

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

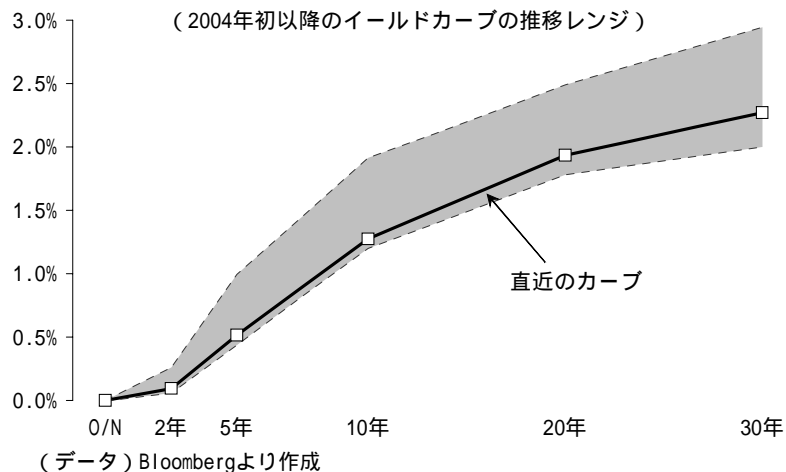
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 輸出の鈍化、生産の低迷といった実体経済の足踏み状態が明らかとなっている。日銀の金融政策は足元の景況感を下方修正しながらも、先行き回復維持のシナリオを取っている。
2. しかし、10月展望レポートで示した2005年度CPIの前年比プラス見通しは、4月の展望では大勢見通しがマイナスとなる見込み。このような中では、当座預金残高の引き下げは困難であろう。逆に夏場にかけて景気後退が鮮明になるにつれて、出口への議論は消え、追加緩和へ軸足がシフトすると予想する。

< 金融・為替市場の動き >

1. ここにきて、投資家の債券買い意欲が強まってきた模様だが、10年金利が一時1.3%を割り込むなど、債券市場全体の割高感はむしろ高まっていると思われ、一段の金利低下に対しては、逆張りの発想で臨むべきであろう。
2. G7をきっかけに大幅なドルの切り下げが実施されるシナリオは想定できないが、一方で米金利先高期待のみでドルが持続的に上昇する可能性も期待できず、引き続きドルの上値が限られる中、円、ユーロの上昇余地が試される展開が続こう。

イールドカーブは10年ゾーンまで直近1年間の最低水準近辺まで下方シフト



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/>

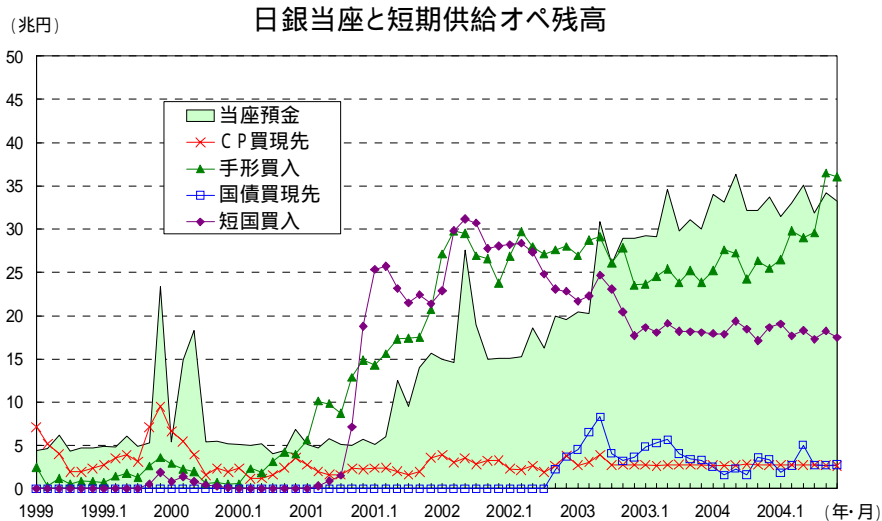
< 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

札割れと目標当座預金残高引き下げ論

資金供給オペに対する需要は低下し、札割れが頻発している。2月1日には、今まで優等生だった「全店手形買いオペ」までもが札割れした。

全店手形買いは供給手段の中では、大手銀行などに加えて地域金融機関も参加している上に、資金供給期間も最長1年と他の供給手段に比べて長く、札割れしにくいとされていた。それだけ短期市場では資金需要が低迷してきたのだ。



