

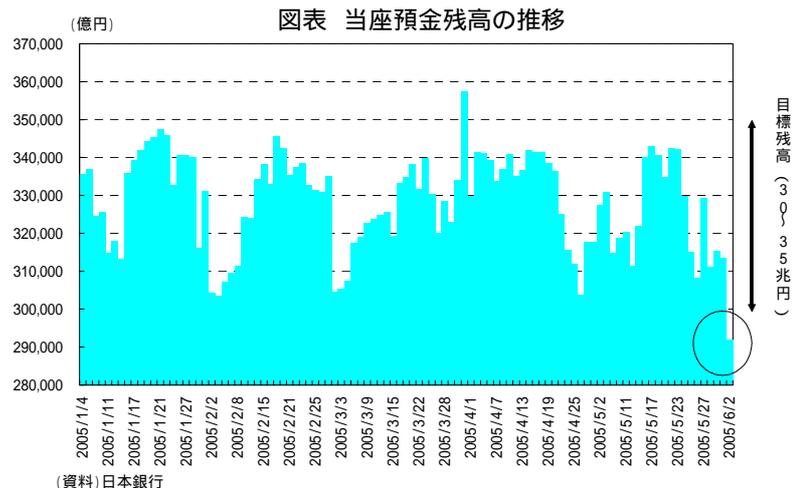
Weekly エコノミスト・レター

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. 5/20日の決定会合で、当座預金残高の一時的な下限割れを容認する「なお書き修正」が行われた。6/2日には、2001年3月の量的金融緩和と政策導入後で初めて誘導目標の下限を割り込んだ。日銀は景気が踊り場を脱すれば、当座預金残高の引き下げに踏み切ろうとするだろう。下限割り込みという既成事実は、引き下げ前に、市場の拒否反応を和らげるという効果が期待できると日銀は少なからず考えているはずだ。
2. 踊り場を脱したとの判断ができるには最低でも次回短観(7/1)、4-6月期GDP(1次QEは8月中旬、2次QEは9月上旬)を待たなくてはならない。次回決定会合は現状維持が想定されよう。当研究所では、景気は踊り場から後退に向かうと予想しており、次の回復局面まで当座預金の引き下げ論は自然消滅すると見込む。
3. 国内債券市場は、国内景気の明確な方向感が見えにくい中、投資家の需要は強く債券市場の好環境は続く見込み。ただし金利の水準自体が低いために、低下局面では投資家からの売りが予想され金利低下余地も限定的。
4. 為替市場では、金利差・景況感格差から対円、ユーロともドル優勢の展開が続く見込み。ユーロでは政治的不透明感も重なり、弱めの動きが予想される。ただし、ドルを巡る構造問題は潜在的なドル売り材料として残存し、ドル高の上値も限定的だろう。

2001年3月の量的金融緩和政策導入後で初めて誘導目標の下限を割り込む



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：下限割れを容認

5月下旬から6月上旬にかけての大量資金不足前の最後の政策決定会合が、5/19-20日に開催された。札割（ふだわれ）が頻発する中で、当座預金残高の引き下げ問題でどのような決着がなされるか注目されたが、当座預金残高の目標は30-35兆円に据え置かれ、30兆円の下限を一時的に下回することを容認する「なお書き修正」という最もマイルドなかたちとなった。

5/17日に1-3月期のGDPが発表され、前期比1.3%と市場予想を超える高成長となったことから、日銀では今回の決定会合で、当座預金の引き下げに動くべきだとの意見が大きくなったに違いない。しかし、GDPの発表直後から経済閣僚は当座預金残高引き下げに対するけん制発言を相次いで行った。4月の決定会合の議事録（5/25公表）でも明らかになったように、4月時点で少なくとも数人の委員は当座預金引き下げを決定会合の場で口にしていない。

