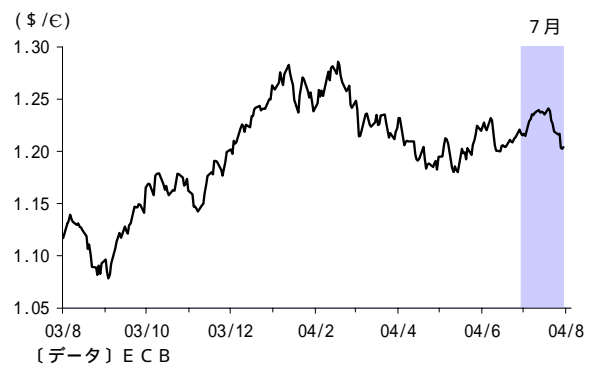
(当面の見通し)

日本株の上昇力に陰りが見え始めた分、円買い要因のひとつが失われる可能性はある。しかし、米・中の成長率鈍化が市場予想の範囲内に収まっている現状下では、外需減退などによって日本株がこれ以上大幅に下落し、円が急激に売られるような展開は想定しづらい。むしろ、本邦実需筋の円買い需要、あるいは米経常収支赤字拡大などを手掛かりとした根強いドル売り圧力は解消されていないことから、たとえ米雇用統計(8/6)で雇用者数が大幅に増加した場合でも、円安・ドル高の流れは長続きしないだろう。ドルユーロについては、目先は円ドル以上に相場を一方向に動かす材料に乏しいことから、暫くレンジ推移を続けよう。今後1カ月の予想レンジは、円ドルレートが1ドル=107~112円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.19~1.23ドル。

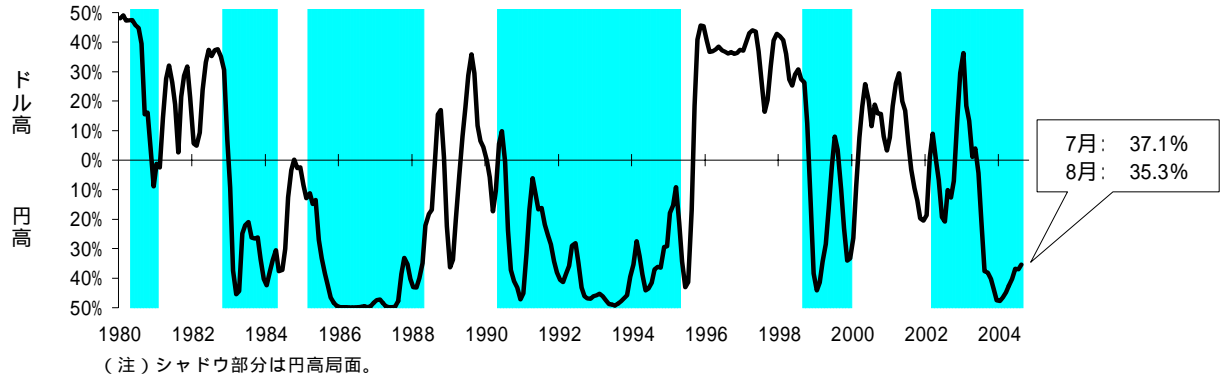
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 8月は 35.3%の円高サイン



