

Weekly エコノミスト・レター

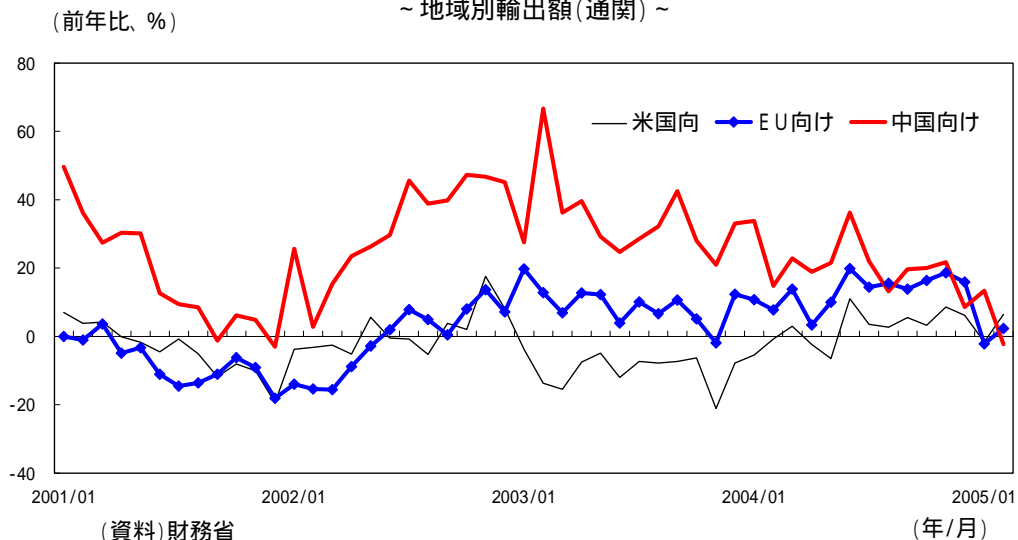
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策、金融・為替市場の動き

1. 日銀金融政策は、短観業況判断の大幅悪化などを受け、当座預金残高の下限見直しは封印。5-6月の大量資金不足に対しては、オペの工夫により現在の30-35兆円程度という「程度」の範囲での振れで済ます方向に。
2. 国内債券市場は、指標悪化を受け量的金融緩和政策の長期化が規定され良好な相場環境が続く見込み。ただし、先行きの景気については大きな落ち込みがないとの見方で一致しており、ボックス圏の下限での推移を予想。
3. 為替市場では景況感、金利差、新年度入り後の米国投資の増加などから、対ユーロ、対円ともドル高の展開を予想。ただし、米国の双子の赤字など構造的問題は悪化の一途であり、市場が再び構造問題に焦点を当てることで大きくドル安に転じるリスクは残る。

中国向け輸出は減少に転じる

～地域別輸出額(通関)～



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/>

< 金融政策、金融・為替市場の動き >

実体経済：企業を取り巻く環境悪化が避けられず

短観発表などを受け、日本経済の先行きの見方について、楽観、悲観論の両論が交錯している。昨今の経済指標を見ると、企業部門の好調さが家計にも波及してきたことは窺い知れる。例えば、一般労働者（正社員）数が97年9月以来、実に7年以上ぶりに増加に転じ、所得面でも前年比ゼロ近辺にまで回復しており、所得の減少が止まりつつある（図表1参照）。確かに今回の短観について見ても、非製造業の堅調さ、底堅い設備投資、逼迫してきた雇用環境などなど好材料もある。

