

# 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

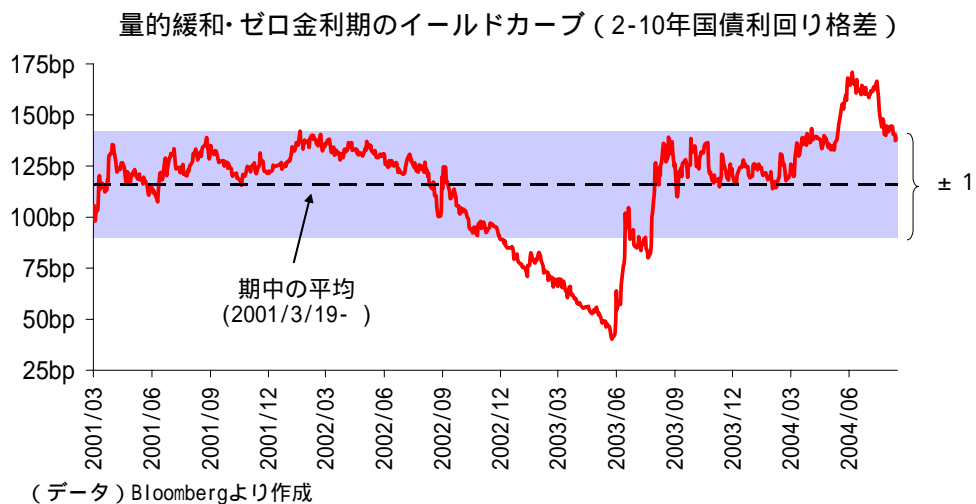
## 金融・為替市場の動き

### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 8月の半ば以降、市場では景気の減速観測が広まり、日銀による量的金融緩和解除時期がずれ込むとの見方が強まっている。実際の解除は次の景気回復局面である早くとも2006年度以降となるだろう。国内経済が一時的な鈍化から後退に向かうとの市場の思惑が高まることで、さらにあとずれする可能性もある。

### < 金融・為替市場の動き >

1. 国内債市場では、6月以降の過剰なスティーブ化によって引き起こされた長期金利上昇がほぼ解消された。実際に量的緩和・ゼロ金利が解除され、「イールドカーブ全体」が利上げを織り込み始めない限り、現状の1%半ばが10年国債のフェアバリューであろう。
2. 現状の米国経済の足かせ(原油価格の高騰、雇用改善の遅れ)がいずれ解消し、これがドル支援材料へとつながる可能性は残されている。しかし、膨大な日米の経常収支格差を打ち消せるだけのドル買い要素が揃うのは難しいと思われることから、持続的なドル高が実現する可能性は依然低い。



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 >

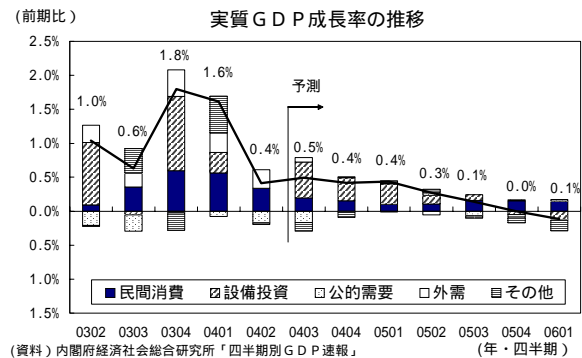
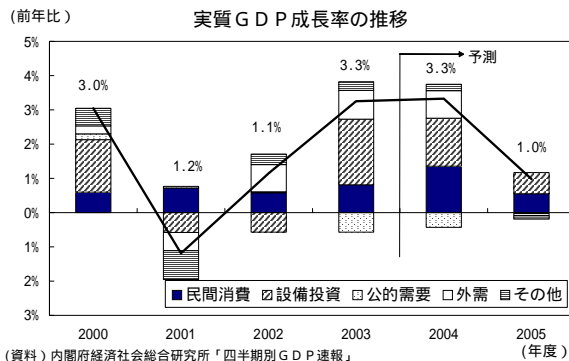
(担当：矢嶋)

