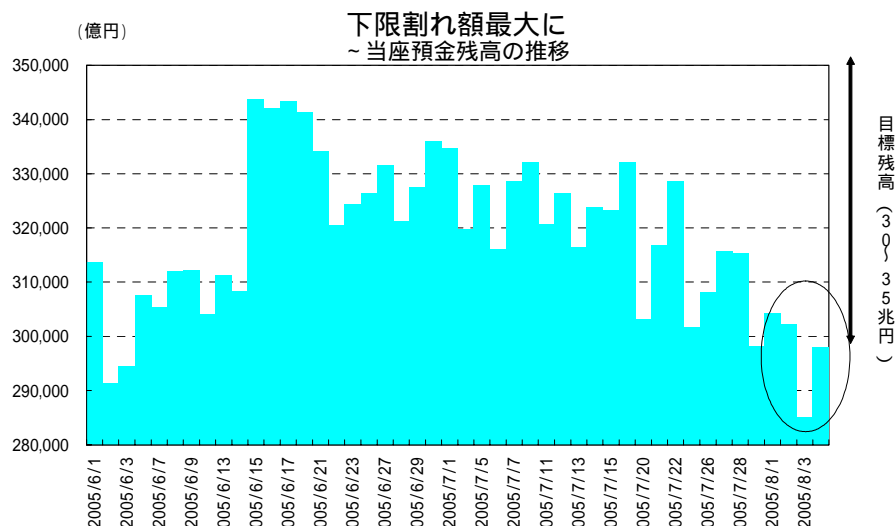


# Weekly エコノミスト・レター

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 ~ 下限割れ額最大も当面は現状維持

1. 日本銀行が量的緩和政策の誘導目標としている当座預金残高(30~35兆円程度)が8/3日、再び目標下限の30兆円を割り込んだ。下限を下回った額は過去最大となった。8月決定会合が、8,9日に開催される。5月の「なおがき」対応で下限割れ問題には決着がついているとの見方が大勢。賛成多数で現状維持となると筆者は予想する。
2. 量的金融緩和のターゲットとなっている消費者物価指数は、10月からの電気・ガス料金の値上げや昨年来の米価上昇の特殊要因が剥落すること等により、秋口以降プラスで推移する可能性が高まっている。日銀は踊り場脱却にも自信を高めており、コア消費者物価指数がプラスとなった後、3条件達成による当座預金残高引き下げ議論を本格化させるものと見られる。
3. 先行きの国内債市場は、投資家の国債需要は底堅く存在するものの、景況感の改善は続き、金利が強含む展開を予想する。
4. 先行きの円ドルレートは、米国利上げの継続による日米金利差拡大、日本の原油高による輸入増で貿易黒字が縮小、日本の政局混迷等から、秋口までドルのジリ高の展開を予想する。ユーロドルについては、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気などから当面ユーロの弱含む推移となる見込み。ただし円ドル、ユーロドルともに秋口以降から、金利差・景況感格差の縮小を背景にドルジリ安に相場が転換すると見込む。



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：CPIが水面上に出るまで動きなし

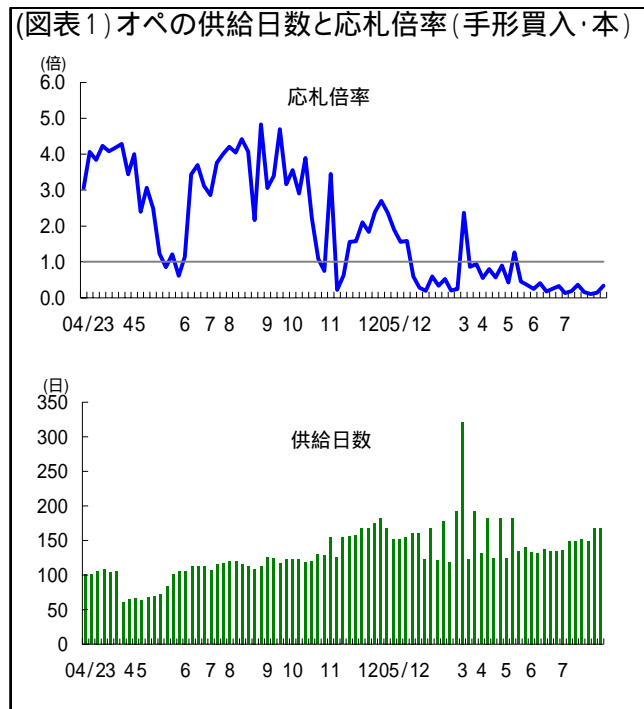
#### (8月会合は変更なし)

