

# 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

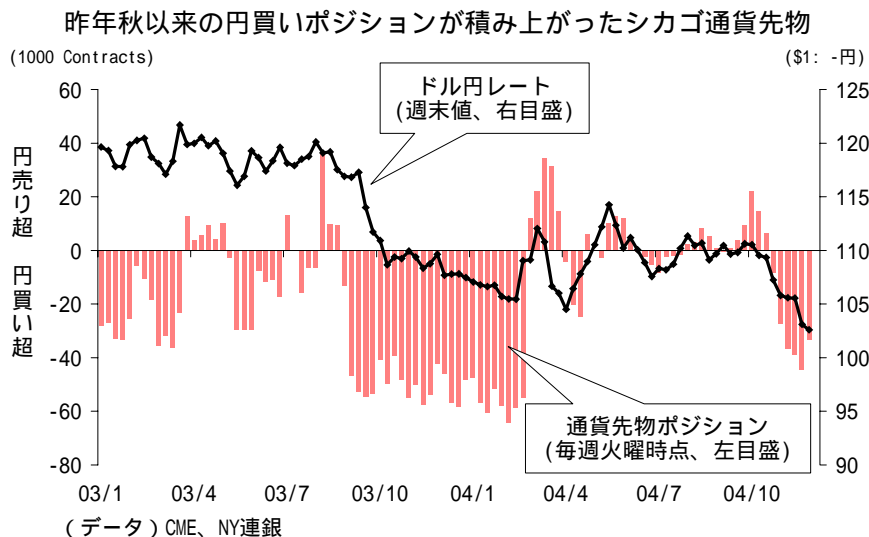
## 金融・為替市場の動き / ドル安止まらず。介入は？

### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀は約1年半ぶりに景況感の下方修正を行った。同時に先行きの景気について従来主張してきた「前向き循環」の存在も消えた。時間軸は相当程度延びたことになる。
2. 景気後退は少数派だが、減速はコンセンサスとなっている。慎重論が強まれば、今後追加緩和の期待が高まるだろう。ベースマネーの伸びも低迷が続いており、マネー供給手段として介入 + F B 引き受けが現実味を増す可能性が高い。

### < 金融・為替市場の動き >

1. 円高の進展や今後予想される国内景気のピークアウトを背景に、長期金利には暫く下振れ圧力がかかりやすい状況が続こう。
2. 米経常赤字がドル安圧力として作用し続ける「構造」は不変であることから、持続的なドル上昇は見込めないものの、積極的な「日本買い」要因が備わっていない分、米経常赤字問題を「材料」に、このまま一本調子でドル売り・円買いが続くとも考えにくい。



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)

### 1年半ぶりの景況感の下方修正

11月の金融政策決定会合は、17,18日の両日行われた。その前後で日銀の景況感が大きく変化している。

日銀の福井俊彦総裁は11日都内で講演し、デフレ脱却時期について「2005年度と、06年度に持ち越す両方の可能性がある」と述べ、遅くとも06年度までに量的緩和政策解除の条件が整うとの見通しを明らかにした。景気の先行きは「多少減速しても、持続可能なペースで着実な拡大を続ける」と説明し、来年度、8年ぶりの物価上昇を予想する日銀の「展望レポート」についても、「下方修正する可能性はほとんどゼロだ」という確信がある」とデフレ脱却シナリオに変化がないと説明した。

しかし、決定会合後での基本的見解では、明確な下方修正が行われている(1年半ぶり)。足元判断も「回復」「一服」と下方修正されているが、注目は先行きについてである。先の来年度出口が可能との前提が「前向き循環」にあっただけに、それが今回の基本判断から削除されている点は、日銀のトーンが大きく後退したと判断するに十分だ。

	11月	10月
景気の現状	わが国の景気は、輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として回復を続けている。	わが国の景気は、回復を続けている。
先行き	先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。	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。

先行きの景気については、減速はコンセンサスとなっているようだ。焦点は後退につながるかに移った。

12月8日発表の7-9月期GDPの伸びが6四半期ぶりにマイナスに転じたり、12月15日の短観で景況感が大幅に悪化したりした場合など、先行き慎重論が一挙に強まる可能性がある。