4月以降ペイオフを無難に乗り切れば、さらにもう一段資金需要が落ち込む。目標当座預金残高維持が難しくなるだろう。

このような状況を踏まえ、昨年末の決定会合(12月16,17日)で複数の政策委員が残高下げに言及していたことが、議事要旨公表で明らかとなっている。2001年3月の量的金融緩和スタート後、初めて当座預金の引き下げが議論されていた。

そもそも量的金融緩和政策の狙いとして、金融システム不安への対応があったことは事実だ。景気回復、不良債権処理の進展により大きくその不安は減じていることは間違いない。このため、金融機関でも過剰資金を抱えこむ需要は大きく減じている。しかし、福井総裁となってから追加金融緩和の目的を「デフレからの脱却」「政府との協調」とし、景況感が改善している中で追加緩和を行ってきた。それだけに、ペイオフ解禁後に、金融機関の資金需要が落ち込むことで目標当座預金残高を引き下げることに対して、政府・与党の反発は必至だ。また、いくら金融システム不安は減じたので必要性が低まったと説明したところで、国民的には「引き締めへ転じた」

との印象を与えてしまうことも想定され、現実的には難しい。さらに、引き下げにより円高加速を日銀が演出することになる可能性も高く、引き下げ論の現実性はないだろう。

当面は、手形買いオペの期間をさらに延長することで札割れを防ぐことになるだろう。すなわち9月末越え資金の供給を行い、目標当座預金残高の最低ライン30兆円を維持することとなる。

展望レポート（10月）の修正：2005年も物価はマイナス

日銀が10月に出した展望レポートでは、2005年度見通しが+0.1%となっていたが、ここにきて下方修正が行われている。以下は、その事実として注目されるものだ。

「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>

・展望レポートの中間評価（1月20日公表）

「消費者物価についても、基調としては10月の「見通し」に沿って推移するとみられるが、固定電話通信料引下げの指数面への影響等によっては、やや下回って推移する可能性がある。」

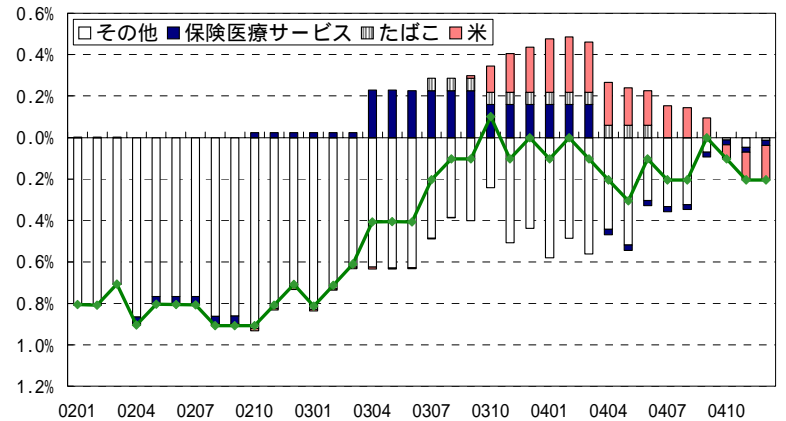
・武藤副総裁のインタビュー（1月24日、共同通信配信）

「中間評価でも議論したが、われわれが10月に出した数字に織り込まれていなかったことが起きた。それは固定電話通信料の引き下げの指数面への影響。これは、+0.1%という中央値で議論しているわけだから、無視できない」「われわれは展望レポートの見通しを基調として続くと見ているが、そういう新たな状況を加味すると可能性としてはさらに下振れるということもありえる。それは0.1%から下振れるわけだから、ゼロないしマイナスという可能性がある」「デフレ脱却が05年度無理だと申し上げるつもりはないが、06年度まで行くのか行かないのか、今非常に微妙な時期になっていて今の時点では断言できない」

