

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. 日銀は展望レポート(4/28日公表)で、2006年度にデフレを脱却するとのシナリオを提示した。しかし、そのシナリオの前提となっている海外経済の拡大基調に対して、当研究所は否定的な見方を取るものであり、今のところ中国、米国ともに弱い経済統計が出てきている。ただ、短期での再加速のシナリオを完全に否定できるだけの材料もない。当面、景況感の方向性がつかみにくい状況が続くことになるだろう。
2. 景況感の下方修正を行った日銀は、いくら札割れが頻発し、当座預金の下限維持が困難な状況となっても、「引き下げ」は選択肢とはなりえない。次回決定会合(5月19、20日)は現状維持となると予想する。
3. 国内債券市場は、もうしばらく堅調な推移が続こう。国内景気の踊り場が長期化するとの予想から、国内外の投資家は運用対象を株から債券にシフトしており、この動きが金利低下をサポートしよう。
4. 為替市場では、ドル高の戻しの動きとなっている。市場では米国経済の先行きへの不安が高まっており、当面、対円、ユーロともドルじり安の展開を予想する。

日銀政策委員の大勢見通し：2006年のCPIは0.3%の上昇を予想

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)
2005年度	+1.2~+1.6 <+1.3>	+0.8~+1.0 <+0.8>	-0.1~+0.1 <-0.1>
2004年10月時点の見通し	+2.2~+2.6 <+2.5>	+0.2~+0.5 <+0.3>	-0.1~+0.2 <+0.1>
2006年度	+1.3~+1.7 <+1.6>	+0.2~+0.5 <+0.3>	+0.2~+0.4 <+0.3>

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 ＞

金融政策：展望レポートは2006年度、0.3%のプラス予想

4月28日に展望レポートが公表された。2005年度の消費者物価指数は、政策委員予想の中央値で0.1%と昨年10月時点の0.1%から下方修正され、デフレ脱却時期が遅れる予想が提示された。ただ2006年度は0.3%のプラスを見込み、展望レポートに「06年度にかけて量的金融緩和の枠組みを変更する可能性が徐々に高まっていく」との一文が示されるなど、日銀が2006年度にも量的緩和を解除する可能性を持っていることが示された（図1参照）。

（図表1）日銀政策委員の大勢見通し

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)
2005年度	+1.2~+1.6 <+1.3>	+0.8~+1.0 <+0.8>	-0.1~+0.1 <-0.1>
2004年10月時点の見通し	+2.2~+2.6 <+2.5>	+0.2~+0.5 <+0.3>	-0.1~+0.2 <+0.1>
2006年度	+1.3~+1.7 <+1.6>	+0.2~+0.5 <+0.3>	+0.2~+0.4 <+0.3>

（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望（2005年4月）」

（海外経済の持ち直しが前提条件）

今回の展望レポートでは、足元の景気、先行きに対して、以下のような日銀の見解が示されている。

わが国経済は、基調としては回復を続けているが、2004年後半にIT関連分野において生産・在庫面での調整が深まったこともあって、このところ「踊り場」局面となっている。（中略）先行きについては、IT関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、2005年度は、潜在成長率を若干上回る成長が実現するとみられる。（中略）こうした先行きの経済の姿は、海外経済が拡大基調を続けることに加え、企業の様々な取り組みにより企業収益が高水準を続けること、企業収益の好調が様々な形で経済の各部門に及んでいくこと、さらに、慎重な企業行動を背景に設備投資、在庫投資などの面で行き過ぎは回避されていくことを、基本的なメカニズムとして想定している。

足元の景気については、踊り場との表現を使い、昨年10月の展望レポートから景況感の下方修正が行われている。しかし、先行きについては景気再加速シナリオが採られている。その再加速の前提は、海外経済の拡大基調にある。海外経済の拡大を前提に、海外経済の拡大 輸出・生産増 企業収益増加 家計への雇用所得環境改善、との基本的なメカニズムが動き出すシナリオである。

現在、IT部門以外にも在庫調整の動きは広がり始めているものの、再び輸出の増加が可能となれば、大企業製造業を中心に在庫解消も比較的容易であり、前向きな循環は生まれやすい。その好調さが多少なりとも家計に雇用増、所得増という形で染み出してくれば、物価を引き上げ2006

年度にはプラスになるとの見方も不自然ではない。今回の展望レポートでは、政策委員全員が2006年度の消費者物価の予想をプラスとしており、委員全員が、このようなメカニズムの動きについて強弱の差はあるにせよ、上記のシナリオを現段階ではイメージしていることは間違いないようだ。