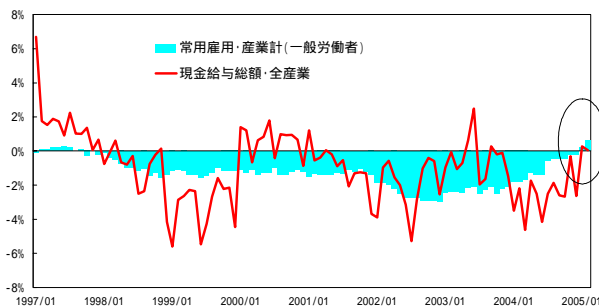
しかしながら、このまま企業部門が好調であれば、家計部門にもその恩恵がより強く広がる可能性もあるが、ここにきて企業を巡る環境は大きく悪化している。大企業製造業を中心として、収益の源泉であった輸出が伸びなくなってきている。実際10-12期はGDPベースで見ても外需の寄与はマイナスとなっている。特に注目されるのは、2月の貿易統計が示すように、今まで輸出数量で2桁増を続けてきた中国向けがマイナスに転じているということである（表紙図表参照）。

今後についても、中国向け環境の悪化、原油高の影響など交易条件の悪化、米国の引き締め継続で米国を中心とした世界経済の減速リスクもあり、企業の収益を下押しすることは避けられない状況だ。法人企業ベースでは、すでに10-12月期に大幅に収益が鈍化している（図表2参照）。

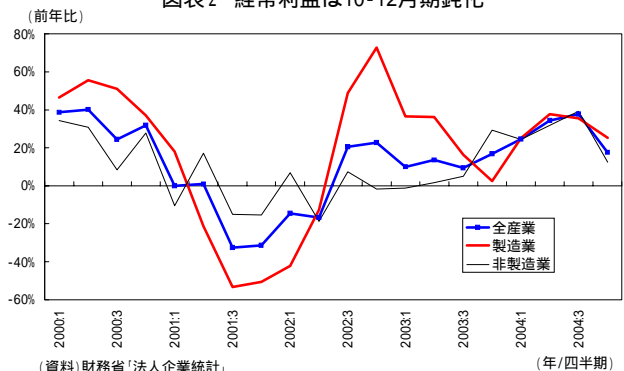
確かに当初はIT関連を中心に在庫が積み上がっていたが、外部環境の悪化で足元では他の産業にも在庫増の動きが及んでいる。IT部門の在庫解消＝早期回復シナリオが崩れ、多くの産業で意図せぬ在庫増のサイクルに入ったと見ている。企業の収益の落ち込みは、現在比較的好調である設備投資の抑制、波及し始めた家計への流れを止めることになる。そのような状況では、社会保障負担の増加も一方で家計部門に重くのしかかることもあり、消費の頭は押さえつけられることになるだろう。

2005年度は景気後退局面と見込むが、一方でその谷は浅いとも思われる。その理由は、米国・中国の景気調整がそれほど深く、長いものとはならない、過剰問題の状況がバブル崩壊直後より格段に改善しており、企業の潜在的な強さは高まっていると判断されるためである。

図表1 1997年9月以来7年4カ月ぶりに一般労働者（正社員）数増加



図表2 経常利益は10-12月期鈍化



金融政策

(1) 展望レポートでは早期回復シナリオは堅持、2006年前半のチャンスを残す

次回政策決定会合(4/28)では「展望レポート」が公表される。今回は2005年度、2006年度が予測の対象となる。

4月6、7日の決定会合で出された金融経済月報では「景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている」として、前月から情勢判断を据え置いている。先行きについても「景気は回復の動きを続けていくとみられる」と、足踏み状態にある景気が早期に回復するという従来のシナリオを維持している。

次回展望レポートでも、景気については慎重な言い回し(外需環境など)が増えるが、基本路線として早期回復シナリオが堅持されるだろう。

コア消費者物価見通しは、前回展望レポート発表時点ではなかった固定電話の料金値下げなどの特殊要因を考慮し、10月展望レポートに比べて2005年度は0.1~0.3%程度へ下方修正されると予想する(図表3、4参照)。