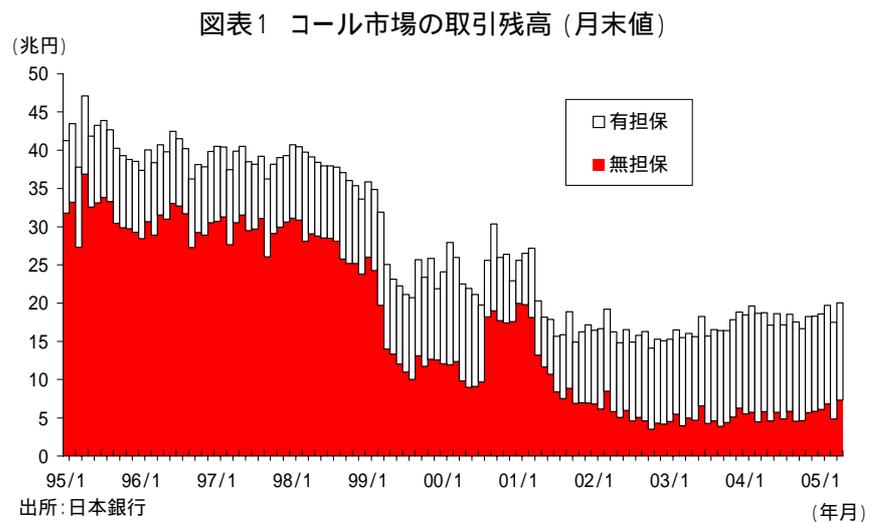
政治の強いけん制のほか市場でも株価がGDPに対してさえない反応を示したことから、日銀内部では当座預金残高引き下げ案は急速に消え、18日の日本経済新聞が1面で事前に報じていたように、なお書きによる当座預金残高の一時的な下限割れ容認案へと傾いたと推測される。

量減額のアレルギーを減らす：当座引き下げへの抵抗を減らす

一時的にせよ当座預金の下限を下回することを容認したなお書き修正については、あくまで「技術的」な対応であり、引き締めに転じたわけではないという説明を福井総裁は繰り返している。

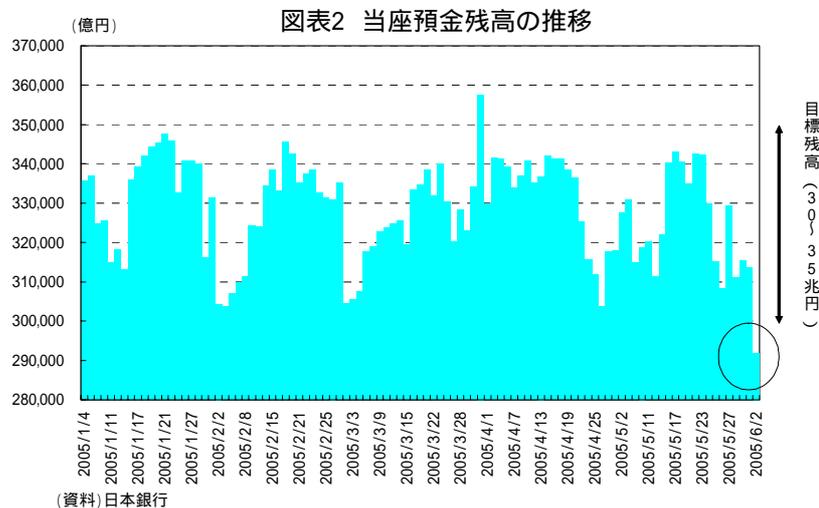
すなわち、技術的対応とは、金融システム不安が薄れ、銀行の流動性需要が大きく減少、コール市場での短期資金の運用が拡大（図1）する中で、当座預金残高を高水準に維持することが困難になってきており、資金の大量不足の時期には目標残高を下回ってしまう事態が想定され、そのような事態が起こる前に何らかの金融政策上の対応を行っておくというものだ。

ただ、そのような説明がなされたとしても、4年も続いている量的金融緩和にとって、一つの節目となったことは間違いない。



足もとのオペ動向を見ると、5月は4月に比べてそれほど、オペ回数も増えているわけではない。6月上旬の資金不足を考えれば、4月以上にがむしゃらなオペが打たれるはずだ。実際資金不足だった2月下旬から3月上旬については、その前のオペの動きよりも、短期国債買い切りオペなどを増やし、がむしゃらな姿勢を示していた。しかしこの6月上旬に向けては、5/20日に下限割れを容認したこともあり、「無理なオペ」を行うという姿勢は強くは見られない。

昨日6/2日は、もっとも資金不足が予想されていた日であったが、大規模なオペは実施されず、2001年3月からの量的金融緩和政策では、初めて誘導目標の下限を割り込んだ(図2)。今後、絶対30兆円死守という状況から、30兆円を一時的にせよ割るとい現象が何回か起これば、「量」に対する市場の考え方も少し変わってくるだろう。たとえ日銀が主張するように今回の対応があくまで技術的なものだったとしても、次の当座預金残高の引き下げに向け、量減額に対する拒否反応を少しでも和らげるという効果を少なからず期待しているはずだ。