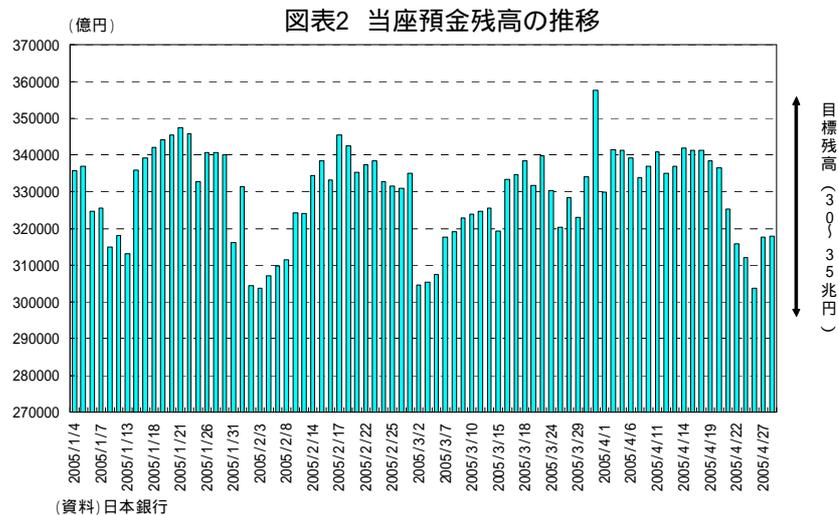
当研究所は、2005年度は緩やかな景気後退を見込んでいる。後退が避けられない理由は、金融政策の引き締め効果や一次産品の高騰などにより、米国、中国など海外経済が減速する可能性が大きいと見ているためである（「Weekly2005/03/16号転機迎える量的緩和政策～2次QE後経済見通し」を参照ください）。

市場では量的金融緩和の解除時期として、2006年から2008年以降といった幅広い見方が存在している。それだけ解除時期にばらつきがあるのも、海外経済がいつ、どの程度の力強さで回復するのかといった見方が異なるところが大きい。

今のところ中国、米国ともに弱い経済統計が若干出てきているが、一方で短期での再加速のシナリオを完全に否定できるだけの材料もない。

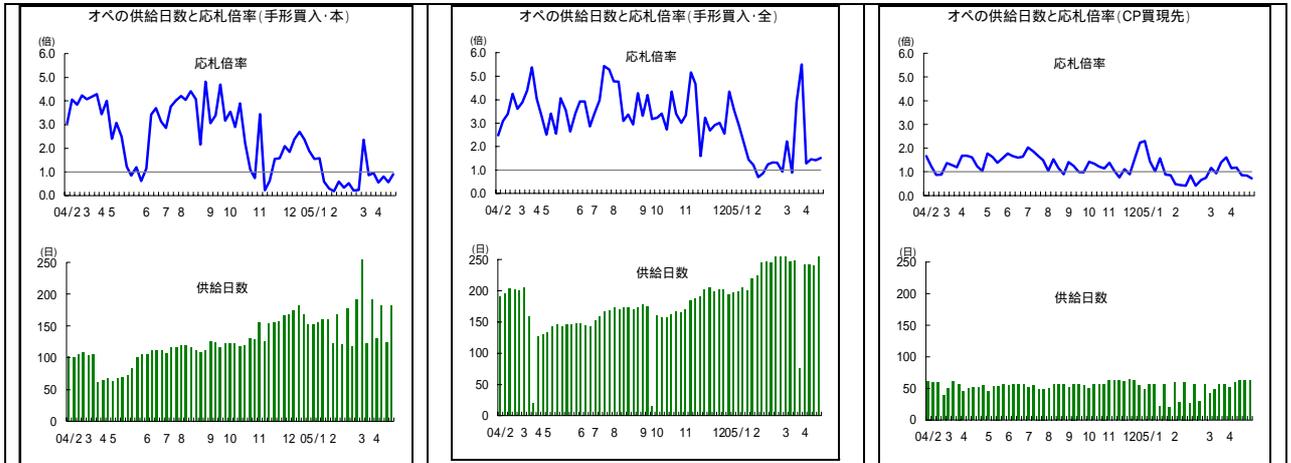
当面、リスク要因が顕在化するのか、それとも早期に景気が再加速するのか、しばらく景況感の方向性がつかみにくい状況が続くことになるだろう。

なお、Weekly 2005/04/08号で述べたように、足元の景況感の下方修正を行った日銀にとっては、いくら札割れが頻発し、当座預金の下限維持が困難な状況となっても、「引き下げ」は選択肢とはならない（図2参照）。