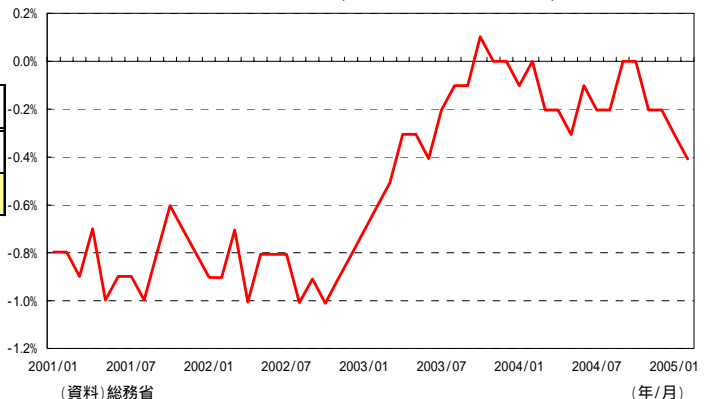
また2006年度については福井総裁など日銀幹部の何人かは、2006年度にはデフレ克服が展望できる可能性があると言及しており、0.3%前後の若干プラスの見通しが示されると筆者は予想している。

現在日銀が考えている回復シナリオであっても、2006年度の前半に、足元の消費者物価の前年比マイナスを拡大している特殊要因が剥落し、プラスに出やすくなる数ヶ月が、金融政策が動けるひとつのチャンスになるだろう。2006年夏には消費者物価の基準年の改定があり、再び消費者物価の伸びがマイナスになる可能性がある。さらにその秋以降から、消費税引き上げ論が噴出するのは間違いない状況である。消費税引き上げ論が台頭する中で金融引き締めへ転じることは至難の業だ。そうであれば2006年のチャンスを見逃すまいとすることになる。4月の展望レポートは、量的金融緩和解除に向けたチャンスを残す意味でも重要になりそうだ。

図表3 「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>

(前年比) 図表4 消費者物価指数(全国、生鮮食品除き)の推移



ただ、2006年度のコア消費者物価のプラス見通しについて、市場ではいろいろと憶測が生じるだろう。すなわち、

5-6月の大量資金不足に対応するために、どうしても市場に量的金融緩和解除が2006年に実施される可能性があるとの思惑をうえつける必要があった。つまり短期のイールドを立たせ資金供給をしやすくしたのではないか、

2006年の8月には、消費者物価指数の基準改定（2000年から2005年基準へ）が行われる。改定により物価上昇率は下方修正されるが、展望レポートで示された2006年度予測は、この改定を織り込んだ数値なのかどうか。織り込んでないとすれば2006年度も量的金融緩和解除はないということか、

などである。

（2）積極的な「当座」引き下げ論は封印、最悪でも「程度」の読みかえ範囲に

3月以降、日銀の当座預金残高引き下げのトーンは一転し、残高を維持するとの強い姿勢となっている。札割れの状況が深刻でないこともあり、当座預金残高の目標は維持されている（図表5参照）。

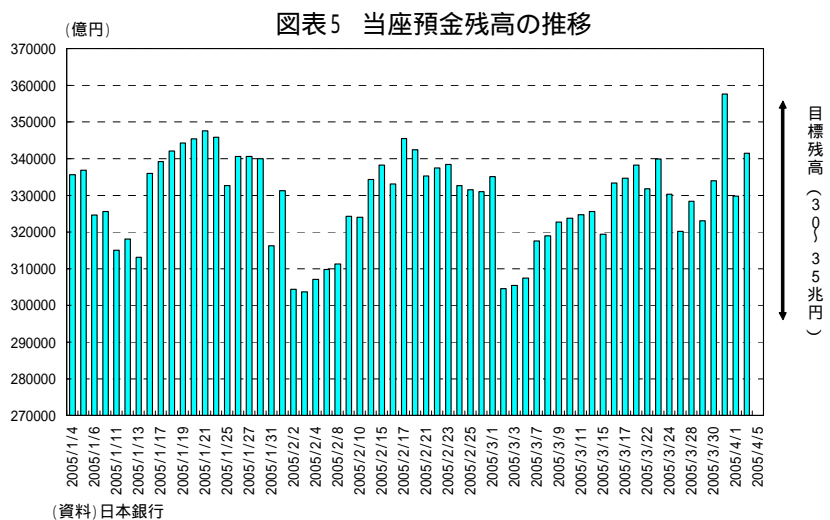
また短観が悪化したことは、当座の見直し議論を開始した日銀にとってもショックだったろうが、このような経済状況となれば、当座預金引き下げ論を封印せざるを得ない。

