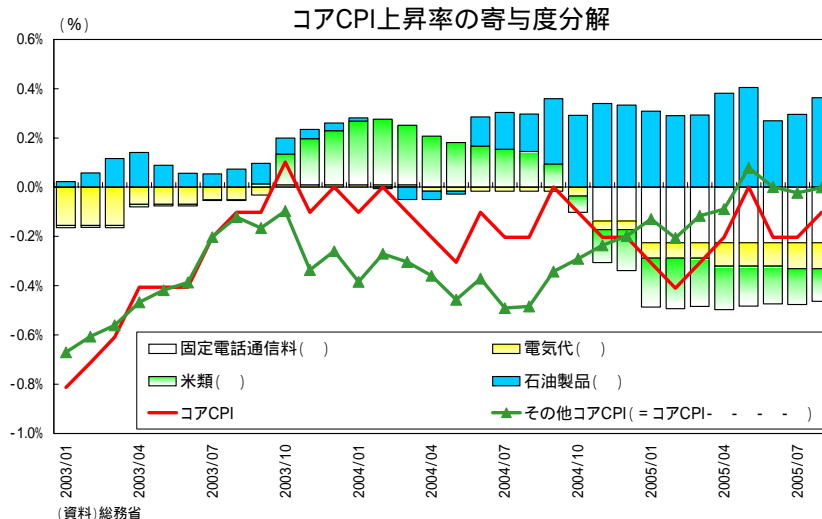


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～量的緩和解除を視野に入れた日銀

1. 日銀審議委員内では、来年春先から夏場にかけて量的金融緩和の解除が可能というのがコンセンサスとなっている模様。ただし、解除後の政策運営については意見が区々のようなのだ。
2. 10月31日には展望レポートが公表される。2005年度がゼロ程度、2006年度については、0.4%程度の数値が示されるだろう。量的金融緩和の3つの解除条件のうち2つ目は十分クリアされる水準が提示されそう。
3. 10年国債金利は、日本経済の先行きには原油高という懸念材料はあるものの、景気回復期待が強く金利上昇の圧力がかかりやすいことに加え、秋口以降コアCPIが前年比プラスに転じ始め早期量的金融緩和解除の思惑もいっそう高まることから、金利が徐々に強含む展開を予想する。
4. 円ドルレートは、日本の国内景気回復、早期量的金融緩和解除観測など円高材料があるものの、当面ドル高要因に反応する展開が続くだろう。ただし年末以降は、米国の連続的な利上げがストップし、逆に日本の量的金融緩和解除が注目され、日米金利差縮小から円が買われる展開になると予想。ユーロドルレートは、ユーロ圏での構造改革進展への不安が高まる中、米欧州の景況感・金利差が拡大するため、ユーロ安の展開が続くだろう。ただし年末以降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。



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：解除を視野に入れた日銀とけん制始める財務省・内閣府

(審議委員そろって解除に言及)

この1ヶ月の間でほぼすべての審議委員は講演を行い、全員が量的金融緩和解除を視野に入れた発言を行った。

現段階では、政府サイドは以下のように日銀に対してジャブ程度の軽いけん制を行っているに過ぎないが、コアCPIがプラスになり日銀が解除に向け本格的に動き出す姿勢を示せば、政府サイドからの圧力は一挙に増し、バトルの過程で少なからず解除時期への影響が生じることになるだろう。

9月27日：谷垣財務相

「日銀はデフレの脱却が確実になるまでは(量的金融緩和を)続けるという強い意思を示している。私は当然そういうことだろうと思っている。いつ出るかというのは、いろいろ予測はあるだろうが、こういうことはあまり先走って予測するものではない」

9月30日：竹中経済財政政策・郵政民営化担当相

「解除の時期、政策の具体的手段を決めるのは日銀だから、政府が何らかの介入をするつもりは毛頭ない」「デフレ克服に向けて政府・日銀一体でやっていく。マネーサプライが増えない状況では、デフレは克服できないので、どうやってマネーサプライを増やすか政府・日銀で考えなければならない」

