

# 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 / 目先の不透明要因が払拭

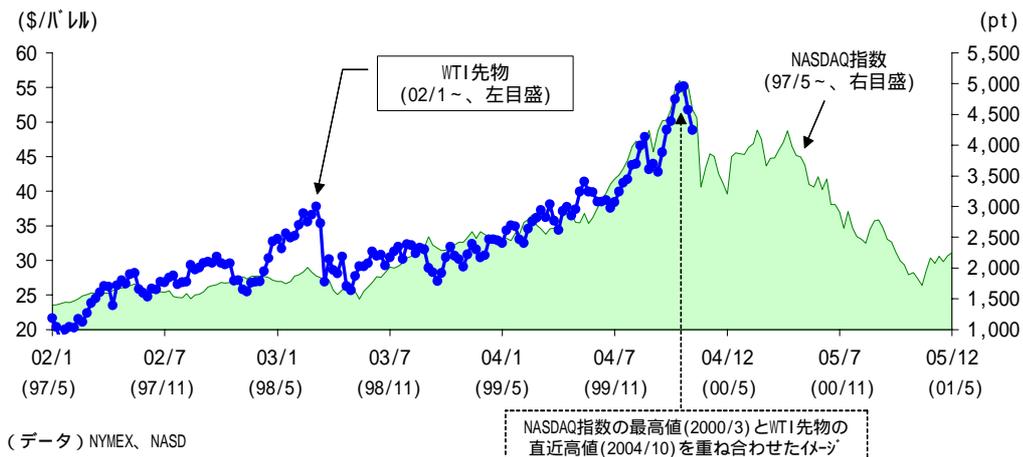
### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀「展望レポート」では、2005年度の消費者物価予想が - 0.1 ~ + 0.2% (中央値 + 0.1%)、実質GDPは + 2.2 ~ + 2.6% (中央値 2.5%) と事前予想通りとなった。
2. 2005年度について景気回復シナリオは維持され、2005年度の出口政策は完全には排除されていない格好だ。ただし、当研究所では2005年度実質GDPを1.1%と見ており、景気後退は避けられないと考えている。来年4月の展望レポートでは回復シナリオが大きく修正される可能性が高い。

### < 金融・為替市場の動き >

1. 米大統領選終了に伴う目先の不透明要因の出尽くしに原油高の一服も加わり、株高を通じて長期金利が上振れる可能性はあろう。しかし、現金融政策が維持される限りにおいては、1%半ばから大きく乖離する場面では、逆張りの発想で臨むべきだろう。
2. 米経常赤字問題が構造的なドル安圧力として作用し続ける可能性は高いものの、米大統領選終了に伴う目先の不透明要因の解消などから、暫くは米株高などを通じてドルに対する安心感が高まろう。

原油価格の高騰も一服か



主任研究員 熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち) (03)3512-1833 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)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 : (03)3512-1884  
 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)

### 日銀・展望レポート：7年ぶりの消費者物価プラス予想

10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、2005年度の消費者物価予想が -0.1~+0.2% (中央値+0.1%)、実質GDPは+2.2~+2.6% (中央値2.5%)と事前予想通りの見通しが示された。

「大勢見通し(2004年10月)」(展望レポート)

	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	+3.4~+3.7 <+3.6>	+1.4~+1.5 <+1.5>	-0.2~-0.1 <-0.2>
2005年度	+2.2~+2.6 <+2.5>	+0.2~+0.5 <+0.3>	-0.1~+0.2 <+0.1>

(経済・物価情勢の見通しと上振れ・下振れ要因)

先行きの景気は「回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくと考えられる」とされた。2005年度については、景気は減速するものの、潜在成長率を上回る水準が維持され、調整も比較的短期で浅いとの見通しだ。国内企業物価については、「2004年度中は上昇を続ける可能性が高い。2005年度は原油価格の一段の高騰等がない限り、上昇テンポは緩やかなものになっていくと予想される」としている。消費者物価については「2005年度については需給バランスの緩やかな改善が続くもとで、前年比で小幅のプラスに転じると予想される」と実に7年ぶりのプラスを予想している。

4月の展望レポートと同様、リスク要因として 海外経済、国内民間需要、国内金融・為替市場、不良債権処理や金融システムの4つがあげられている。ただし4月時点では、円高リスクが高かったこともあり、国内金融・為替市場の動向が2番目に挙げられていたが、今回は国内景気の不透明が高まっており、2番目と3番目の順番が入れ替わっている。海外経済についても、4月時点では上振れ・下振れの両方の可能性が明記されていたが、今回は下振れのみである。全体として、景気の下振れリスクが4月に比べて高まっているとの印象を受ける。

(2005年度の政策の行方は来年4月に)

量的金融緩和解除の条件となっている物価見通しがプラスになったことについて、展望レポートでは「2005年度内に現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではない」と、物価見通しと実際の解除の可能性との間にはギャップがあるとの認識を表明している。