先月のWeeklyでは資金不足の落ち込み次第では、国債買入れ増額などの追加緩和の具体的なメッセージとともに見直しに踏み切る可

能性もあることを指摘したが、経済状況がその可能性自体を大きく低下させた。

5-6月の資金大量不足時期には、資金供給手法を工夫し、是が非でも維持を達成せざるを得ない。最悪でも日々の残高割れに対して、現在の「程度」の読み替えで済ませられる範囲にしたいところだ。

3月31日には当座預金残高が約36兆円となったが、「程度」+「なおがき」での対応で問題ないとの判断で市場では大きなニュースとはならなかった。しかし下限については数兆円規模乖離するというのは、たとえ1日であっても「程度」での読み替えでは問題だとの意見が噴出するに違いない。なんとしても数千億円のオーダーに抑えるべく、調節上のテクニックを駆使することになるだろう。



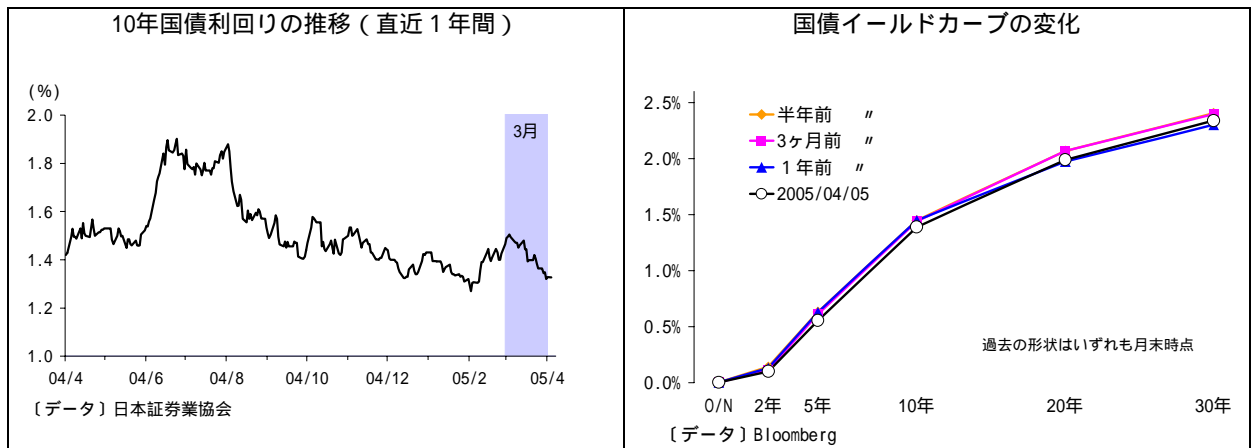
国内債市場の動き：ボックス圏の動きは変わらないものの、下限での推移を予想

国内債市場は、3月前半は、早期回復期待と量的金融緩和の長期化観測の綱引きとなり、1.5%前後の推移となった。ただし月半ば以降、経済統計の悪化や株価の下落などを材料に低下傾向を辿り、月末には1.32%にまで低下した（図表6参照）。

金融市場では、3月後半の金利低下が短観などがある程度先読みした動きだったように、早期景気回復への期待は相当程度薄れている。今後については、景気後退に陥ったとしてもさほど深刻なものにはならないとの市場の見方はほぼ一致しており、発表される統計が、景気のもたつき、後退を示す内容となっても、さほど金利が大きく低下することにはならないだろう。1.25-1.5%のボックス圏での推移を予想する。