### GDPデフレータの連鎖方式移行

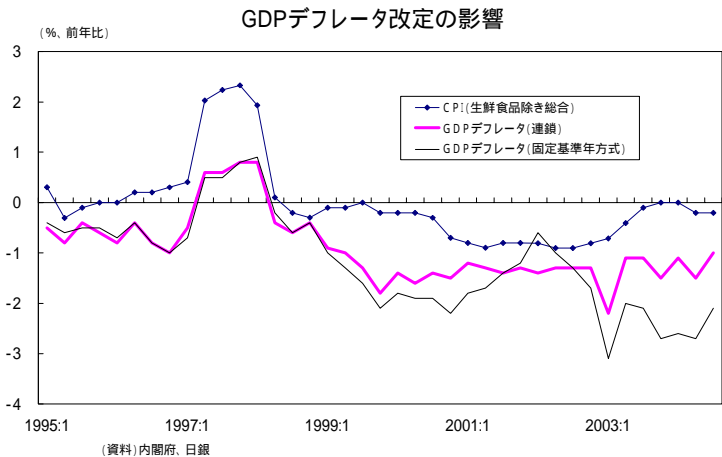
内閣府は、12月8日発表のQEからGDPデフレータを連鎖方式に変更するとしている。今回の変更では過去の名目値は変わらないものの、従来から指摘されてきたGDPデフレータの下方バイアスが修正され、デフレータのマイナスは縮小する。そのため実質GDPは従来より低下することになる。内閣府の発表では、2003年度については、3.2%から2.0%に今回の移行により低下することだ。

今回の変更で景気実勢は何も変わるものではないが、金融政策上、いくつか今回の変更が及ぼす影響があるだろう。

量的金融緩和解除3条件のひとつについて、消費者物価指数以外のデフレータの配慮がかなり弱まることだ。デフレ議論の中で、いったいデフレを何で図るのかというものがあつた。統計の違

いなどがあり、GDPデフレーターとCPIに差異は生じる。しかし、それでも過去の議論ではCPIが上昇してもGDPデフレーターがマイナスのうちは量的緩和解除は不可能だとの議論も多くあった。現在政策ターゲットはCPIと一義的にはなっているが総合判断にこの余地を残している。今回の変更によりマイナスの幅は違うものの、大きくCPIが上がっているときにGDPデフレーターが下がるといったことは少なくなるはずだ。このため、政策変更の縛りが緩くなったという面はある。

その他、影響があると思われるのは、「潜在成長率」の考えがどうなるかである。日銀の昨今の発言では、巡航速度に成長が鈍化するとコメントが多い。この巡航速度とは潜在成長率を意識したもので、改定前なら実質GDPで2%程度と考えられた。しかし、連鎖方式への変更によりこのレベル感が変わる。潜在成長率に関する日銀の見解が今後注目だ。



### 介入議論と当座預金残高維持

昨年秋から今年3月までの大規模介入の時に比べて、現在の円高では企業からの悲鳴が少ない。このため前回に比べて危機感は薄く、当局の口先介入のみとなっている。しかし、上記で示したように先行きの景気に対して、今後弱気が支配的になっていけば円高への危機感が高まるだろう。また、政治的にはイラク延長問題などが決定すれば、現在介入に否定的となっているアメリカサイドの妥協も得やすくなり、介入が実施される環境は整う(ただし、今回は欧州・アジア通貨全般にドルに対して高まっていることもあり、介入の実施には特にユーロとの協調が可能かどうか大きなカギとなるだろう)。

ベースマネーの伸びはこのところ低迷傾向が明確であり、日銀としても流動性の供給手段として介入は魅力的なはずだ。景気実勢が明確に悪くなれば追加緩和期待が高まることは必至で、介入による資金供給と当座預金残高の引き上げ政策の可能性余地が広がる。確かに短期市場でのFB問題など日銀にとって将来の量的金融緩和解除に遺恨を残すことにはなるが、長期国債買入れ増額による資金供給といった手段を選択するよりはましなはずである。