景気下振れリスクを強くあげている点などから判断して、2005年度中の出口の可能性は低いとの見方が大半となっているものと思われる。ただし、景気回復シナリオを維持し、出口への政策を排除することは避けているようだ。景気回復シナリオのままで出口に政策を向かわせるのか、それともリスクの顕在化により後退シナリオに転じ、緩和解除とまったく逆に政策を向かわせるのかの判断は、来年4月の展望レポートまで猶予を残した格好となっている。



## 最近の為替市場の動き

### (10月の概況)

日銀短観(1日)の予想以上の改善を受けて一時的に円高となったものの、同日開催されたG7でのアジア通貨に対する切り上げ圧力が限定的なものにとどまったことから円買いも限られ、月初のドル円レートは、レンジ相場から脱し切れないう状況が続いた。しかし、8日に発表された米雇用統計が市場予想を下回る増加にとどまると、米景気の現状に対する失望からドル売り圧力が徐々に高まり、1ドル=110円を割り込む展開となった。その後も、原油価格の高値更新などを受け、米景気に対する先行き不安が強まったこと、FRB高官のコメントや対米証券投資の減少を手掛かりに、米経常収支赤字の問題に焦点が当てられ始めたことなどを背景に、ドルの下値が切り下がる推移が続いた。こうした中、25日に渡邊財務官が円高を牽制するような趣旨の発言を行ったものの、緩やかな円買い・ドル売りの流れを止めるには至らず、月末には一時約半年ぶりとなる105円台まで円高・ドル安が進行した。

雇用環境の低迷や原油高を背景に、米景気に対する見方が慎重になる過程で、ドル全面安となる中、ドルユーロレートについてもユーロ買い優勢の展開となり、今年2月以来となる1ユーロ=1.28ドル台までユーロ高が進行した。26日には、シュレーダー独首相がユーロ高を懸念する発言を行ったものの、短期的な反応にとどまり、ユーロ高の流れは続いた。

### (当面の見通し)

米大統領選後も米経常赤字問題などに焦点が当てられ、このままドル売りが続くとの見方が優勢となっている模様だ。たしかに、米経常赤字問題が構造的なドル安圧力として作用し続ける可能性は高い。しかし、大統領選という目先の不透明要因が出尽くした中において、原油高の一服に伴う米株高や、FRBの利上げ政策の継続(10日に開催されるFOMCでは「慎重なスタンス」で25bpの利上げが実施されると予想)を通じて、当面はむしろドルに対する安心感が回復する可能性がある。したがって、目先はドル安の流れが一服することが予想される。今後1カ月の予想レンジは、ドル円レートが1ドル=105~110円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.23~1.29ドル。

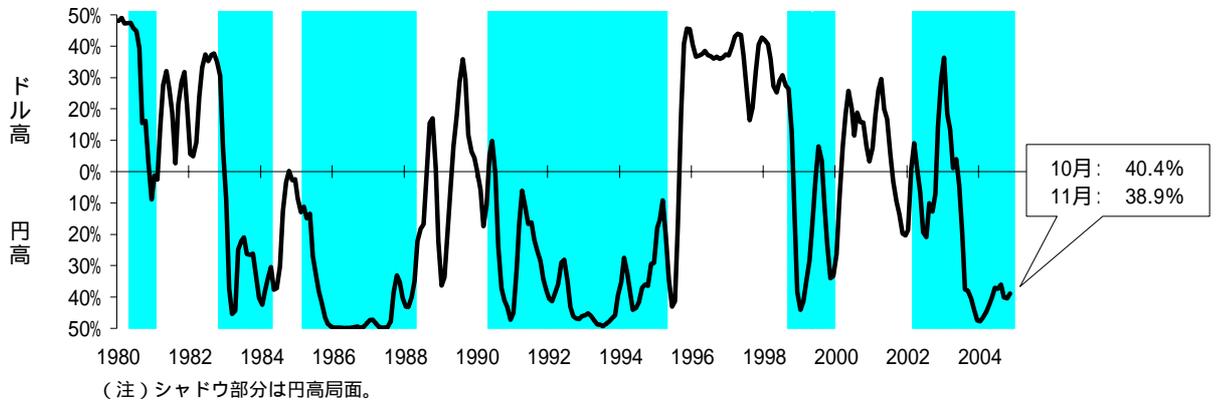
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 11月は 38.9%の円高サイン