日本銀行が量的緩和政策の誘導目標としている当座預金残高(30~35兆円程度)が3日、再び目標下限の30兆円を割り込んだ。下限を下回った額は過去最大となった。(表紙図表)

下限割れは6月の2回、7月29日とで4回目となる。8月前半まで下限割れが続く可能性があるが、その後は大幅な資金不足は予定されていない、また極端な札割れも起きてはならず(図表1) 目標当座預金残高の下限30兆円を上回る見込み。

8月決定会合が、8,9日に開催される。過去の当座預金残高割れよりも金額が大きいために、当座預金残高を引き下げべきとの主張が強まる可能性はあるが、5月の「なおがき」対応でこの問題には決着がついているとの見方が大勢。賛成多数で現状維持となると筆者は予想する。

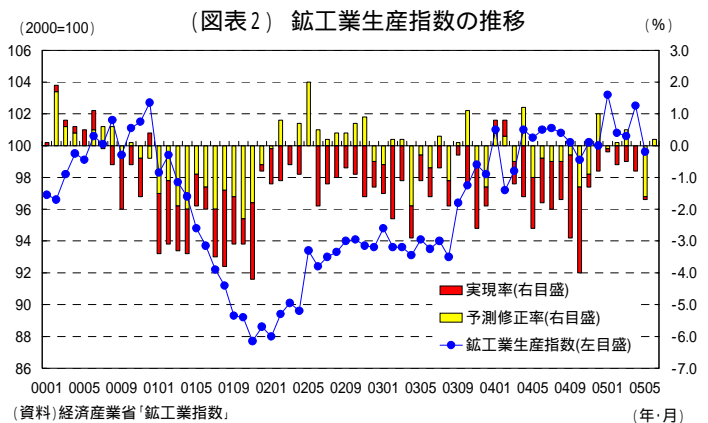
量的金融緩和のターゲットとなっている消費者物価指数は、10月からの電気・ガス料金の値上げや米価の特殊要因が剥落すること等により、秋口以降プラスで推移する可能性が高まっている。日銀は踊り場脱却にも自信を高めており、コア消費者物価指数がプラスとなった後、3条件達成による当座預金残高引き下げ議論を本格化させるものと見られる。



#### (12日のGDP発表を受け、さらに景況感を強める可能性あり)

日銀の福井俊彦総裁は、2日午後の衆議院財務金融委員会で、「景気の踊り場脱却は比較的早く達成できるのではないか」との認識を示している。

踊り場を脱したかどうかは、ほぼ横ばいの動きが続いている生産統計(図表2)で事後的に判断することになるが、8/12



日発表の4-6月期GDP発表を受け、日銀の踊り場脱却への強気発言がさらに強まる可能性が高い。

現在の日銀の景気認識は、7月の展望レポートの中間評価のように、想定よりも外需は下振れているものの、内需では設備、消費が上振れているというものだ。内需については、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、消費については所定内給与、ボーナスが増加し消費増加が所得増加に裏づけられている格好になっており、日銀の想定以上に良好だ。景気が再び勢いづくには、足もと原油高というリスク要因もあるが、輸出が戻ってくるかということが鍵になっている（**図表3**）。