10月3日：細田博之官房長官

日銀の量的金融緩和の解除を巡る議論が浮上してきたことについて「量的緩和は続けていく。現時点で変更する理由は見いだせない」

今回の一連の講演を通じて、(バトル前の)現在、日銀審議委員が出口戦略に対して、どういう点がコンセンサスになっていて、逆にどういう点がコンセンサスを作れていないのかが明らかになっている。

ほぼコンセンサスが取れているコアCPIのプラス時期と量的金融緩和の解除時期

ほぼ全員の審議委員の意見が一致しているのが、コアCPIがプラスに転じる時期の見込みだろう。早ければ今年の10月分(11月末発表分)、遅くとも11月分(12月末発表分)からプラスに転じるとの見方である。この点は統計からも裏づけられており市場予想との差もない。

9月30日に発表された8月の全国コアCPIは、前年比 0.1%と7月からマイナス幅を0.1ポイント縮めた。特殊要因(固定通信料金、電気代の値下げ、米価、原油高による石油製品高)を除いて見ると、前年比ゼロ近辺の動きとなっており、需給ギャップ縮小を受ける形で確実にデフレ圧力は軽減されている(表紙図表参照)。

今後、10-12月期に電気代・固定電話料金の特殊要因が一巡、10月以降、米価の特殊要因が剥落、逆に、物価を押し上げている原油高の影響が今後大きくなる見込みで、10-12月期にはコ

アCPIがプラスに転じるのは間違いない状況にある。単月で見た場合、早ければ米価の影響がなくなる10月分（11月28日公表）にもプラスとなるというのが市場予想の平均となっており、日銀の見方との間に大きなギャップもない。

解除時期については、中原委員が来年8月前の解除に慎重な発言を行っているが、その他の委員は早ければ今年度中、普通に言って来年の夏くらいまでと考えているようである。

福井総裁は9月29日に、解除時期について「2006年度にかけてその可能性が次第に高まっていく」「2006年度に入る前か、あるいは入って数ヶ月かというふうに普通は読めると思う」と発言しており、春先から夏くらいまでがほぼ審議委員全体の解除時期のターゲットになっているようだ。

この点、来年夏のCPIの基準改定の影響についてもさほどないというのが審議委員の中の見方（中原委員を除き）であるようで、基準改定の影響のために解除時期が遅れるといった見方を否定していることも解除時期が夏までということをサポートしているようだ。

まったくコンセンサスがない量的金融緩和解除の具体的手法のイメージ

3条件達成前の当座預金残高引き下げについては、4月以降の決定会合で福間、水野両審議委員が主張しているが、他の7名については消極的・否定的な見解である。すなわち、3条件達成まで現状の30-35兆円の当座預金残高維持となる可能性が高いようだ。

またもうひとつはっきりしてきたことは、新たな時間軸の必要性について、岩田副総裁（インフレターゲット導入が持論）と中原委員（インフレ参照値導入を主張）の2名以外の審議委員については新たな時間軸に対しては消極的・否定的と推測でき、導入されることはなさそうだということである。

ただし、どのようにして量的金融緩和から金利政策に移行するのかについては、ゼロ金利を経て無担保コールレートの引き上げに移行していくというのは共通認識のようだが、審議委員の意見はまだイメージの段階であり、審議委員の中でコンセンサスが出来上がりつつあるという状況ではないようだ。

実際の解除、解除後の政策運営では、以下のようなことが論点となる。

3条件達成の目処：

・コアCPIが前年比でどのような水準になってくれば、量的金融緩和の解除条件1を満たす「安定的」であるとの判断になるのか

ゼロ金利への移行、超過準備の吸収速度

・3条件達成の時点で、金融政策の目標を量から金利に移行して、当座預金の残高を減額するのか？または、当座預金残高の減額をしていき、所要準備に近づいた段階で金利政策への移行を行うのか？

- ・ 超過準備（現在の当座預金残高（30-35兆円）と所要準備（6兆円程度）の差）をどのようなペース（3カ月程度で技術的には可能だろう）で吸収するのか、またどのようなオペで吸収を行うのか、国債買切りオペ（現在月1.2兆円実施）をどうするのか（長期金利の上昇にけん制を示していることから、国債の買切りオペ減額は当初は行わないと思われるが）？