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

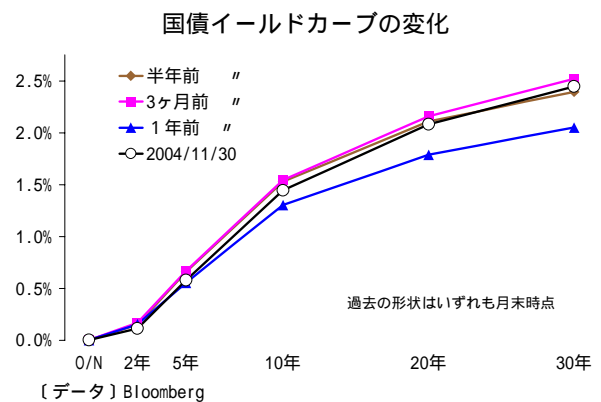
### 最近の金融市場の動き

#### (11月の概況)

原油価格の反落を好感して上昇した米国株につられて、国内株式市場も強含みで推移する中、月初の金融市場では長期金利に対する上昇圧力の高まりから、10年国債利回りが1.5%台での推移を続けた。その後、11日に発表された機械受注が予想に反して前月比マイナスとなると、景気の先行きに対する慎重な見方が台頭したことで、長期金利は低下基調を強め、10年国債利回りは1.5%を割り込んだ。さらに、1ドル=102円台まで円高が進行したのを背景に、22日には日経平均株価が1万1千円台を割り込むなど、日本株が下落の度合いを強めると、月末にかけて10年国債利回りが1.4%を割り込む場面も見られた。しかし、この水準では債券市場に対する高値警戒感が根強いこと、また、翌月初の10年国債入札(12/2)を前に、積極的な債券買いが手控えられたことから、10年国債利回りが1.4%を下回る水準で定着することはなかった。

#### (当面の円金利見通し)

ゼロ金利・量的緩和政策のもと、10年国債利回りはフェアバリュー近辺と想定される1%半ば前後での推移を続けている。この水準から大きく乖離するには、今年前半に見られたような金融政策変更への思惑が再び高まるなど、大きな変動要因が発生しない限り難しいだろう。このような状況下、当面の外部環境について考えた場合、円高の進展に加え、国内景気についてはピークアウトが予想される。したがって、国内経済環境の観点から見ると、長期金利には暫く下振れ圧力がかかりやすい状況が続くものと思われる。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.35~1.55%。



## 最近の為替市場の動き

### (11月の概況)

前月からドル売りが続く中、ブッシュ大統領の再選(3日)や米雇用統計(5日)での雇用者数の大幅増といったドル買い要因に対しても特段反応が見られないまま、月前半には1ドル=105円台前半まで円高・ドル安が進んだ。その後、10日に韓国がウォン売り介入を実施したことで、円に対する介入警戒感が強まると、ドルは一旦107円台まで反発した。しかし、ドル先安感が燻ぶる状況下でも、スノー米財務長官が「通貨の価値は市場が決めるべき」とのコメントを続けたこと(15、17日)、19日にはグリーンズパンFRB議長が持続的な米経常赤字に対し、いずれ海外投資家のドル資産離れが起こり得ることへの警鐘を鳴らしたことから、再びドル安が加速した。さらに、23日にロシア、26日に中国の外貨準備におけるドル比率引き下げの報道が出ると(中国は直後にこの報道を否定)、月末には102円台前半まで円高・ドル安が進行した。(12/2には一時2000年1月以来となる101円台まで円高・ドル安が進行した。)

米経常赤字に対する懸念の高まりからドル全面安となる中、ドルユーロレートはユーロが連日最高値を更新する展開となり、10日にはユーロ発足後、初めて1ユーロ=1.3ドル台を付けた。その後も、欧州当局からユーロ高を強く懸念するようなコメントが出なかったことから、ほぼ一本調子でユーロが上昇し、月末には1.33ドル台までユーロ高が進んだ。

