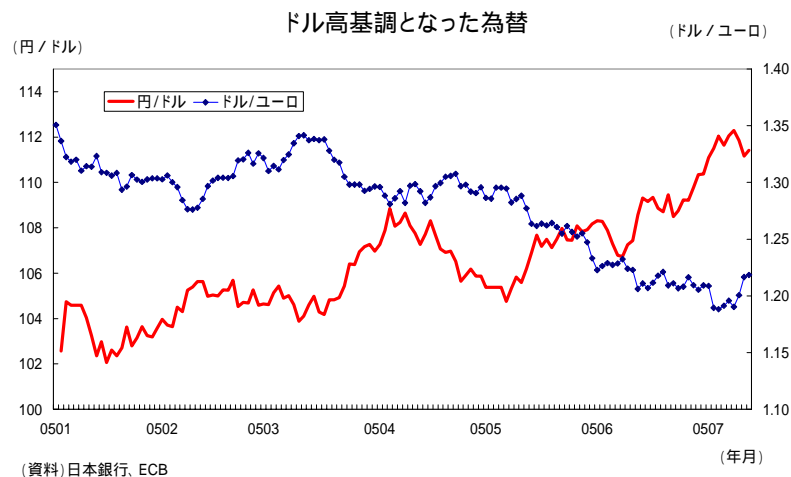


Weekly エコノミスト・レター

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. 7月12-13日、決定会合が開催され、事前の予想通り目標当座預金残高は30-35兆円程度に賛成多数で据え置かれた。月報では足もと判断を4カ月ぶりに上方修正し、四半期に一回見直しが行われる経済・物価情勢の展望(展望レポート)中間評価では、足もとまでの景気について「輸出が中国向けを中心にやや下振れている一方、国内民間需要がやや上振れており、全体としては、4月の展望レポートで示した『経済・物価情勢の見通し』に概ね沿って推移しているとの判断を示した。
2. 日銀は踊り場脱却に自信を深めており、秋口に向けコア消費者物価指数がプラスとなった時点で、技術論からコミットメント達成による当座預金残高引き下げ議論に向かうことができるとの認識が強まったようだ。
3. 先行きの国内債市場は、日銀が景気回復に前向きな姿勢を示し始めていることから政策への思惑が働き、金利が強含む局面が多くなるだろう。ただし、投資家の需要は強く債券市場の好環境は続く見込みであり、大幅な金利上昇も限定的。
4. 先行きのドル円レートは、米国利上げの継続による日米金利差拡大、日本の貿易黒字縮小などから、秋口までドルのジリ高の展開を予想する。また米雇用創出法による減税措置もマネーフロー面から今暫くドルサポートとなる。ユーロドルについては、政治的な不透明感、テロなどによる不確実性の高まりの中、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気、雇用創出法による米への資金還流から、ユーロの軟調展開が続く見込み。



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：景気認識を前進、秋口に本格的な当座預金残高引き下げ議論開始

7月12-13日、決定会合が開催され、事前の予想通り、目標当座預金残高は30-35兆円程度に賛成多数で据え置かれた（福間、水野両委員と思われる2名は当座預金残高の引き下げを提案）。

同日発表された金融経済月報では、足もとの景気について「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、回復を続けている」として、前月の「基調としては」という表現を削除して判断を4カ月ぶりに上方修正した。

また四半期に一回見直しが行われる経済・物価情勢の展望（展望レポート）中間評価では、足もとまでの景気について「輸出が中国向けを中心にやや下振れている一方、国内民間需要がやや上振れており、全体としては、4月の展望レポートで示した『経済・物価情勢の見通し』に概ね沿って推移している」とした。

今回の決定会合、月報、展望レポート中間評価は事前予想通りの内容でサプライズはなかった。ただ、決定会合後の記者会見で総裁が若干踏み込んだ発言を行っており、今度の政策運営を予想する上で重要と思われる。

発言内容でポイントは2つ。1つは「踊り場脱却」の実現性に自信を強めている点、もう1つは技術的要因による当座預金残高引き下げの可能性の否定だ。

景気認識の前進

福井総裁は、会合後の記者会見で、足もとの景気について「踊り場からの明確に脱したとは言いきれないが、脱却しつつある」と景気認識を前進させている。確かに今回の月報でも足もとの景況感について若干上方修正を行っているが、「踊り場」について上記のように自信を強めていることが伺える。