委員の意見が分れる「当座預金残高引き下げを議論」

4、5月の会合では、1年ぶり以上に議長案に対して反対意見が出るなど、ここにきて「当座預金残高の引き下げ」を巡り委員の意見が分かれ始めている。

昨今の発言からして、当座預金引き下げに明確に否定的な審議委員は、岩田副総裁、中原委員、西村委員の3名だ。

・中原審議委員(5月26日講演)

日本銀行はこれまで量的緩和政策下における当座預金残高目標の引上げを「緩和」という表現で説明してきたこととの延長線上で考えれば、個人的には、当座預金残高目標の引下げは、「引き締め」と受け止められる可能性に注意しておく必要があると思う。

・西村審議委員(5月28日 日本経済新聞)

現時点で当座預金目標そのものを引き下げることは、せっかく醸成されてきた日銀に対する市場の信頼を揺るがしかねないので、望ましくない。誤ったシグナルを発しないよう慎重に考えないといけない」

一方、引き下げに前向き（温度差はあるが）なのは、9人の審議委員のうち4名いるようだ。4月5、6日開催分議事録（5月25日公表）では、福間年勝委員が当座預金残高目標の引き下げを提案したほか、同委員以外の3人が目標引き下げの可能性に言及している。

- ・ 委員1「今後、金融機関の流動性需要が一段と減少する可能性があるが、こうした状況で市場機能をき損することなく30 - 35兆円程度という現状の目標達成が可能かどうか検証したうえで、必要に応じて当座預金残高引き下げを含めた対応を考える必要がある。」
- ・ 委員2「現行の目標維持が難しくなる場合、デフレ克服にマイナス影響が生じないことを確認しながら、目標を減額することも1つの選択肢。」
- ・ 委員3「金融システムが危機管理モードから平常モードに移行したもとの、短期金融市場の機能を回復し政策対応能力を確保する観点から、量的緩和政策の枠組みを維持しながら目標を段階的に引き下げること将来的には検討課題。」

当座預金の引き下げに前向きと思われるのは、引き下げ案を提案した福間委員と、上記の3審議委員のうち2人は、水野委員、もともと量的な緩和策に懐疑的・否定的な見解を述べてきた須田委員だろう。あと一人はだれか、福井総裁ではないと筆者は見ている。政治サイドの動きを常に意識している福井総裁からすれば、おそらく腹の中では引き下げ派と同じ意見だろうが、この時期に総裁が引き下げの発言を行うリスクを重々認識しているはずだ。会合には政府関係者も出席しており、そのような発言が日銀への批判集中を招くことは避けられない。

そうなれば残る1人はおそらく春委員ではないかと推測される。今のところ引き下げが選択肢となっている委員は4名。ただし5月20日の決定会合では、実際に引き下げに賛成した委員は2名であり、反対派と賛成派の間にも大きな溝があるが、賛成した二人と引き下げを口にした残る2名との間にもまだ大きな温度差があるようだ。

次回（6/14-15）は賛成多数で現状維持を見込む

委員の中の温度差の最大の要因が、先行きの景気の見方の慎重さにあることは言うまでもない。5月30日発表の4月の鉱工業生産でもIT関係の在庫は順調に解消しているが、出荷の伸びが戻らず需要の弱さを示す内容となっており、景気が「踊り場」を脱したとの判断はできない。中国、アメリカなどのリスク要因もあり、今後上振れ・下振れの両方の可能性がある。当面、両者のシナリオを決定付ける統計はなく、踊り場を脱したとの判断ができるには最低でも次回短観（7/1）、4-6月期GDP（1次QEは8月中旬、2次QEは9月上旬）を待たなくてはならない。

次回以降の決定会合では、数人の委員（福間、水野、須田委員など）からは、量的金融緩和の景気浮揚効果はあったのか、30-35兆円と大規模になった当座預金残高目標を維持することの副作用はないのか、などなど量的金融緩和政策を巡る根本的な議論が持ちかけられるだろう。