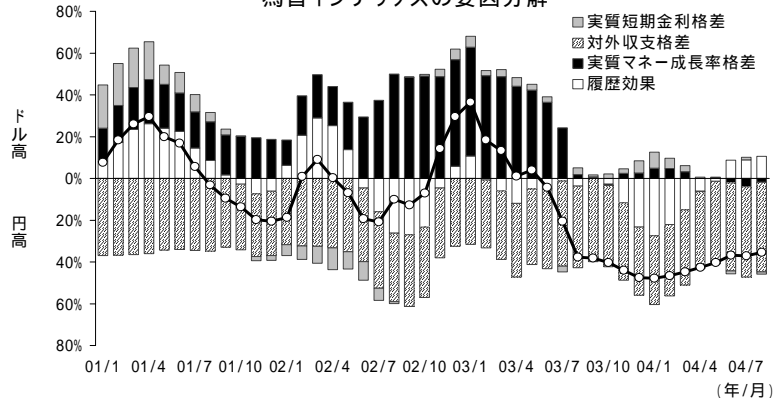
8月の為替インデックス(円ドル)は 35.3%と前月(37.1%)に比べて小幅上昇し、緩やかながら円高圧力が軽減していることを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差： 引き続きほぼ中立の状態。ただし、単月で見ると、米生産者物価の上昇度合いが国内企業物価を上回ったのに伴い、米実質金利が日本以上に低下したため、日米実質金利差が縮小した分、前月比では2.2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だが、単月ベースで見れば名目GDP比ベースで国内経常黒字と米経常赤字の拡大テンポが一服した分、前月比ベースで見た寄与度はほぼゼロであった。
- 3) 実質マネー成長率格差： ほぼ中立の状態。実質短期金利差と同様、米物価上昇率の度合いが強まったことから、米国の実質マネーサプライ(M1)の伸びが鈍化した分、前月比ベースで2.1ポイントのドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果： 米金利先高観の高まりに伴うドル高のモーメントは一巡しつつあるが、米経済に対する先行き期待から今月はドル高となった結果、前月比ベースで見た履歴効果の寄与は、小幅ながら1.5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)

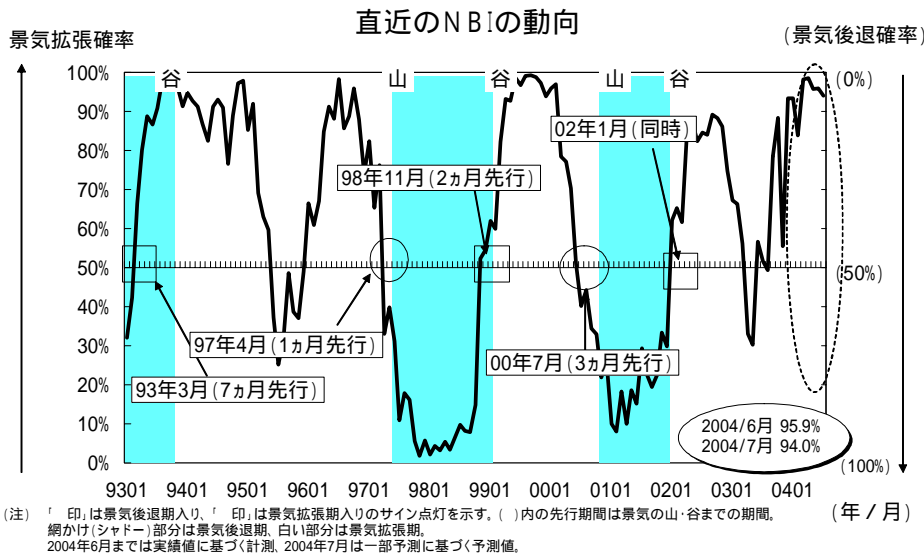
2003年8月	-37.7%
2003年9月	-38.1%
2003年10月	-40.2%
2003年11月	-43.9%
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.5%
2004年5月	-40.3%
2004年6月	-36.8%
2004年7月	-37.1%
2004年8月	-35.3%

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) ~ 6月 : 95.9%、7月 (予測値) : 94.0%



	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
03/7	51.7%	540,277	1.7%	-20.5%
03/8	49.3%	544,254	0.7%	-37.6%
03/9	78.5%	556,810	2.3%	-38.1%
03/10	88.4%	556,566	0.0%	-40.2%
03/11	55.5%	551,081	1.0%	-43.9%
03/12	93.4%	563,533	2.3%	-47.5%
04/1	93.4%	567,774	0.8%	-47.8%
04/2	83.9%	569,080	0.2%	-46.5%
04/3	98.1%	561,739	1.3%	-44.8%
04/4	98.6%	570,353	1.5%	-42.5%
04/5	95.7%	574,023	0.6%	-40.2%
04/6	95.9%	572,833	0.2%	-36.7%
04/7	94.0%			-37.0%
04/8				-35.3%

(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。直近の数値はweeklyエコノミストレター2004年8月2日号を参照。

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)