ゼロ金利の期間

- ・ 量的金融緩和政策から金利政策への移行過程でゼロ金利政策を通過するとしても、ある程度の期間をもって（または極めて短期間で）無担保コールレートの引き上げが実施される。このゼロ金利政策がどのくらい継続するのか。

市場では審議委員の発言を受けて、来年春先の解除、その後のゼロ金利政策を織り込みに入っている。市場が将来の金利上昇を織り込み、金利が上昇する圧力を抑えられなくなる懸念が出始めており、日銀がそろそろ解除後のイメージ、特にゼロ金利政策への具体的な移行イメージやゼロ金利政策の長さ、利上げの時期などを市場に発信しなければならなくなっている。早ければコアCPIがプラスに出てくる11月末以降、解除を完全に視野に入れた議論が急ピッチで展開され、市場への情報発信も急ピッチで行われてくると思われる。

（10月会合は変更なし）

10月の決定会合は、11、12日に行われる。今回も4月会合以降続いているように福間・水野両審議委員から、当座預金残高引き下げの提案がなされると予想するが、これは否決され、賛成多数（7対2）で当座預金残高の据え置き（30-35兆円）という現状維持方針が決定されると見込む。

金融経済月報では今回の短観の内容が多少反映される可能性があるだろう。日銀の「緩やかな景気回復」が持続するとのシナリオを踏みながらも、リスク要因として原油価格の高騰が、企業の景況感や収益の悪化要因として少し影響が出始めたとの懸念が示されるが、その一方で、景気回復の持続に対してプラスの要因も併記される可能性が高い。今回の短観が示すように、景気のけん引力が、今までの外需関連から、内需関連にシフトしているとの判断から、景気回復のメカニズムとしてより望ましい方向に進んでいるとのニュアンスが盛り込まれる可能性が高い。

（展望レポート：）

10月31日には半期に一回の展望レポートが公表される。

前回4月に示された展望レポートでは、コアCPIに対する政策委員の大勢見通しの中央値が2005年度-0.1%、2006年度が0.3%のプラスが予想されていた（**図表1**）。

今回の10月の展望レポートでは、実質GDPは2005年度2%程度、2006年度は2%を若干下回る予測に、またコアCPIについては、2005年度がゼロ程度、2006年度については、0.4%程度の数値が示されるだろう。量的金融緩和の3つの解除条件のうち2つ目（政策委員の多くが、消費者物価指数の前年比上年率がゼロ%を超える見通しを有していること）は十分クリアされる水準が提示されそうだ。

(図表1) 展望レポート(4月分)

対前年比、%、< >内は政策委員大勢見通しの中央値

	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>

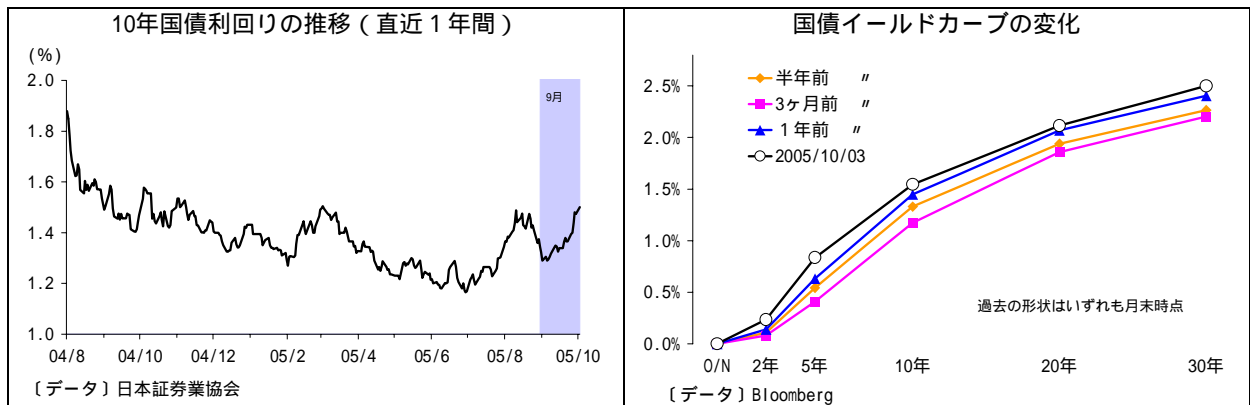
市場はすでに量的金融緩和の解除を織り込みにおいており、今回の展望レポートでは上記の実質GDPやCPIの予測数値への注目度は低い。解除後のイメージをどう日銀が発信してくるかに焦点が当てられており、前回4月の展望レポートで使われた今後の金融政策運営についての、「枠組みの変更やその後の金融政策運営については、経済がバランスのとれた持続的な成長過程を辿る中であって、物価が反応しにくい状況が続いていくのであれば、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えられる」という表現がどこまで、より踏み込んだものになるのかが注目される。