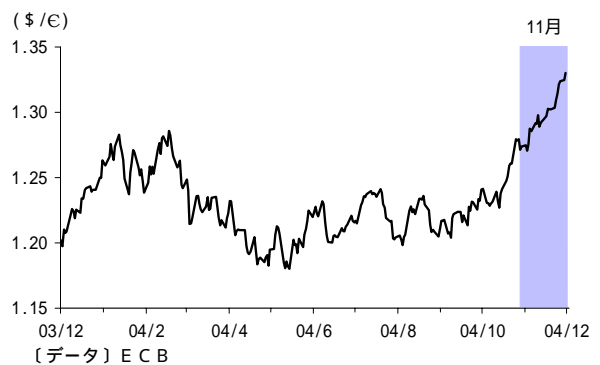
### (当面の見通し)

前月の当レターで想定した「不透明要因の払拭、米株高、FRBの利上げ継続などを通じて、ドルに対する安心感が回復する可能性がある」との見方は完全に外れ、米当局の発言などによってドル先安感は日増しに強まった。シカゴ先物取引所における投機筋のポジションを見ても、昨年秋以来となる高水準の円買い越しとなっている(表紙図表参照)。しかし、今局面では昨秋~今春に見られたような積極的な「日本買い」要因は備わっていない分、一時的な100円割れの可能性こそあれ、米国の経常赤字問題を「材料」に、このまま一本調子でドル売り・円買いが続くとは考えにくい。したがって、ドル円レートについては、いずれ100~110円のどこかに落ち着きどころを探る展開になると思われる。ただし、米経常赤字がドル安圧力として作用し続ける「構造」は不変であることから、持続力のあるドル反転を見込むこともできないだろう。今後1カ月の予想レンジは、ドル円レートが1ドル=100~106円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.29~1.35ドル。

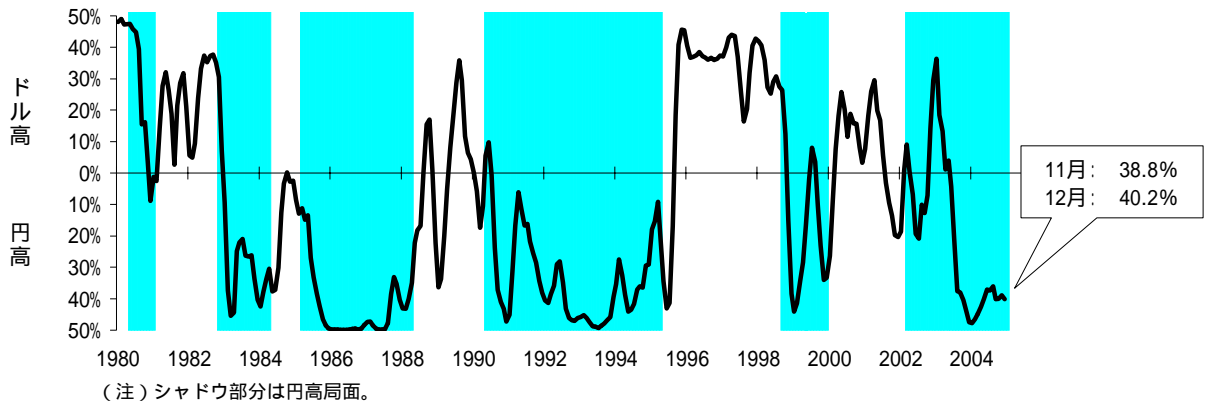
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 12月は 40.2%の円高サイン



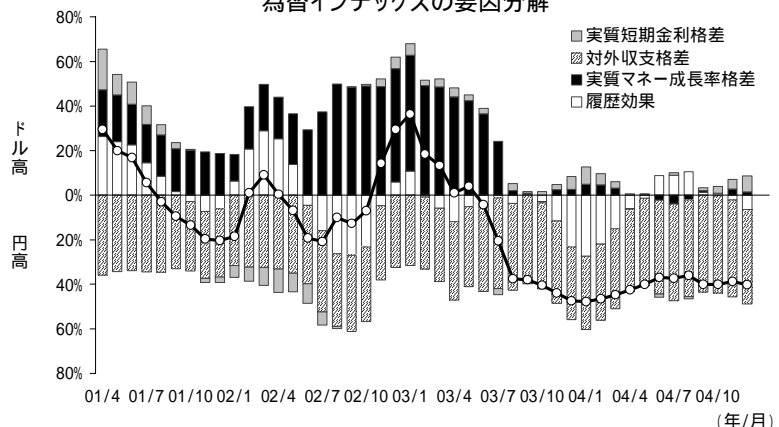
12月の為替インデックス(ドル円)は 40.2%となり、前月に比べて円高圧力が小幅増加したことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差： 小幅ドル高要因。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FRBの利上げなどを背景に小幅上昇し、日米実質金利差の拡大が続いた分、前月比3.1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、日本の経常収支黒字がGDP比ベースで小幅縮小した分、前月比では1.1ポイントの小幅ドル高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差： 依然としてほぼ中立。ただし、月次ベースでは、米国のマネーサプライ(M1)の伸びがやや増加した分、前月比1.4ポイントの小幅円高寄与となった。
- 4) 履歴効果： 1ドル=102円台に突入するなど、ドル円レートの円高モーメントが強まっていることから、前月比ベースで4.2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)