当研究所の予想では、2005年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比0.4%（前期比年率1.7%）と三四半期連続のプラス成長、昨年7-9月期以降、成長率の下押し要因となっていた外需が、4四半期ぶりに増加しそうである。

この外需の寄与がプラスになったことで輸出の大幅な減速リスクが低下、踊り場脱却の可能性の高まりとの判断がなされる可能性が高い。

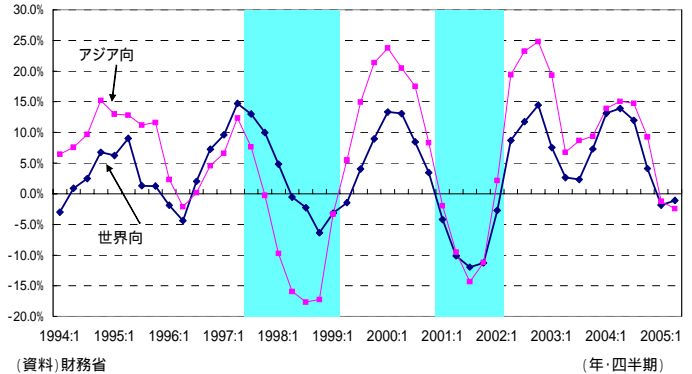
### （銀行機能の回復）

銀行の貸出動向に変化が出ている。

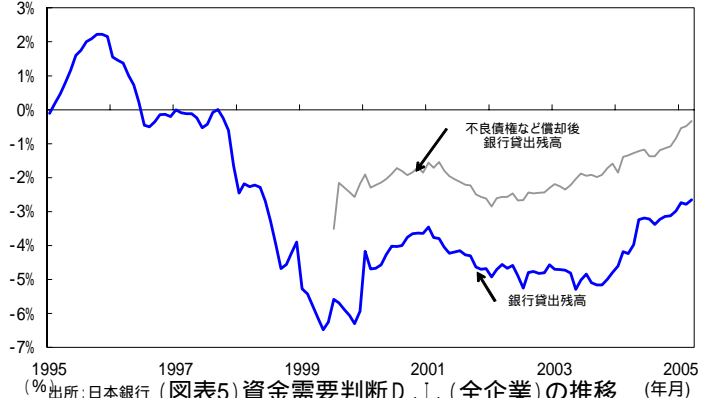
日銀の「貸出・資金吸収動向等」を見ると（**図表4**）銀行の貸出残高は98年頃から減少が続いているが、2004年以降は、減少のマイナス幅が確実に縮小している。都銀などは前年比5%程度のマイナスがまだ続いているが、すでに地銀は2004年10月に貸出残高が前年比プラスに転換している。

今後についても、高水準の企業収益を背景に設備投資はしばらく増加が予想され、企業の資金需要増は見込める。日銀が四半期に1回主要銀行を対象に行うアンケート調査によると、企業の資金需要は、2003年の初めから一時落ち込みはあったものの確実に回復し、足もとでは資金需要が若干ながら増加する見方となっている（**図表5**）。