### 解除時期が遠のくとの見方強まる（8月）

8月の半ば以降、市場では景気の減速観測が広まり、日銀による量的金融緩和解除時期がずれ込むとの見方が強まっている。

そのきっかけとなったのが、8月13日発表の4-6月期GDP速報である。事前予想を大きく下回り、実質経済成長率は前期比0.4%（年率1.7%）と、10-12月期1.8%、1-3月期1.6%から大きく減速したからだ。米国でも雇用統計が期待ほど改善しなかったことなども重なり、日米景気減速シナリオが市場で支配的になった。9月10日に発表される二次QEでは、設備投資が上方修正され4-6月期のGDPも上方修正される可能性が高いとはいえ、今後の成長パスは2005年の景気後退に向かって伸び率も低下していく（下図参照）。2005年度は、海外経済の減速の影響や円高によって輸出の鈍化が避けられない。国民負担の増加による消費の伸び鈍化が懸念される中では、外需の落ち込みを国内需要がカバーして景気拡大を続けることは難しく、実質成長率が1.0%（2004年度3.3%）に低下し、景気後退が鮮明になると予想している。量的緩和の解除時期は、次の景気回復の立ち上がり以降、つまり早くとも2006年度以降となろう。

金融政策上は、市場の早期解除への思惑が後退したことで、10月末に出される「経済・物価情勢の展望」のプレッシャーが相当程度減じたはずだ。出される2005年度予測は成長率鈍化、企業物価は上昇、消費者物価はゼロ未満（レンジの上限はプラス）といった内容が有力。現在日銀が掲げる日銀の景気回復シナリオ「先行きについては、景気は回復の動きを続け、前向きな循環も明確化していくとみられる（8月金融月報）」の路線の中で2005年度の成長鈍化をにおわす内容となるだろう。諮問会議の民間議員が提出した2005年度見通しは2%強となっている。多くの機関が2005年度については景気減速を見通しているように、日銀も減速までは提示することになるが、「後退（成長率で1%程度）」といったシナリオ提示は行わないだろう。当面金融政策は、原油高、米国・中国経済の減速といったリスクが顕在化するまで実勢を見極め、政策据え置きが続くと予想される。8、9日に行われる次回決定会合では現状維持が確認されることとなろう。



## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

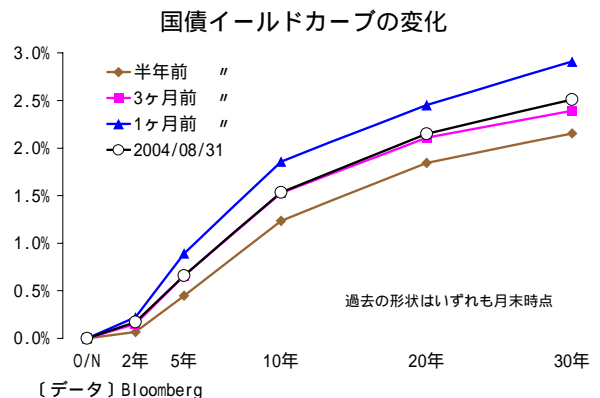
### 最近の金融市場の動き

#### (8月の概況)

日銀の量的緩和解除・ゼロ金利解除への期待の高まりを背景に、金利先高観が払拭されない状況下、月初の国内債市場では、10年債入札(3日)を控えたポジション調整の長期債売りが出たため、長期金利(10年国債利回り)が1.8%台後半まで上昇した。しかし、入札自体は順調に消化されたこと、6日に発表された米雇用統計が前月に続いて失望的な内容となったこと、13日に発表された4-6月期GDPが予想を下回ったこと、日経平均株価が一時1万1千円を割り込むなど株安が進行したことから、長期金利は一転して急速に低下し、10年国債利回りは一気に1.6%を割り込んだ。その後、米国株の持ち直しを受けての国内株価の反発や、根強い景気の持続的回復期待を背景とした急速な金利低下に対する警戒から、再び1.6%台を回復したものの、27日に発表されたCPI(消費者物価指数)が前年比プラスにはならなかったこと(-0.2%)や、米金利が低水準で安定推移を続けたことなどから、月末には再び1.5%台まで低下した。

#### (当面の円金利見通し)

米国で夏場の経済指標に一部陰りが見える中、国内でも4-6月期GDPが予想外の減速を示したことや、CPIが目先のインフレ期待を払拭したことで、6月以降のイールドカーブの過剰なステープ化によって引き起こされた長期金利上昇は、ほぼ解消された。最近の米経済指標鈍化には原油価格の高騰に伴う需要減退など特殊要因も含まれるため、こうした特殊要因部分が払拭されれば、米景況感改善を通じて国内景気に対する楽観的な見方が広がり、再び量的緩和解除・ゼロ金利解除を巡る議論が活発化する可能性はあろう。その結果、長期金利がこれ以上一方向に低下を続けることはないだろうが、目先はインフレ期待も後退しており、急速な金利上昇も考えづらい。実際に量的緩和とゼロ金利解除が市場参加者の視野に入り、「イールドカーブ全体」が利上げを織り込み始めない限り、長期金利は現状の1%半ばがフェアバリューとなる。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.4~1.7%。