・水野審議委員のインタビュー（1月25日、ブルームバーグ配信）

「基調的な判断は展望レポートで示した見通しのままだが、昨年10月時点に想定していなかった固定電話通信料引き下げという特殊要因が出てきたことを考えると、05年度の見通しはその分、下振れを覚悟しなければならないのではないかと指摘。固定電話通信料引き下げによって消費者物価の05年度見通しは「0.1-0.2%ポイントの引き下げになると思う」

(前年比) 消費者物価指数(生鮮食品除く、全国)の要因分解



(資料) 総務省統計局「消費者物価指数」

(年・月)

固定電話料金引き下げの影響は、消費者物価を0.2-0.3%引き下げることになる見込み。次回展望レポートが示される4月は、2005年度の物価見通しが下方修正され、再びマイナス見通しとなるだろう。ただ問題は、特殊要因のみの物価見通しの引き下げだけではなく、今度はシナリオ修正による引き下げも重なる可能性があるということだ。

当研究所の見通しでは、2005年度は景気後退から消費者物価の前年比のマイナスは2004年度よりもさらに拡大する（2004年度見通し 0.1% 2005年度見通し 0.2%：ただしこの予測には携帯電話料金の引き下げの影響は入っていない）。ここ数ヶ月、日銀は足元の景況感は下方修正しているが、先行きについては早期回復シナリオを維持している（武藤副總裁のコメントは一部先行きの景気見通しを下方修正したと見れなくもないが）。今後輸出の鈍化が鮮明になり、生産調整が本格化するにつれて、根幹部分のシナリオ修正に迫られると予想する。

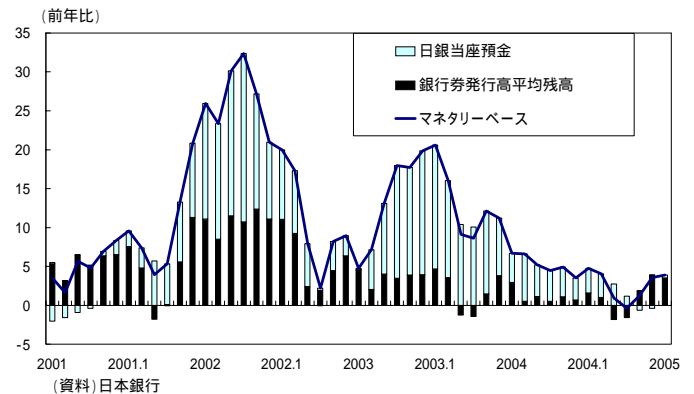
ベースマネーの伸び低下が鮮明に

日銀が2日発表した1月のベースマネーは、前年比3.9%増と2004年12月よりも0.3ポイント縮小し、10カ月連続で1ケタ台の伸びにとどまった。2004年1月下旬に追加的な量的緩和を行って以降、日銀当座預金残高の誘導目標が据え置かれていることが大きく影響している。

2月のベースマネーは、追加緩和がなければ当座預金が前年に比べて横ばい程度となり、ベースマネー全体の一段の伸び率鈍化となりそうだ。

日銀はベースマネーの伸び率事態は重要視していない。しかし、財政面では増税路線が明確となっており景気低迷色が夏場にかけて鮮明となった場合には、政府からベースマネーを増やせ、そのためには国債買入れ増額を行うべきだ、との議論が噴出することは避けられないだろう。

ベースマネーの動き



< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

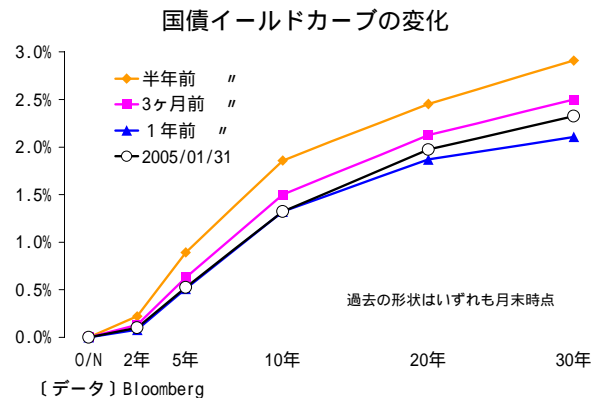
最近の金融市場の動き

(1月の概況)