金融市場：国内景気回復期待を背景に株高、金利上昇に (10年国債金利)

9月の10年国債金利は、月初米金利が低水準であったことや衆院選を前に様子見の展開から1.3%前半の推移となった。景気回復期待が強まる中で、11日選挙で自民党が圧勝すると株高が急ピッチで進み、月半ば以降は金利が強含む展開に。さらに早期量的金融緩和観測も急激に高まり、月末には1.4%後半まで上昇した(図表2)。

10月以降の10年国債金利は、日本経済の先行きには原油高という懸念材料はあるものの、景気回復期待が強く金利上昇の圧力がかかりやすい。また秋口以降コアCPIが前年比プラスに転じ始め早期量的金融緩和解除の思惑もいっそう高まることから、金利が徐々に強含む展開を予想する。当面1~2カ月は1.4-1.7%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



(為替相場)

(円ドルレート)

9月の円ドルレートは月初、日米双方の材料で円高が進行し、一時6月以来の109円割れとなった。米国サイドの要因としては、ハリケーンの直撃を受けた米経済の減速不安、それに伴い利上げが一時的にストップするとの観測がドル安サポートに、日本サイドの要因としては、景気回復期待が強まる中で、衆院選挙で自民党が圧勝するとの観測が高まったことである。月半ば以降は、日本株が大幅上昇するなどの円高要因には反応せず、ドル高要因のみに反応し続けドルのじり高が続いた。すなわちハリケーンの被害の全貌がわかり始めると先行き景気への過度の悲観論が消え、再び利上げ継続観測が高まった。これによりドル円レートは月末には113円台半ばまでドル安が進んだ(図表3)

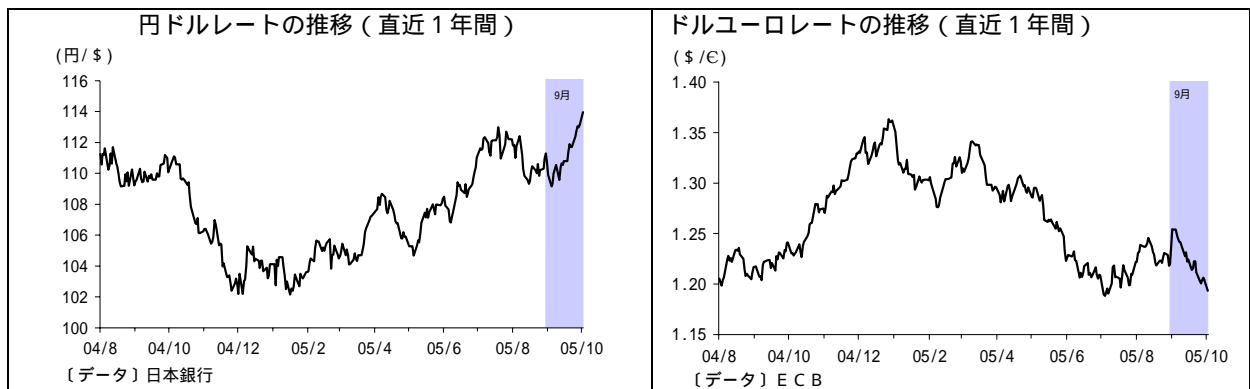
10月以降の円ドルレートは、日本の国内景気回復、早期量的金融緩和解除観測など円高材料があるものの、当面ドル高要因に反応する展開が続くだろう。ただし年末以降は、米国の連続的な利上げがストップし、逆に日本の量的金融緩和解除が注目され、日米金利差縮小から円が買われる展開になると予想。当面1~2カ月の予想レンジは109-115円。