ただし、5-6月の資金不足に対して、日銀サイドからの発言には要注意である。当座預金残高の下限見直しに対して前のめりの姿勢を再び示した場合、市場に予期せぬ思惑を植えつける可能性もあり、一時的に長期金利が急騰するリスクはある。

図表6 10年国債利回りの推移とイールドの変化



為替市場の動き

（円ドルレート）

3月の円ドルレートは、前半は原油高、米貿易赤字拡大、小泉首相の「外貨準備の分散は必要」との発言を受け104円割れまで円高が進んだ。しかし中旬以降は、米国の双子の赤字といった構造問題から、日米景況感格差、FRBの利上げ継続に伴う金利差拡大へと市場の焦点が完全に移り、107円台後半までドル高が進展した（図表7参照）。

今後についても、米国の利上げ継続・思惑を受け日米金利差が拡大、日本の景況感格差拡大、米国への自国回帰のマネー増加の動きなどからドル高の展開を予想。ただし、米国の経常赤字問題が全く解消されておらず、一方的なドル高進展も予想できない。年後半には再びドル安・円高ヘイトレンドが転換すると予想する。ニッセイ為替インデックスで見ると、現状円高サインと

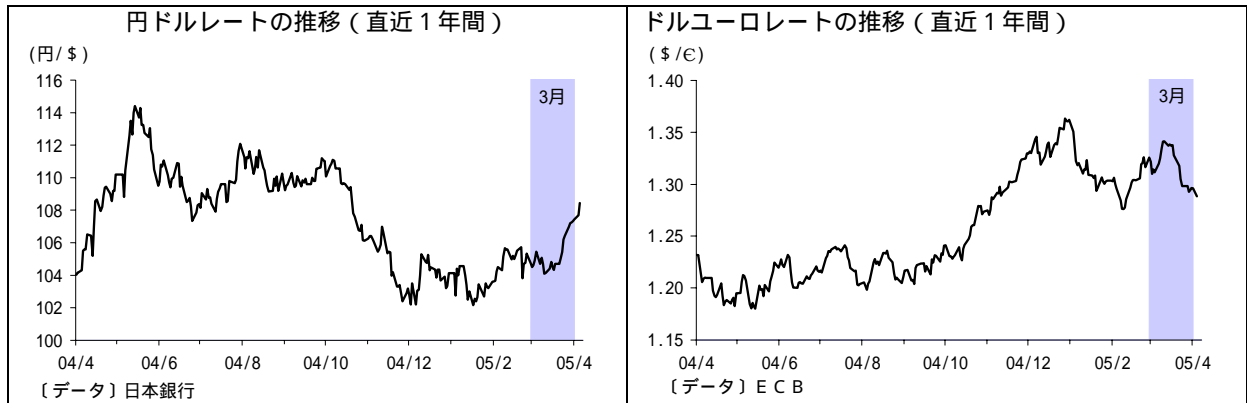
なっている(P7参照)。市場参加者が再び米国の構造問題に焦点を当て始めた場合、予想外に円高に振れるリスクが高いと考えられる。

(ユーロドルレート)