資金供給を長期化するなどし、是が非でも維持を達成せざるを得ない（図3参照）。最悪でも日々の残高割れに対して、現在の「程度」の読み替えて済ませられる範囲で抑える。次回決定会合（5月19、20日）は現状維持となると筆者は予想する。

(図表3) オペの応札倍率と供給日数



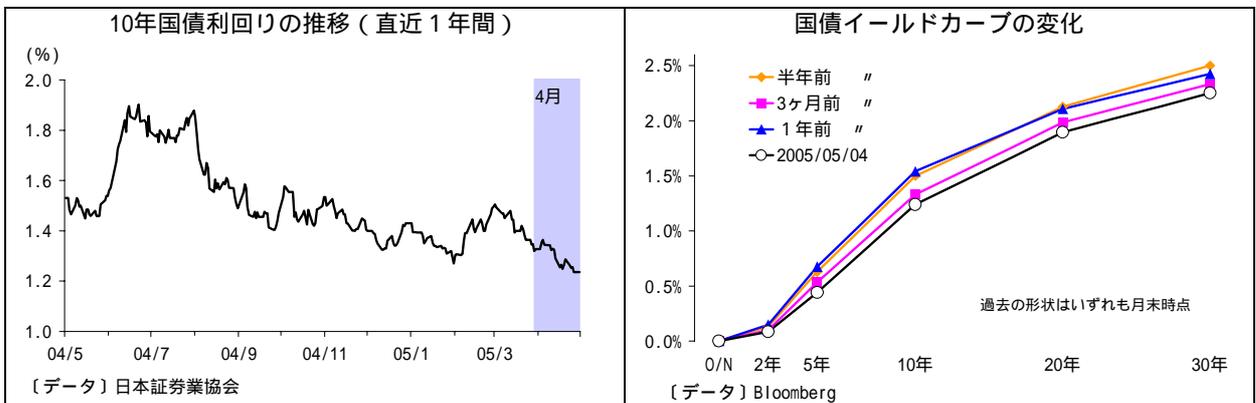
国内債市場の動き

国内債市場は、4月初めは、1.3%台でもみ合いとなった。中旬以降、国内の先行き景気に対する悲観的な見方が強まる中、国内株価が米株安や中国での半日デモの拡大などから下落したことを受け、金利は低下し月末4/28日には1.235%と1年2カ月ぶりの水準となった。4/28日の展望レポートでは2006年にデフレ脱却の予想が示されたが、予想の範囲内であり市場の反応はなかった(図表4参照)。

先行きの国内債市場は、もうしばらく堅調な推移が続こう。国内景気の踊り場が長期化すると予想から、国内外の投資家は運用対象を株から債券にシフトしており、この動きが金利低下をサポートしよう。新年度入りした機関投資家の国債運用ニーズも強いと見込まれる。

ただし、底割れするような景気後退に陥るとの見方は市場にはなく、過度の金利低下局面にはならないだろう。当面1~2カ月は1.1-1.4%のレンジを予想する。

図表4 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)

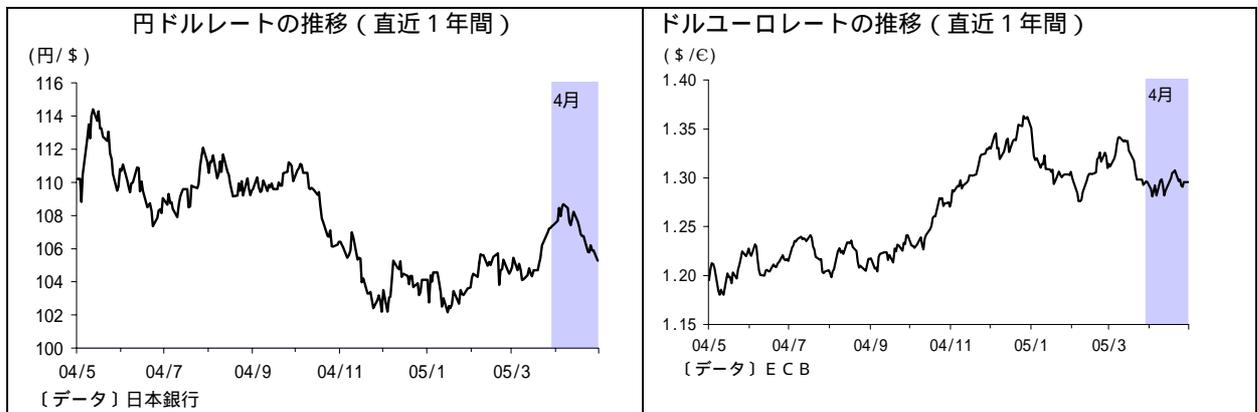
4月の円ドルレートは、3月中旬以降のドル高の流れが続き4/8日には、108円後半までドル高が進んだ。中旬一時もみ合いとなったが、下旬にかけて米国の経済指標の悪化や、米株価の不調などから、ドル安への戻しが入り、月末には105円台後半の水準となった(図表5参照)。