(ユーロドルレート)

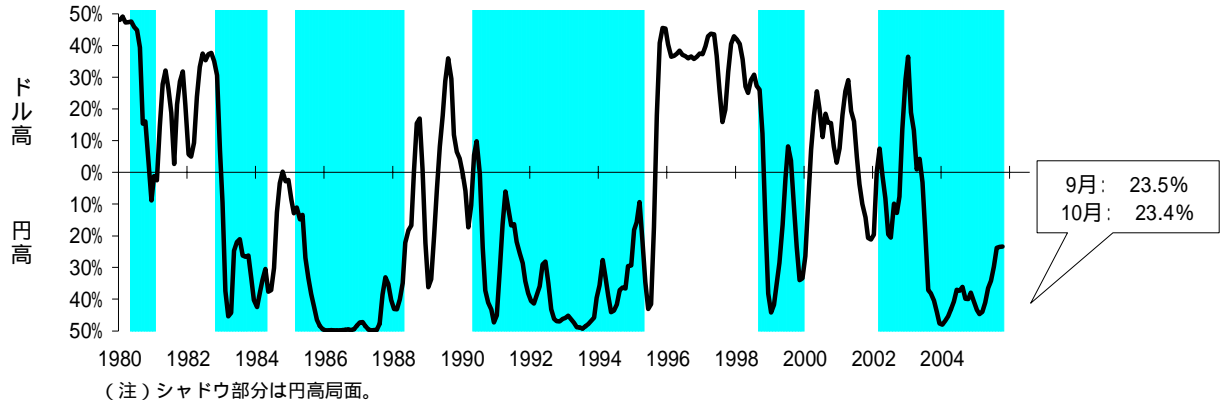
9月のユーロドルレートは、ハリケーンの直撃を受けた米経済の減速不安、それに伴い利上げが一時的にストップするとの観測からユーロ高が1.25ドル台後半まで進んだ。中旬以降ハリケーンの被害の全貌が判明し始めると先行き景気への過度の悲観論が消え、再び利上げ継続観測が高まってドル安材料が消えると、軟調なユーロ圏景気というユーロ安要因に市場の目移り、さらにドイツ総選挙で、与野党ともに過半数割れという結果に先行きの構造改革が遅れるとの不安が高まり、月末にかけては一時1.20割れになるなどユーロ安が進んだ(図表3)

10月以降のユーロドルレートは、ユーロ圏での構造改革進展への不安が高まる中、米欧州の景況感・金利差が拡大するため、ユーロ安の展開が続くだろう。ただし年末以降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GDP1.3%、2006年1.8%)、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1.18-1.24。

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）：10月は 23.4%の円高サイン



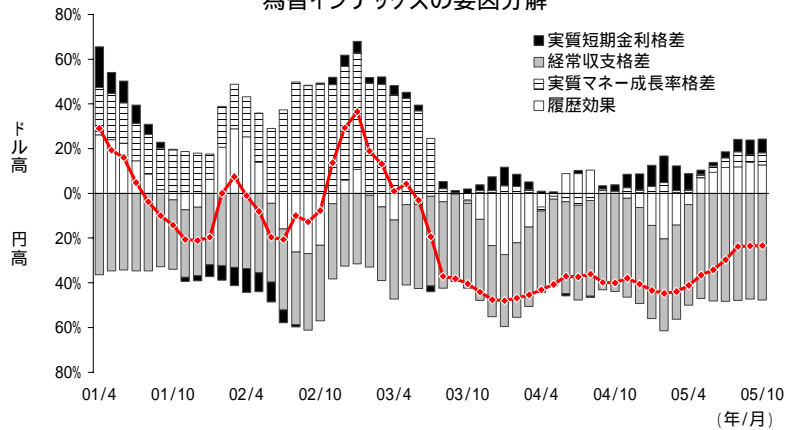
10月の為替インデックス（ドル円）は 23.4%となり、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きドル高要因。但し、単月ベースで見れば、前月比0.4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、前月比0.4ポイントと円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：引き続きドル高要因。
- 4) 履歴効果：引き続きドル高要因。但し、単月ベースで見れば、前月比1.1ポイントと円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