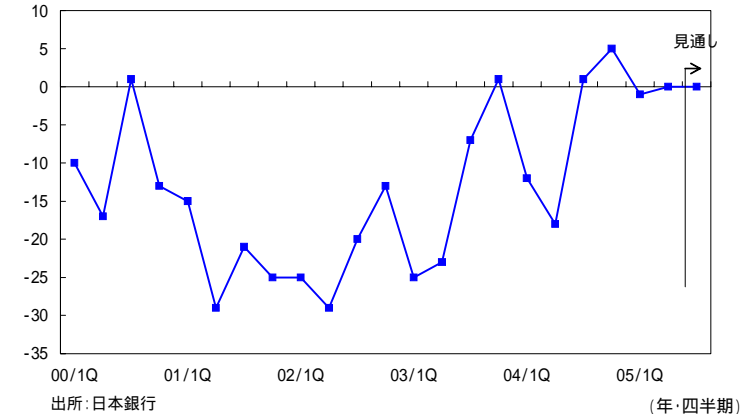
(前年同期比) (図表3) 輸出数量指数(前年比)の推移



(前年比) (図表4) 銀行貸出残高の推移



(%出所:日本銀行 (図表5) 資金需要判断D.I.(全企業)の推移



さらに貸出増にネックとなっていた地価にも変化が見られている。国税庁は相続税や贈与税の算定基準となる路線価（今年1月1日現在）を発表した。地方ではいまだ下落を続けているが、東京都がバブル崩壊後初めて、13年ぶりに前年比0.4%の上昇となっている。

こうした銀行機能が回復してきていることも日銀の強気の姿勢を後押ししていることは、間違いない。

**（今後「糊しろ」議論が本格化）**

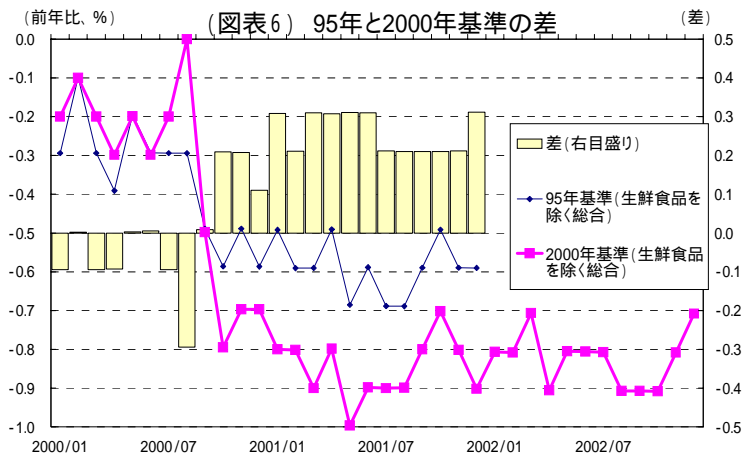
秋以降、消費者物価指数がプラスになってくると積極的な当座預金引き下げ議論が本格化する。ただし本格的な議論の中で、結局コミットメントの「安定的にゼロを上回る」とはどの程度なのかといった糊しろの議論に達することになるだろう。デフレ脱却に再び戻らないための糊しろはどの程度いるのかを決めるのに、以下のような論点が議論されることになるだろう。