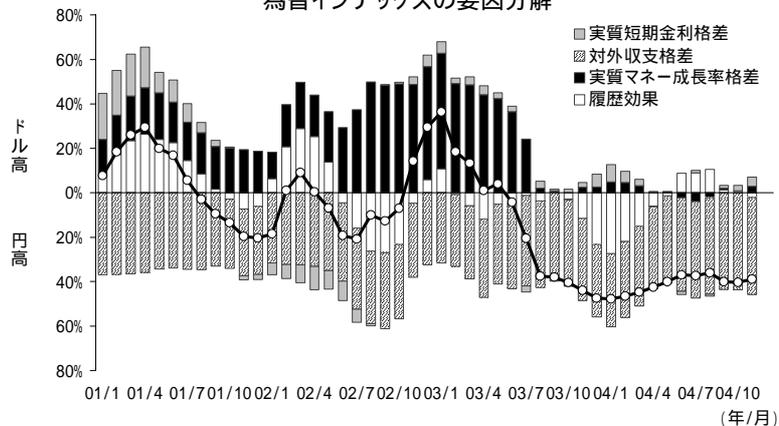
11月の為替インデックス(ドル円)は 38.9%となり、前月に比べて小幅(1.5ポイント)ながら円高圧力が軽減した。しかし、水準的には、引き続き強い円高サインとなっている。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：徐々にドル高要因に傾斜する流れが続いている。月次ベースでも、国内企業物価の上昇に伴い日本の実質金利が低下する一方、米実質金利は下げ止まったことで、日米実質金利差の拡大が続き、前月比1.6ポイントの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だが、日米とも経常収支の水準に大きな変化が見られなかった分、前月比ベースではほぼ中立であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：依然としてほぼ中立の状態。ただし、米国のマネーサプライ(M1)の伸びがやや鈍化した分、前月比ベースで見ると3.0ポイントのドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果：ドル円レートのもーメントムがやや円高方向に傾斜しつつあることから、前月比ベースでは3.1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)

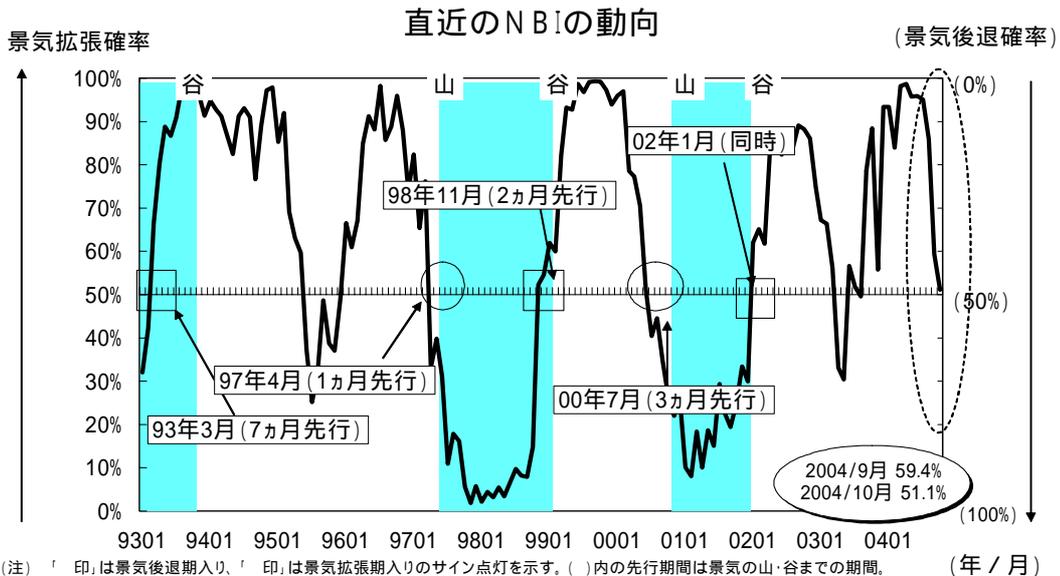
2003年11月	-43.9%
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.6%
2004年5月	-40.2%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.4%
2004年8月	-36.1%
2004年9月	-40.2%
2004年10月	-40.4%
2004年11月	-38.9%

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 ) ~ 9月 : 59.4%、10月 ( 予測値 ) : 51.1%



(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9月までは実績値に基づく計測、2004年10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 / 10	88.4%	556,696	0.0%	-40.4%
03 / 11	55.7%	550,682	1.1%	-43.9%
03 / 12	93.4%	563,350	2.3%	-47.5%
04 / 1	93.4%	567,019	0.7%	-47.8%
04 / 2	83.9%	566,838	0.0%	-46.5%
04 / 3	98.2%	562,563	0.8%	-44.8%
04 / 4	98.6%	567,615	0.9%	-42.6%
04 / 5	95.7%	567,745	0.0%	-40.2%
04 / 6	95.8%	564,685	0.5%	-37.0%
04 / 7	95.1%	568,260	0.6%	-37.4%
04 / 8	85.9%	571,899	0.6%	-36.1%
04 / 9	59.4%	569,954	0.3%	-40.2%
04 / 10	51.1%			-40.4%
04 / 11				-38.9%

(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エコノミストレーター2004年11月1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)