市場では米国経済の先行きへの不安が高まっており、当面、ドルじり安の展開を予想する。その後は、年後半にドル安・円高への明確なトレンドが形成されると予想する。市場が米国経済の先行き不安から根本的な問題である米国の経常赤字問題に再び焦点を当て始め、米国が中国に対して、人民元改革の要求を強めてきたことも円高要因として市場は取り上げよう。

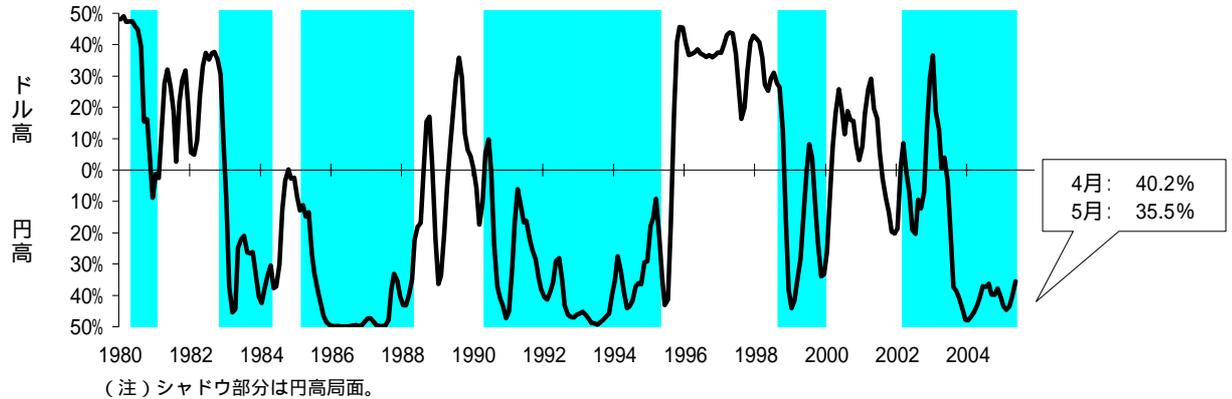
(ユーロドルレート)

欧州委員会は、2005年1-3月の実質GDP成長率が前期比0.5%増になったとの予測を発表した。10-12月の同0.2%増よりも改善しているが、その改善ペースは遅い。しかし、米国経済の先行きへの不安が高まっており、欧米景況感格差は依然あるが、米国サイドの弱気見通しがクローズアップされ、ドル円と同様、ユーロに対してもドルのじり安がしばらく続こう。円ドルレート同様、年後半にはドル構造問題に焦点が当てられ、ユーロ高のペースが速まる展開を予想する。

図表5 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）：5月は 35.5%の円高サイン



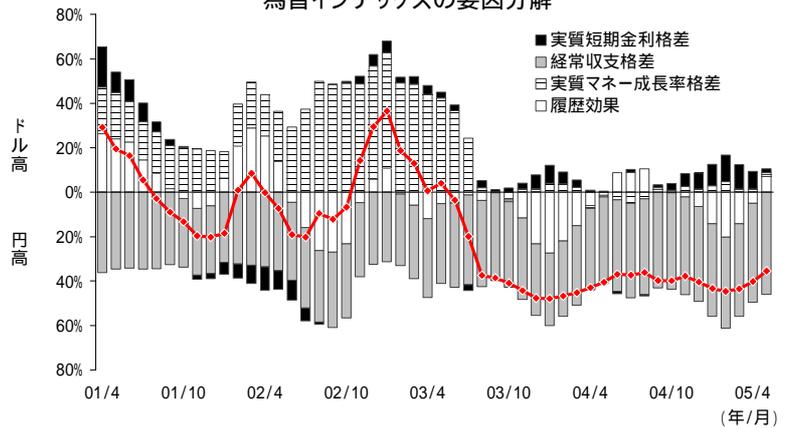
5月の為替インデックス（ドル円）は 35.5%となり、前月に比べれば僅かながら軽減したものの、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 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6.2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1.5%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12.0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	-37.7%
2004年12月	-40.5%
2005年1月	-43.4%
2005年2月	-44.6%
2005年3月	-43.5%
2005年4月	-40.2%
2005年5月	-35.5%

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)