## 最近の為替市場の動き

### (8月の概況)

原油価格の高騰が日米双方の経済に悪影響を与えるとの認識から、ドル、円とも積極的に買い上げにくい状況が続いたため、月前半のドル円レートは、1ドル=111円を挟んでの揉み合いとなった。月央には、米CPIが予想を下回る上昇にとどまったことや、米製造業の景況感指数がやや悪化したことなどから、米景気に対する市場の見方が再び慎重姿勢に傾斜する中、金利先高観もやや後退したため、ドル売り圧力がやや強まり、ドル円レートは110円を割り込んだ。しかし、積極的にドル売りあるいは円買いを進めるには依然材料不足であることから、それ以上の円高ドル安には至らず、月末にかけては109~110円で揉み合う展開が続いた。

ドルユーロレートは、6日に発表された米雇用統計への失望から、月初~月央にかけて1ユーロ=1.23ドル台後半までユーロ高が進んだ。しかし、原油高が月末に一旦ピークを付けたことで米国経済の足かせが解消されるとの期待が強まったため、結局、月初の水準とほぼ変わらずの1.20ドル前後までユーロは下落した。

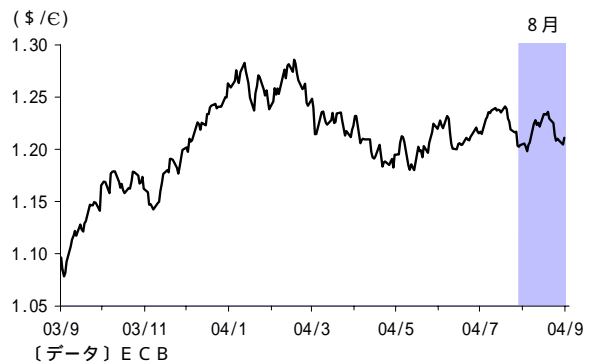
### (当面の見通し)

現状の米国経済の足かせ(原油価格の高騰、雇用改善の遅れ)がいずれ解消し、これがドル支援材料へとつながる可能性は残されているが、膨大な日米の経常収支格差を打ち消せるだけのドル買い要素(景況感格差が米>日に傾斜、米金利先高観の高まりなど)が揃うのは難しいと思われることから、持続的なドル高が実現する可能性は依然低い。但し、日本経済についても慎重な見方が出始めているため、目先の円買い余地も限られたものとなり、引き続き109-110円を中心とした決め手にかかる展開が続こう。ドルユーロについても、相場を一方向に動かす材料に乏しく、引き続きレンジ推移が続こう。今後1カ月の予想レンジは、ドル円レートが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。

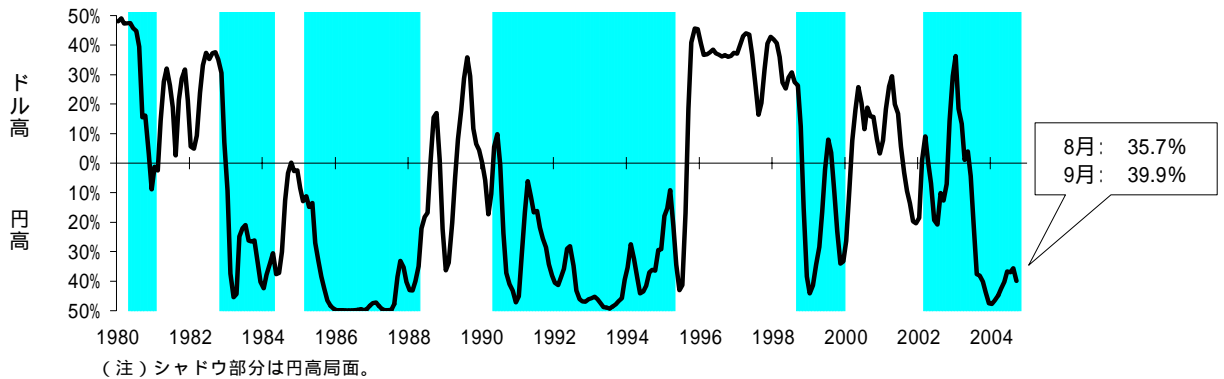
円ドルレートの推移(直近1年間)



ドルユーロレートの推移(直近1年間)