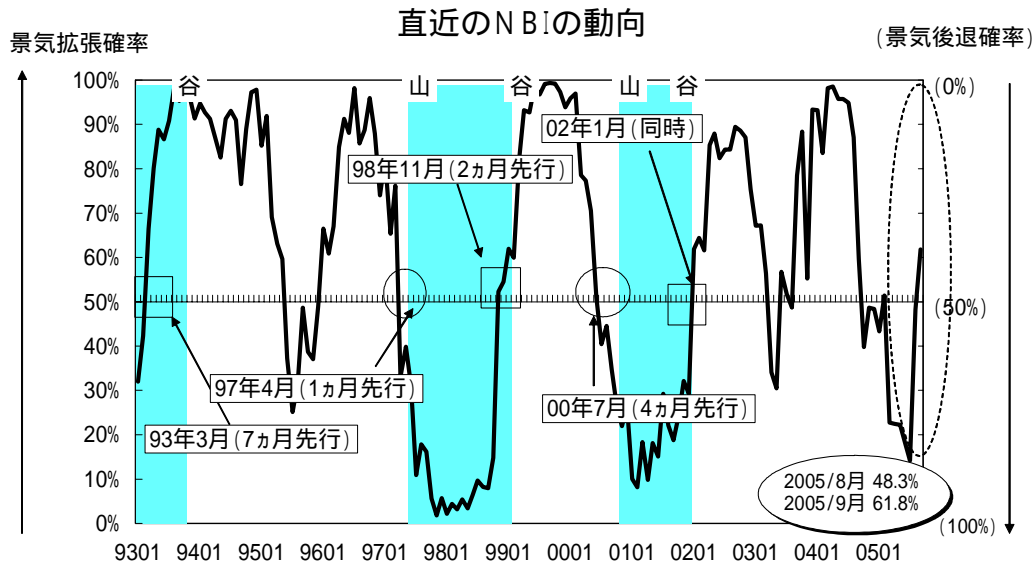
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-37.9%
2004年12月	-40.6%
2005年1月	-43.4%
2005年2月	-44.8%
2005年3月	-43.9%
2005年4月	-41.1%
2005年5月	-36.6%
2005年6月	-34.2%
2005年7月	-29.7%
2005年8月	-23.8%
2005年9月	-23.5%
2005年10月	-23.4%

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) ~ 8月 : 48.3%、9月 (予測値) : 61.8%



(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(シャドウ)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
2005年8月までは実績値に基づく計測、2005年9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	
04/9	59.6%	532,414	0.3%	-39.7%
04/10	39.8%	529,229	0.6%	-40.0%
04/11	48.6%	533,664	0.8%	-37.9%
04/12	48.3%	535,063	0.3%	-40.6%
05/1	43.3%	540,781	1.1%	-43.4%
05/2	51.4%	537,191	0.7%	-44.8%
05/3	22.8%	542,489	1.0%	-43.9%
05/4	22.5%	546,236	0.7%	-41.1%
05/5	22.2%	542,869	0.6%	-36.6%
05/6	18.0%	544,927	0.4%	-34.2%
05/7	14.1%	541,869	0.6%	-29.7%
05/8	48.3%	545,418	0.7%	-23.8%
05/9	(予測値) 61.8%			-23.5%
05/10				-23.4%

(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。直近の数値はweeklyエコノミストレター2005年9月22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証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)