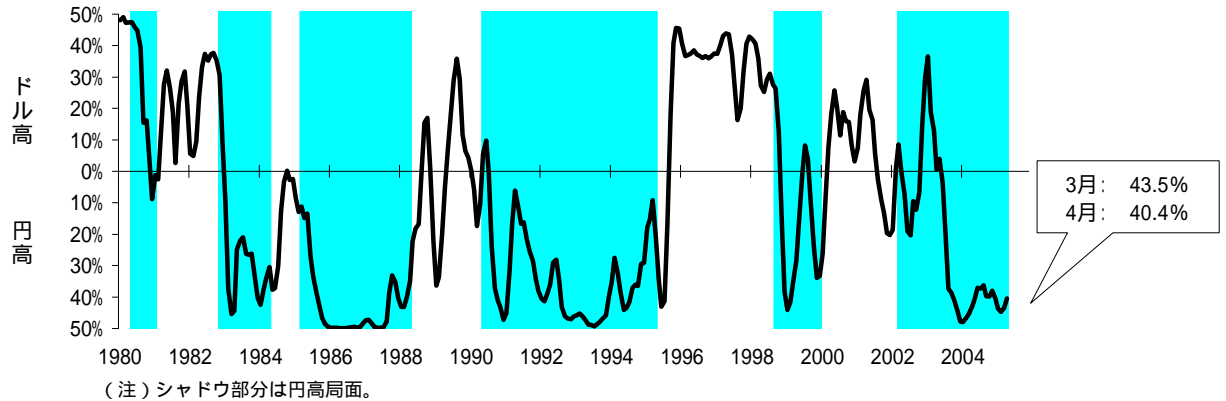
ユーロドルレートは、月初の1ユーロ = 1.31ドル台から月半ばには1.34ドル台まで下落した。しかし3月20日のEU財務相会合で、ユーロ圏各国の財政赤字のGDP比を3%以内に抑える安定成長協定の見直し合意がなされると、ユーロ高・ドル安の流れが若干修正された。月末31日には1ドル = 1.29ユーロ台に(図表7参照)。

当面、米欧金利差・景況感格差が暫く拡大し、ドル高が進展するだろう。ただし円ドルレートと同様に米国の構造問題や、各国中央銀行の外貨準備のドルからユーロへのシフトの流れが、再びユーロ高を引き起こす誘引となる。円ドルレート同様、年後半にはドル高に歯止めがかかる展開を予想する。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



為替インデックス(ドル円): 4月は 40.4%の円高サイン



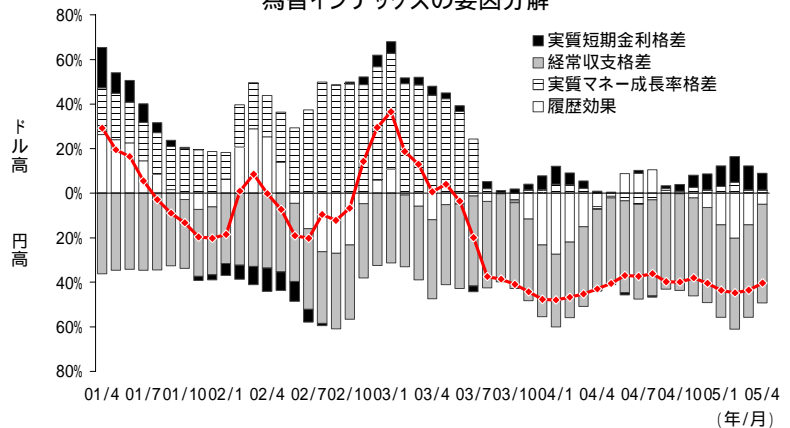
4月の為替インデックス(ドル円)は 40.4%となり、前月に比べれば僅かながら軽減したものの、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きドル高要因。但し、実質短期金利差が小幅縮小した分、前月ベースでは3.3ポイントと円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。単月ベースで見ても、米経常収支赤字(GDP比)の増大を背景に、前月比2.7%と大幅な円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：依然としてほぼ中立。
- 4) 履歴効果：ドル円レートの円高モーメントが一旦は収束に向かっていることから、前月比9.1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)

2004年4月	-43.1%
2004年5月	-40.6%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.3%
2004年8月	-36.2%
2004年9月	-39.7%
2004年10月	-39.9%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.5%
2005年1月	-43.6%
2005年2月	-44.7%
2005年3月	-43.5%
2005年4月	-40.4%

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证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)