## 為替インデックス(ドル円): 9月は 39.9%の円高サイン



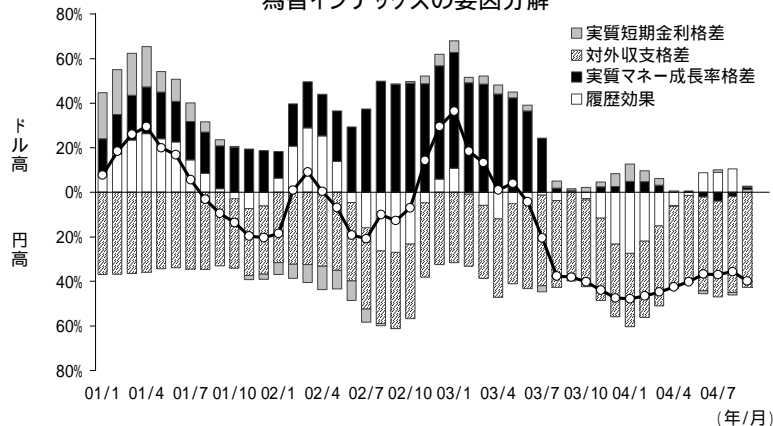
9月の為替インデックス(ドル円)は 39.9%と前月( 35.7%)に比べて下落し、円高圧力が増大したことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 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、今月は国内企業物価が米生産者物価の上昇度合いを上回ったのに伴い、日本の実質金利が米国以上に低下し、日米実質金利差がやや拡大した分、前月比ベースでは1.6ポイントの小幅ドル高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。日米とも大きな変化が見られなかったものの、単月ベースでは名目GDP比ベースの国内経常黒字がやや減少した分、前月比ベースの寄与度は0.4%とわずかにドル高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：ほぼ中立の状態だが、米国のマネーサプライ(M1)の伸びが鈍化した分、前月比ベースでは3.0ポイントのドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果：ドル円レートがほぼ横這い推移に転じ、春先以降のドル高モーメントが解消したのを受け、履歴効果は前月比ベースで9.2ポイントの円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

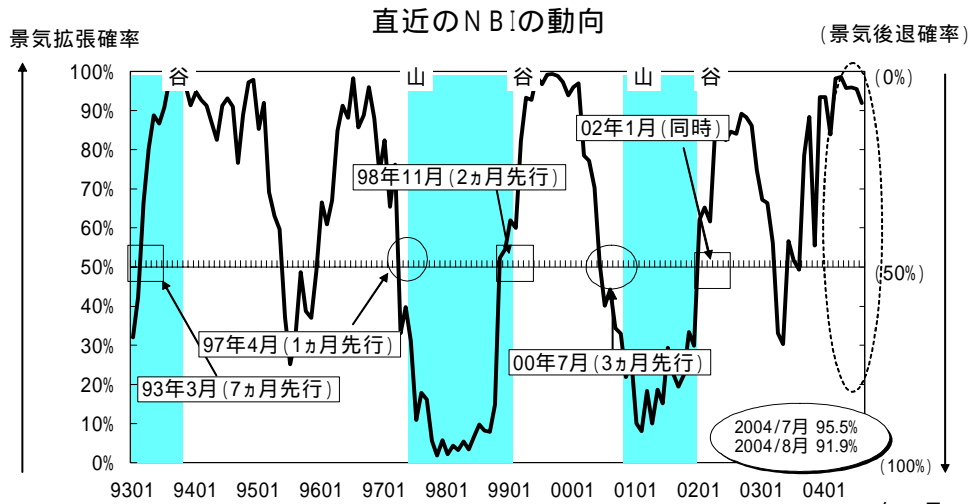
2003年9月	-38.1%
2003年10月	-40.2%
2003年11月	-43.9%
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.5%
2004年5月	-40.2%
2004年6月	-36.7%
2004年7月	-37.0%
2004年8月	-35.7%
2004年9月	-39.9%

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) ~ 7月 : 95.5%、8月 (予測値) : 91.9%



(注) 「印」は景気後退期入り、「印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。( )内の先行期間は景気の高・谷までの期間。  
網かけ(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
2004年7月までは実績値に基づく計測、2004年8月は一部予測に基づく予測値。

	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI) 水準	月次 GDP		為替インデックス 水準
		水準(10億円)	前期比	
03/8	49.3%	543,784	0.5%	-37.6%
03/9	78.5%	556,860	2.4%	-38.1%
03/10	88.4%	556,851	0.0%	-40.2%
03/11	55.5%	550,842	1.1%	-43.9%
03/12	93.4%	563,546	2.3%	-47.5%
04/1	93.4%	567,704	0.7%	-47.8%
04/2	83.9%	567,639	0.0%	-46.5%
04/3	98.1%	562,869	0.8%	-44.8%
04/4	98.6%	568,377	1.0%	-42.5%
04/5	95.7%	570,465	0.4%	-40.2%
04/6	95.8%	566,416	0.7%	-36.7%
04/7	95.5%	566,999	0.1%	-37.0%
04/8	91.9%			-35.7%
04/9				-39.9%

(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。直近の数値はWeeklyエコノミスト・レター2004年8月27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)