ただし議論はされても、5/20日で当座預金残高の引き上げからトーンダウンした経緯を踏まえれば、当面踊り場を脱したかどうかについて強気になれる材料はなく、委員の温度差はそれほど埋まりそうにない。次回会合（6/14-15）は賛成多数での現状維持が決定されるだろう。

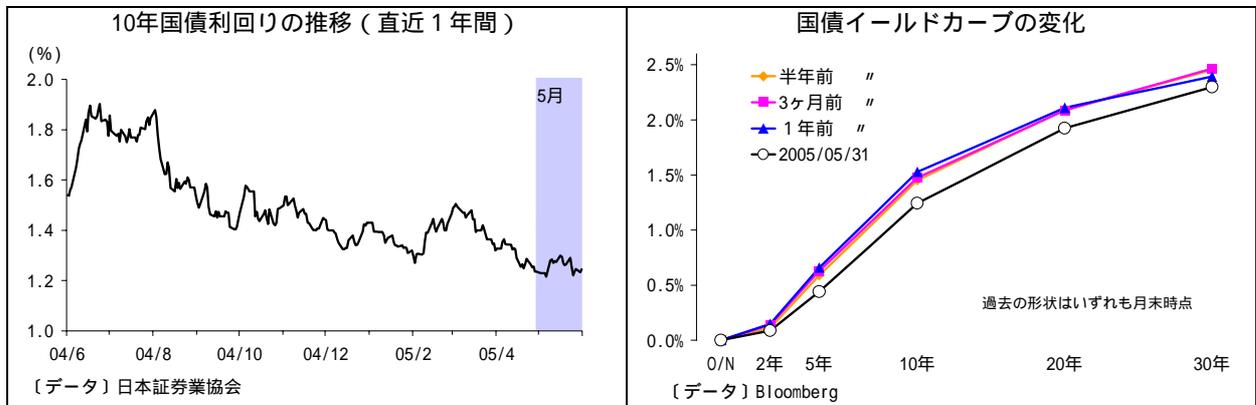
なお当研究所では、外需の鈍化などから日本景気は今後下振れし、緩やかながら後退に陥ると予想している。このため、次の回復局面まで当座預金の引き下げは封印されることになると見られる。

国内債市場の動き

GW明けの債券相場は、6日に米債相場がゼネラル・モーターズ（GM）やフォアードの投機的等級への格下げを受け急落した流れを引き継ぎ、売り優勢の展開で始まり10日には一時1.315%に上昇した。しかし1.3%での投資家の押し目買いは強く再び1.2%台に。17日に発表された1-3月期GDPが市場予想を大きく上回ったことから、再び1.3%越えるが、押し目買い需要は強く1.2%に戻される。注目された20日の決定会合は、当座預金残高の目標額の下限割れを容認する「なお書き」が付与されたものの、事前の予想どおりの内容だったこともあり、その後金利は低下し月末には1.2%前半から半ばでの推移となった。5月を通して見ると長期ゾーンが落ちイールドはフラット化した（図3）。

先行きの国内債市場は、国内景気の明確な方向感が見えにくい中、投資家の需要は強く債券市場の好環境は続く見込み。ただし、金利の水準自体が低いために、一段の低下となれば投資家からの売りが見込まれ金利低下余地も限定的。当面1～2カ月は1.1-1.4%のレンジを予想する。

図表3 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)

5月の円ドルレートは、月初こそ円高の展開となったが、その後はドル高が進む。

5月はじめは、一時中国人民元切り上げとの報道（後に否定される）や、GMとフォードの格下げからドル売りが加速し、5/6日に104円台に。しかしその後は、強めの4月の米雇用統計（5/6）米貿易統計で予想に反して赤字が縮小（5/11）、小売売上高（5/12）が予想を上回るなど、強めの発表統計が相次ぎドル高に。5/23日には108円台のドル高となり、その後も107円台後半での推移が続いた。