消費者物価指数の上方バイアスも含めて安定的にゼロを上回るとするのか、もしそうだとすれば上方バイアスはどの程度なのか、

06年8月の基準年の改定（前回改定では最大で0.3%下落している）を折り込むのか、折り込まないで議論するのか

**（図表6）**

などである。今のところ日銀からは上記問題についての見解は示されていない。秋口にかけて、上記の論点に関する審議委員の発言が増えることになるだろう。



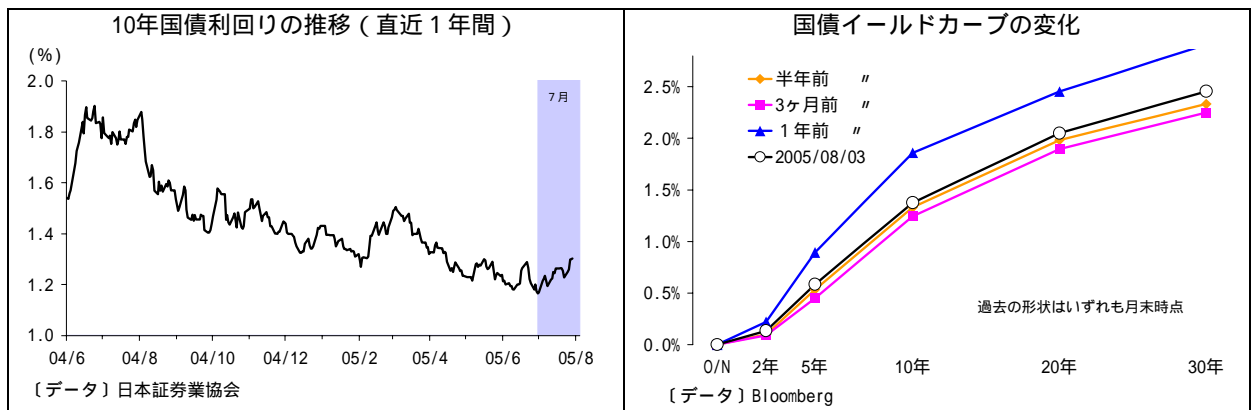
## 国内債市場の動き

7月の債券市場は、国内外の株高、海外金利高を受け金利は上昇した。7月1日米国で長期金利が4%台を回復すると、翌営業日には日本の10年金利は1.2%台となった。8日に発表された5月の機械受注が市場予想を下回ると1.205%まで低下したが、日経平均株価が11,800円台を回復し、また日銀の金融経済月報での景況感の上方修正、その後審議委員からの先行きの景気見通し、物価見通しについて強気のコメントが出され、月末には1.3%に上昇した(図表7)。

8月に入っても、日経平均が1万1900円台回復を回復するなど市場の景況感の改善が続き、長期金利はさらに上昇し1.3%台後半の動きとなっている。

日銀は踊り場脱却の実現性にかなり自信を深めている。市場でも12日に発表されるGDPで踊り場脱却との思惑が高まることが予想される。当面、投資家の国債需要は底堅く存在するものの、景況感の改善は続き、金利が強含む展開を予想する。当面1~2カ月は1.2-1.5%のレンジを予想する。

図表7 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)

7月の円ドルレートは、米で好調な景気指標が発表され、再び追加利上げ期待が膨らむ、米国の経常赤字が縮小、日本の政局混迷などから、ドルの堅調が続き20日には113円台をつけた(図表8)。

21日に人民元の切り上げが行われ、一時的に円ドルレートは110円割れの円高となったが、市場が沈静化するにつれ再びドル強含みの展開となり、月末には112円台に戻した。

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、日本の原油高による輸入増で貿易黒字が縮小、日本の政局混迷から、秋口までのドルのジリ高の展開を予想する。

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。秋口以降からは、米国の連続的な利上げがストップ、逆に日本は量的金融緩和解除への思惑が市場で高

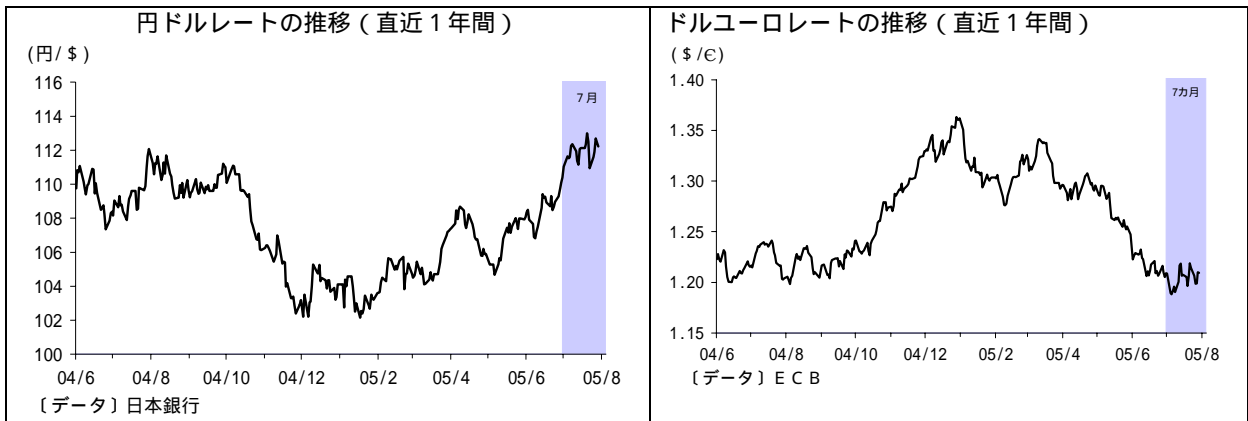
まることで日米金利差からドルが買われる展開に変化が見られると予想。米国経済は来年も3%前半程度と横ばいの成長が続く中、日本は緩やかながら景気が上向くこともあり円高が進むと予想している。当面1～2カ月の予想レンジは107-114円。