国内債市場では、金利上昇懸念から買い遅れ気味にあった投資家が、景気回復に対する一服感から長期債購入に動き始めたことや、為替市場で一時1ドル=101円台まで円高が進行したことなどを背景に、長期金利が低下基調を強め、10年国債利回りが1.4%台を割り込む展開となった。その後も、株価が伸び悩む中、投資家の債券買いが続いたことから、長期金利はじりじりと低下する動きが続き、28日に発表されたCPI（消費者物価指数）が前年比のマイナス幅を拡大させると、10年国債利回りは一時、昨年3月以来となる1.2%台まで低下した。しかし、これ以上の金利低下に対しては警戒感が強まったのに加え、米株高などを手掛かりに株価が反発したため、長期金利は月末にかけて上昇に転じ、10年国債利回りが1.3%台を回復した。（なお、国内景気減速懸念などを背景に、2月に入り、10年国債利回りは再び1.3%を一時的に割り込んでいる。）

(当面の円金利見通し)

景況感改善を受け、量的金融緩和解除の思惑を巡る金利上昇懸念を背景に、投資家の債券買いに対する躊躇が続いて来た国内債市場だが、ここきて、景気回復に対する一服感、なかなか水面上に顔を出さないCPI、円高懸念などを背景に、投資家の長期債買いが目立ってきた模様だ。しかし、イールドカーブが短期ゾーンから長期ゾーンに向けて順次低下を続ける過程で、10年金利が一時1.3%を割り込むなど、債券市場全体の割高感が次第に高まってきたのも確かであろう。今後、国内景気の先行きに対する見方が慎重になることで、金利低下の流れが長期ゾーンに一段と波及する可能性もあるだろうが、量的金融緩和の追加などを見込まない限り、これ以上の金利低下に対しては、逆張りの発想で臨むべきであろう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.2～1.5%。



最近の為替市場の動き

(1月の概況)

4日に公表された議事録の中で、FOMCメンバーの一部からインフレを懸念する発言が確認されたのを受け、利上げ期待の高まりに伴う米金利先高観から、年明けの為替市場では、一時1ドル=105円台まで円安・ドル高が進行した。しかし、ドルが上昇する局面では、本邦輸出企業のドル売り圧力が根強いことから、それ以上のドル高は実現しなかった。その後、イッシングECB理事がドルが対アジア通貨で下落する必要性に言及すると(11日)、ドルは対円で103円台前半まで反落。さらに、米貿易赤字が過去最大となったこと(12日)、トリシェECB総裁も対ドルでのアジア通貨高を求める発言を行ったこと(13日)から、17日にはドル円レートが101.67円と、ほぼ6年ぶりの円高値を付けた。しかし、2月初に一般教書演説・G7・雇用統計など、大きなイベントを控えていることから、月末にかけてドルは再び買い戻され、その後は動意薄の動きが続いた。

ドルユーロレートは、米金利先高観や、ECB関係者によるユーロ独歩高を牽制するような発言を背景に、対ドルでは1.30ドル台を割り込む水準まで、対円でも4カ月ぶりとなる1ユーロ=133円までユーロが売られた。しかし、G7など主要イベントを2月初に控え、大きく動きづらくなる中、月末にかけてユーロ安は一服した。

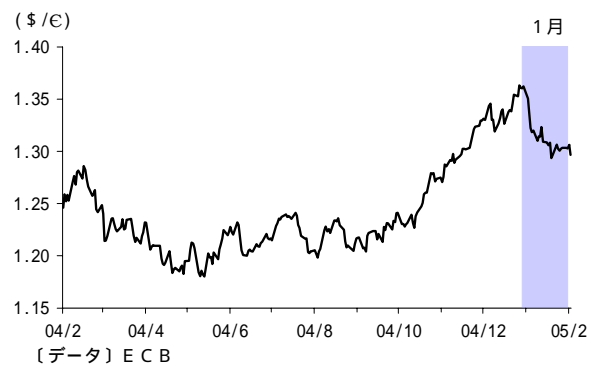
(当面の見通し)