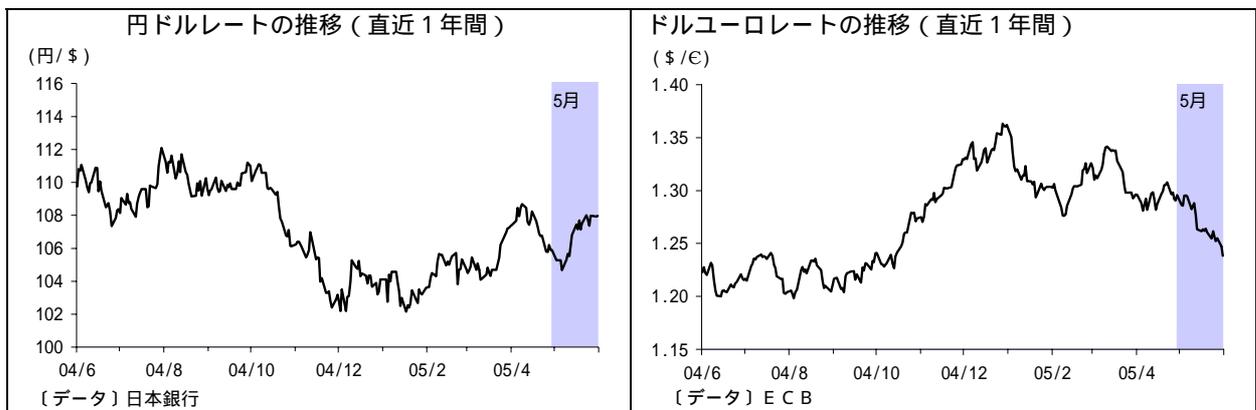
先行きは、人民元切り上げ観測が円高要因となるものの、日米の金利差・景況感格差はドルをサポートしよう。さらに投資家・個人マネーの外貨建て資産への資金シフトなどもあり、しばらくはドル堅調地合が続く見込み。ただし、ドルを巡る構造問題は潜在的なドル売り・円買い材料として残存し、ドルの上値も限定的。年度後半にかけて米国経済が鈍化する中で円高傾向に転換すると予想する。

(ユーロドルレート)

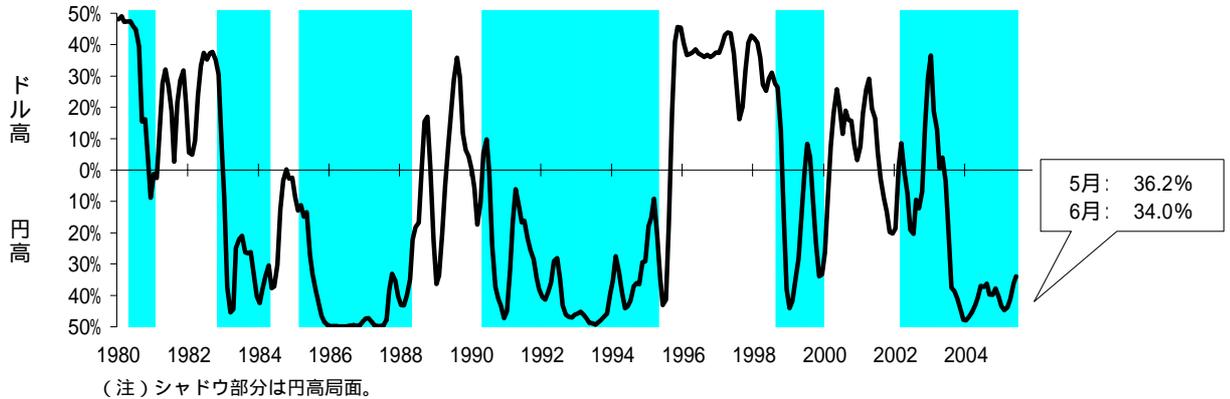
5月のユーロドルレートは、米欧の金利差逆転、低調なユーロ圏の経済と上記で示した堅調な景気指標が相次ぐ米国との好対照からドル高が進み、ドル高・ユーロ安が続く。月末の5/29日行われたEU憲法の批准を問うフランス国民投票で与党が大敗したことでユーロ安がさらに進み、31日の欧州外為市場では、ユーロが対ドルで7カ月ぶり安値(1ユーロ=1.23ドル台)をつけた(図4)

先行きについては、政治的な不透明感の中、軟調なユーロ圏景気から、当面ユーロの軟調展開が続く見込み。ただし年後半にユーロ圏景気が持ち直し傾向を強め、米欧金利差・景況感格差が一服する年末前後からはユーロのじり安が止まるとの展開を予想する。