**(ユーロドルレート)**

7月のユーロドルレートは、米への利上げ期待が高まる一方で、ECBの利下げ観測が強まり、月初に一時1.18ドル台までユーロ安が進んだ。その後ユーロの景気指標に底堅いものが発表され、利下げ観測が後退する中で、若干ユーロが買われ1.20-1.23ドルでの動きが続いた(図表8)

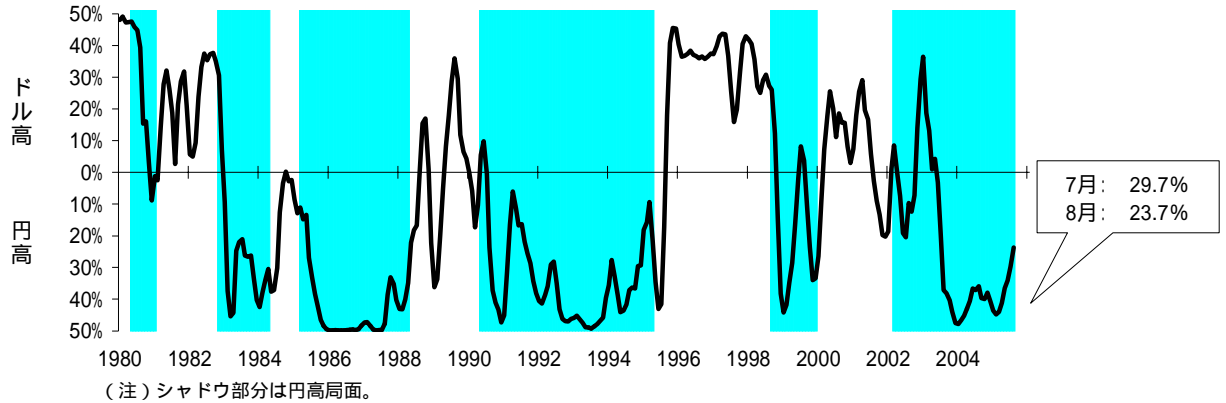
先行きについては、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気から、当面ユーロの軟調展開が続く見込み。ただし年後半にユーロ圏景気がテンポは緩やかながら持ち直し傾向を強め(当研究所見通しユーロ2005年実質GDP1.4%、2006年1.8%)、米欧金利差・景況感格差が一服しユーロのジリ安が止まるとの展開を予想する。当面1～2カ月の予想レンジは1.19-1.25。

図表8 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): 8月は 23.7%の円高サイン



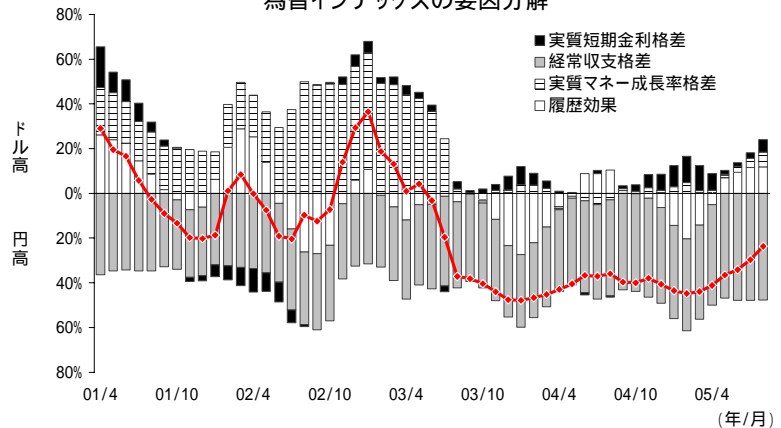
8月の為替インデックス(ドル円)は 23.7%となり、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り:

- 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3.1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)の縮小を背景に、前月比0.2ポイントと円安寄与となった。
- 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0.3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)

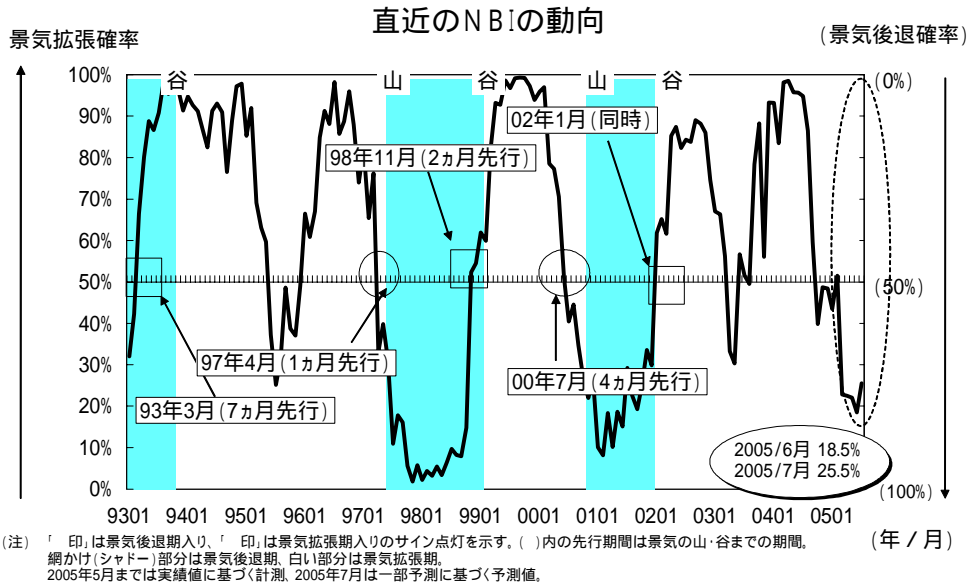
2004年8月	-36.0%
2004年9月	-39.7%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.6%
2005年1月	-43.5%
2005年2月	-44.8%
2005年3月	-43.9%
2005年4月	-41.2%
2005年5月	-36.5%
2005年6月	-34.1%
2005年7月	-29.7%
2005年8月	-23.7%

### 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 ) ~ 6月 : 18.5%、7月 ( 予測値 ) : 25.5%



	ニッセイ景気動向 判断指数 ( NBI )	月次 GDP		為替インデックス
		水準	水準(10億円)	前期比
04/7	94.9%	534,355	0.4%	-37.3%
04/8	86.5%	530,385	0.7%	-36.0%
04/9	59.6%	532,121	0.3%	-39.7%
04/10	39.8%	528,660	0.7%	-40.0%
04/11	48.7%	532,849	0.8%	-38.0%
04/12	48.4%	533,712	0.2%	-40.6%
05/1	43.4%	538,161	0.8%	-43.5%
05/2	51.5%	534,301	0.7%	-44.8%
05/3	22.8%	540,763	1.2%	-43.9%
05/4	22.5%	543,525	0.5%	-41.2%
05/5	22.1%	538,729	0.9%	-36.5%
05/6	18.5%	539,730	0.2%	-34.1%
05/7	(予測値) 25.5%			-29.7%
05/8				-23.7%

(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。直近の数値はweeklyエコノミストレーター2005年8月1日号を参照

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)