当局関係者のコメントから判断する限り、週末(2/4-5)に開催されるG7では、前回(昨年10月)出された声明文から大きな変更は行われぬ可能性が高く、大幅な通貨調整(ドルの切り下げ)が実施されるほどのインパクトを持つものにはならないだろう。また、月央に開催されるグリーンズパンFRB議長の議会証言(2/16、17)でも、慎重なペースでの利上げスタンスを崩すようリスクは冒さないとわれ、米金利先高観のみによってドルが持続的に上昇する可能性も期待できない。ブッシュ政権が有効な財政赤字削減策を打ち出す可能性も想定できない中、ドルの上値では輸出企業のドル売りが着実にドルの頭を抑える状況が続き、円およびユーロの上昇余地が試されるといった展開が、今後とも暫く続こう。今後1カ月の予想レンジは、前月時点の見通しと同じ、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。

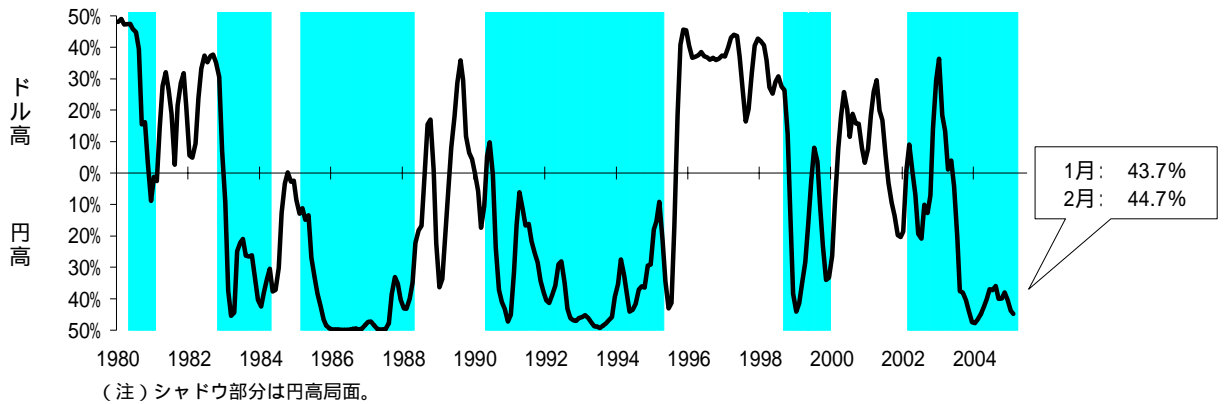
円ドルレートの推移(直近1年間)



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）：2月は 44.7%の円高サイン



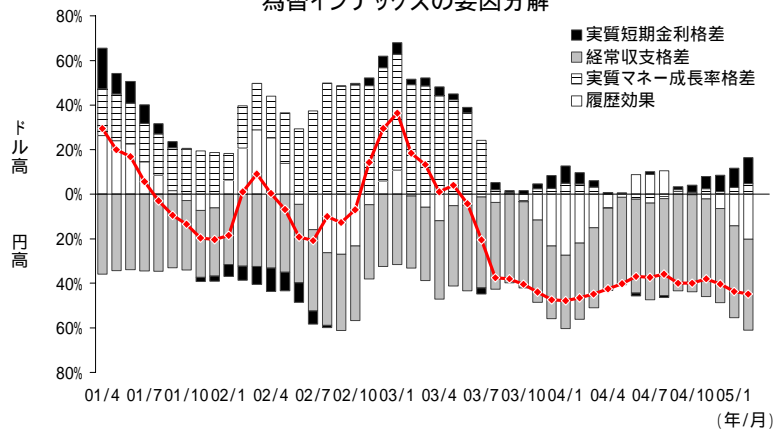
2月の為替インデックス（ドル円）は 44.7%となり、小幅ながら3ヵ月連続で前月に比べ円高圧力が増加したことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：ドル高要因。国内企業物価が上昇する中、日本の実質金利が低下する一方で、FRBの利上げ継続に伴い米実質金利が上昇したため、日米実質金利差が拡大した分、前月比ベースでも2.8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。但し、単月ベースでは、日本の経常収支黒字（GDP比）がやや減少したため、前月比では0.4%と僅かながら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)の伸びが小幅鈍化する一方、日本のマネーサプライがやや増加した分、前月比1.7ポイントのドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果：ドル円レートの前高モーメントが続いているのを背景に、前月比6.0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)

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	-37.3%
2004年8月	-36.0%
2004年9月	-40.0%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.3%
2005年1月	-43.7%
2005年2月	-44.8%

為替インデックスの要因分解



(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証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)