図表4 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): 6月は 34.0%の円高サイン



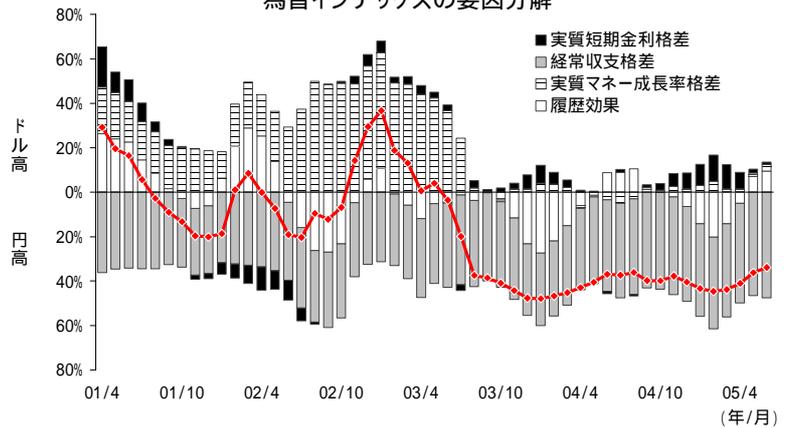
6月の為替インデックス(ドル円)は 34.0%となり、前月に比べれば僅かながら軽減したものの、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きドル高要因。但し、実質金利差が縮小した分、前月比ベースで0.5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1.0ポイントと大幅な円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：若干の円高要因。
- 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2.4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)

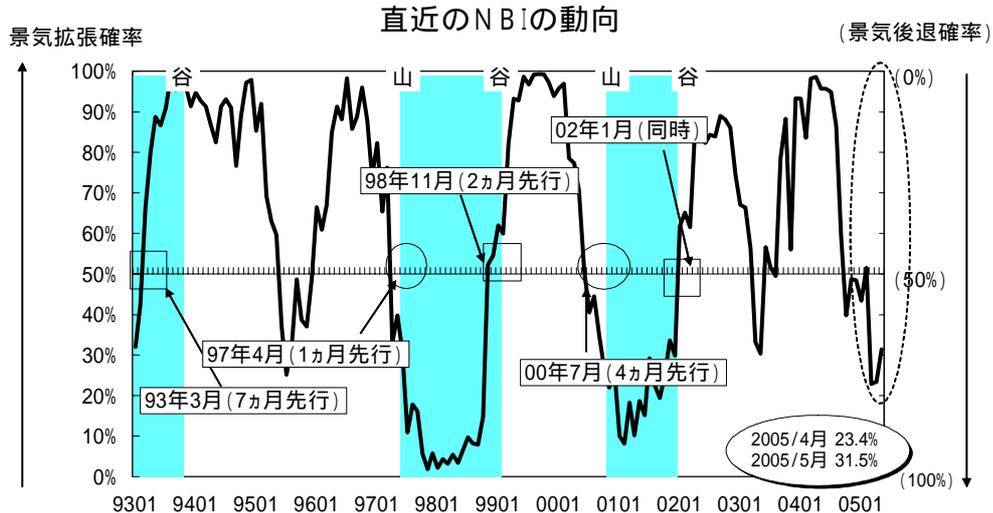
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.3%
2004年8月	-36.2%
2004年9月	-39.7%
2004年10月	-39.9%
2004年11月	-37.7%
2004年12月	-40.5%
2005年1月	-43.4%
2005年2月	-44.7%
2005年3月	-43.8%
2005年4月	-41.1%
2005年5月	-36.2%
2005年6月	-34.0%

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) ~ 4月 : 23.4%、5月 (予測値) : 31.5%



(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。
2005年4月までは実績値に基づく計測、2005年5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	
04 / 5	95.7%	531,257	0.9%	-40.6%
04 / 6	95.7%	532,825	0.3%	-37.0%
04 / 7	94.9%	534,598	0.3%	-37.3%
04 / 8	86.5%	530,879	0.7%	-36.2%
04 / 9	59.6%	532,267	0.3%	-39.7%
04 / 10	39.8%	528,996	0.6%	-39.9%
04 / 11	48.7%	533,155	0.8%	-37.7%
04 / 12	48.4%	534,141	0.2%	-40.5%
05 / 1	43.4%	540,013	1.1%	-43.4%
05 / 2	51.5%	535,985	0.7%	-44.7%
05 / 3	22.8%	541,144	1.0%	-43.8%
05 / 4	23.4%	543,289	0.4%	-41.1%
05 / 4 (予測値)	31.5%			-36.2%
05 / 5				-34.0%

(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」、
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。

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)