展望レポートの中間評価でも触れられているように、外需は想定よりも下振れているものの、内需では設備、消費が上振れている。高水準の企業収益を背景に、企業の景況感は改善し設備も増加を続けている。家計部門でも消費が堅調だ。今まで景気回復が本格化しない問題として、家計部門への染み出しが弱い、つまり所得が増加しないとの見方が強かったが、失業率の改善、有効求人倍率の増加が続く中、4月の所定内給与は実に4年5カ月ぶりに増加に転じている。夏のボーナスについても企業業績に連動し増加する見込みで、雇用・所得に波及してきたことは見て取れる。

所得が増え始めていることが、内需主導の景気回復のシナリオに福井総裁が自信を示している背景にはあるだろう。

技術的要因による当座預金残高の引き下げの否定

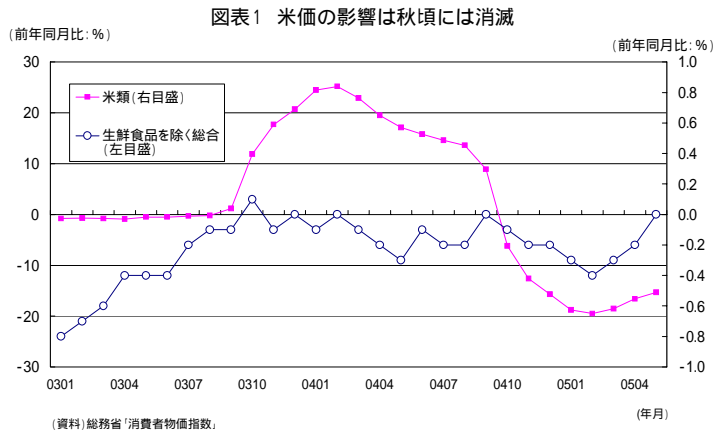
もう一つは当座預金残高の引き下げについてである。記者会見で総裁は、「目標額を積極的に切り込むことは3条件を満たしたと判断されるまではしない」、「なお書き修正」を行ったことで「流動性需要の大きな波には対応し得るようになってきている」と述べている。

今月は下旬に、国債の発行などで大量の資金不足が予想される。当座預金残高を30-35兆円に維持するには7兆円以上の資金供給が必要との観測がでているが、足もと金融機関の応札意欲の低下が著しい。6月2,3日のような当座預金残高の下限30兆円割れが起こる可能性は高いが、総裁の発言は、それだけの理由では当座預金残高の引き下げは行わないことを示している。この発言自体は総裁が最近述べている内容と類似しているが、景気認識を前進させたこととあわせて今回このような発言を行ったことを考え合わせれば、筆者は、技術的な要因による引き下げという議論に決着を付けなくとも、秋口には本格的な量的金融緩和解除に向けた議論が開始できるとの見込みが立ったと日銀が判断したと考える。

現在の3条件は、(条件1)直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できること、(条件2)政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していること、(条件3)総合判断、となっている。

踊り場脱却で長期的な回復経路とのシナリオであれば、条件2,3はクリアーだ。また条件1についても、5月の消費者物価が前年同月比0.2%の上昇となり、金融政策で注目される生鮮食品を除く総合(コア消費者物価指数)も、前月の前年比0.2%のマイナスから下落幅が縮小し0.0%の横這いとなった。米価が消費者物価を押し下げる効果が10月頃にはほぼ解消されることもあり、コア消費者物価指数が前年比プラスとなる可能性も高まっている(図表1)。

安定的にゼロというのりしろがどの程度必要なのかという難題は残るにせよ、いずれ3条件が満たされた段階で当座預金残高の引き下げを議論できるという認識が強まったことは確かであろう。つまり逆に言えば、コア消費者物価指数がプラスになるまで、現状維持の政策が続くことになるだろう。