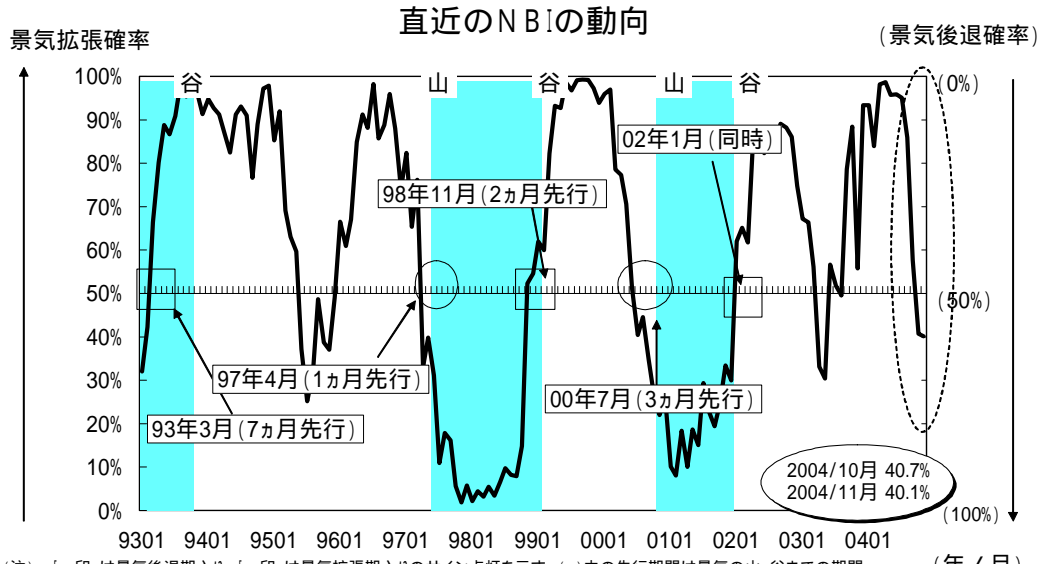
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.6%
2004年5月	-40.2%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.4%
2004年8月	-36.0%
2004年9月	-40.1%
2004年10月	-40.1%
2004年11月	-38.8%
2004年12月	-40.2%

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) ~10月: 40.7%、11月(予測値): 40.1%



(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山・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10月までは実績値に基づく計測、2004年11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)		月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	水準	
03/11	55.7%	550,807	1.1%	-43.9%	
03/12	93.4%	563,483	2.3%	-47.5%	
04/1	93.4%	567,206	0.7%	-47.8%	
04/2	83.9%	567,022	0.0%	-46.5%	
04/3	98.2%	562,721	0.8%	-44.8%	
04/4	98.6%	567,578	0.9%	-42.6%	
04/5	95.7%	567,656	0.0%	-40.2%	
04/6	95.8%	564,488	0.6%	-37.0%	
04/7	95.1%	566,668	0.4%	-37.4%	
04/8	85.9%	569,695	0.5%	-36.0%	
04/9	57.7%	566,569	0.5%	-40.1%	
04/10	40.7%	568,242	0.3%	-40.1%	
04/11	40.1%			-38.8%	
04/12				-40.2%	

(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11月26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)