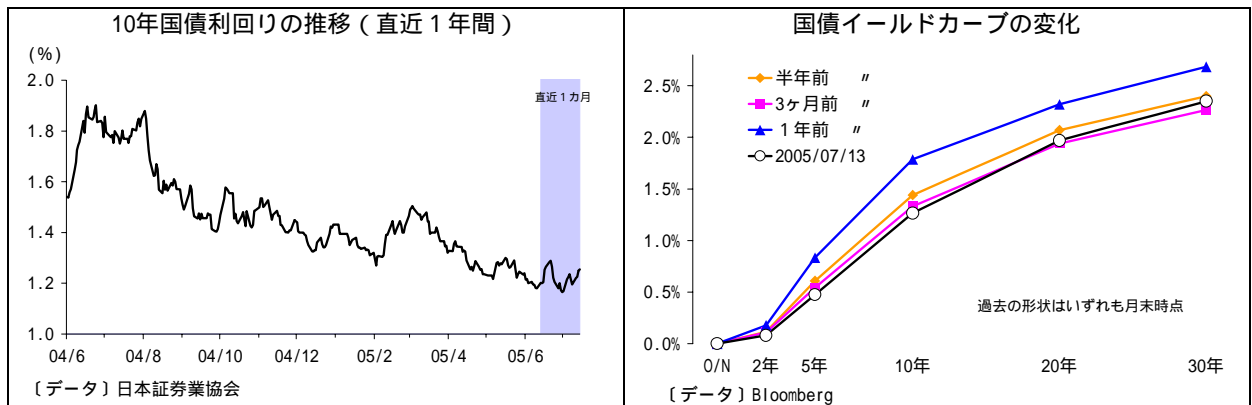
国内債市場の動き

6月以降の債券相場は、6月初めに欧米長期金利の低下を受け1.18%台に低下した。9日にはグリーンズパン議長が議会証言で当面の利上げを示唆すると、米長期金利は4%台に反発し、それに引きずられる形で日本の長期金利も6/13日には1.2%台に上昇し、その後も強含みの展開に。

しかし、6/21にスウェーデン中銀が予想を上回る利下げを実施し欧米長期金利が急低下したこと、武藤副総裁の当座預金残高引き下げに慎重な発言（6/23）も債券相場のサポート材料となり、6/30日には1.16%台に低下した。7月に入り短観などで景況感の改善が示されると、再び金利水準は1.2%台にシフトしている（図表2）。

先行きの国内債市場は、日銀が景気回復に前向きな姿勢を示し始めていることから政策への思惑が働き、金利が強含む局面が多くなるだろう。ただし、投資家の需要は強く債券市場の好環境は続く見込みであり、大幅な金利上昇も限定的と思われる。当面1～2カ月は1.1-1.4%のレンジを予想する。

図表2 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）

直近1カ月の円ドルレートは、日米の金利・景況感格差を背景にドル高が進行、6月末には110円をつけ、7/5日東京では、一時112.13円と昨年7月下旬以来のドル高/円安水準をつけた。その後も110-112円での推移となっている（図表3）。

先行きについては、米国利上げの継続による日米金利差拡大、日本の中国を中心としたアジア向け輸出の低迷、原油高による輸入増で貿易黒字が縮小、インフレ懸念から米国為替政策がドル安定を望むとの市場の思惑などから、秋口までドルのジリ高の展開を予想する。また米雇用創出法による減税措置もマネーフロー面から今暫くドルサポート材料となろう。

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、人民元の切り

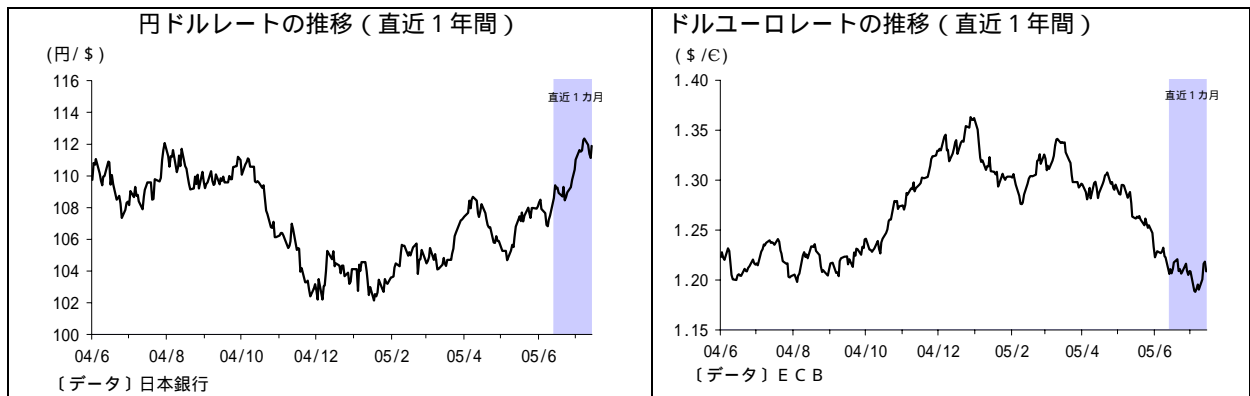
上げ観測がくすぶり続けることも市場は常に円高を意識するため、ドルの上値も限定的。年度後半以降は、米国の連続的な利上げがストップし日米金利差からドルが買われる展開に変化が見られると予想。米国経済は来年も3%前半程度と横ばいの成長が続く中、日本は緩やかながら景気が上向くこともあり円高が進むと予想している。当面1～2カ月の予想レンジは108-115円。

(ユーロドルレート)

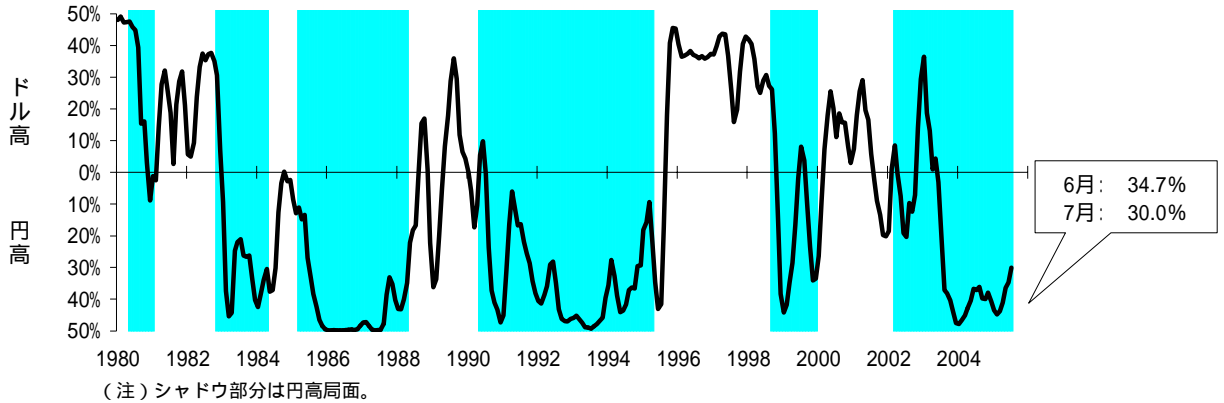
直近1カ月のユーロドルレートは、EUの政治的な不透明感が強まる中、ユーロ圏内の景気の足取りが重いことなど受け、ユーロ安・ドル高が進行。7/5日の東京では、一時1.18ドル台をつけ、昨年5月中旬以来のユーロ安水準を更新した。その後7/6,7とECB、英イングランド銀行とも政策金利の据え置きが発表されると、ユーロ安の動きは収まった。7/7日にロンドン同時爆破テロが起こると英ポンドとドルが売られ、ユーロはドルに対して若干戻る展開となった(図表3)。

先行きについては、政治的な不透明感、テロなどによる不確実性の高まりの中、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気、雇用創出法による米への資金還流から、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テンポは緩やかながら持ち直し傾向を強め、米欧金利差・景況感格差が一服しユーロのじり安が止まるとの展開を予想する。当面1～2カ月の予想レンジは1.19-1.24。

図表3 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): 7月は 30.0%の円高サイン



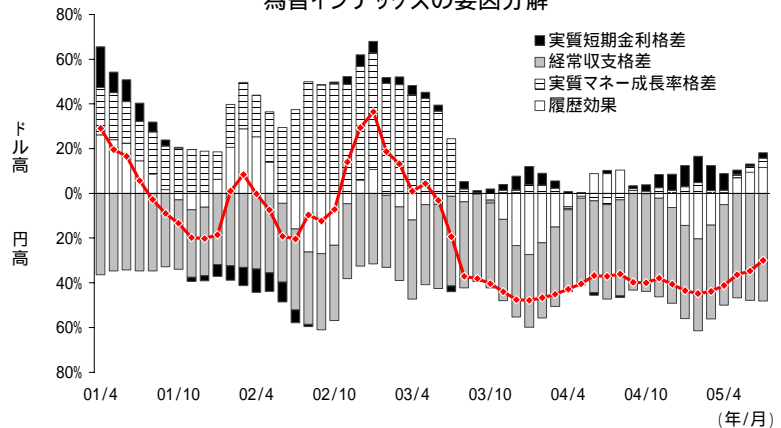
7月の為替インデックス(ドル円)は 30.0%となり、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: 引き続きドル高要因。但し、実質金利差が拡大した分、前月比ベースで1.3ポイントと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。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0.2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2.1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7月	-37.1%
2004年8月	-36.1%
2004年9月	-39.8%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-37.9%
2004年12月	-40.6%
2005年1月	-43.5%
2005年2月	-44.8%
2005年3月	-43.9%
2005年4月	-41.1%
2005年5月	-36.4%
2005年6月	-34.7%
2005年7月	-30.0%

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)