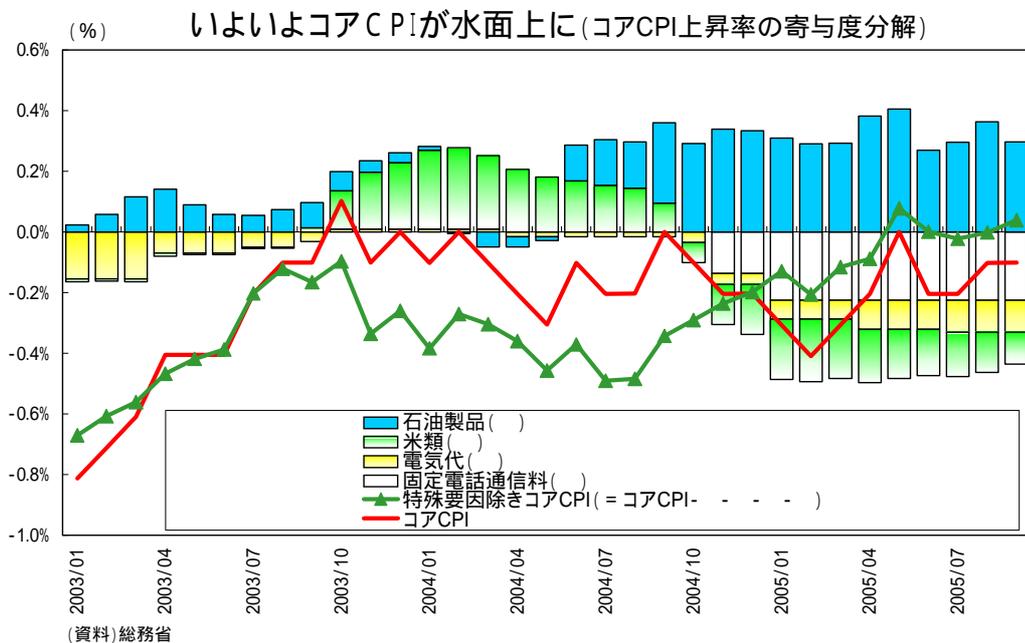


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き ~大きく後退する早期解除観測

- 11月に入り小泉首相を含め政府・与党の幹部が、量的緩和の早期解除に相次いでけん制を行った。市場では早期解除への思惑が大きく剥落した感がある。ただし日銀は、春先から夏場に3条件達成を待って解除に着手するという従来の姿勢を崩していない。1-3月期には地ならしを強化する見込みだが、ポスト小泉の動きが本格化するなかで、日銀に対する政治的な圧力はさらに強まる可能性がある。
- 債券相場が、再び早期解除を織り込みに行くことは、政治と日銀の現実の関係をみると難しい。しかし、景気回復期待、株高、円安、コアCPIのプラス転化など、金利上昇要因の存在もあり、過度の金利低下に対する警戒感も強い。
- 為替相場は予想以上に金利差に着目したドル高が進んでいる。しかし、米国の利上げは終盤にあり、今後日欧とも利上げ局面に転じることから、年明け以降にドル反転の時期が到来する可能性が高い。



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：1-3月が地ならしの山場

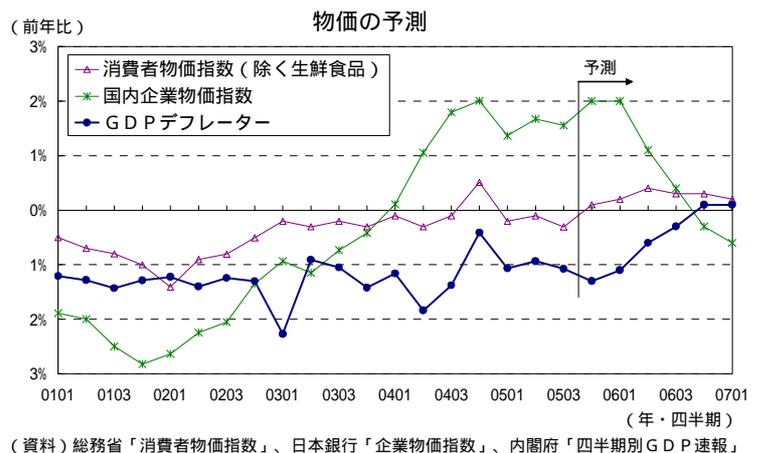
11月に入り、筆者の予想通り（日銀法の改正示唆までの話がでるとは予想していなかったが）、政治サイドから日銀の早期量的緩和解除へのけん制が強まってきている。小泉首相を含め政府・与党の幹部が相次いでけん制発言を行っていることもあり、市場では11月に入り早期解除への思惑が大きく剥落した感がある。

ただし日銀は、18日の福井総裁の会見で示されているように、春先から夏場に3条件達成を待って解除に着手するという従来の姿勢を崩していない。

（コアCPIいよいよ水面上に、ただし2006年度は低い伸び率にとどまる）

11月25日に公表された10月分の全国コアCPIは前年比0.0%となった。来月分以降、電気・固定電話料金、米価といったマイナスの特殊要因がさらに小さくなるため、いよいよコアCPI上昇率がプラスに転化する見込みだ（表紙図表）。

ただし、2006年度のコアCPIの上昇率はコンマいくつもの低い伸び率にとどまる見込み。当研究所の予想では、2006年度はコアCPIが0.3%（10月の展望レポートでは大勢見通しの平均値が0.5%）と予想している（図表1）。



（日銀の地ならしの難しさ：ポスト小泉の動き）

日銀は、1-3月期に地ならしの強化を行い、来年の春先から夏場にかけて3条件達成を待って量的金融緩和解除に踏み切るつもりだ。

この地ならしのなかで、日銀としては、

量的金融緩和の弊害（金利機能を著しく弱めていること、クレジットリスクの正常化を歪めること、グローバルな過剰流動性を日本が出し続けることなどなど）を主張

量的緩和の解除に際しては、市場の混乱は最小限にとどめる

解除後、相当期間ゼロ近傍の政策金利を続ける。このため物価がプラスになっているので実質マイナス金利の状態が出現し強い緩和政策が実現される（引締め策にはならないということ）

国債管理政策への一定の配慮（長期国債の売りは行わず、手形や短期国債などで資金吸収を行う）を実施することなどを繰り返し強調することになる。

これらを丁寧に説明することで、市場や政治の理解を得ようとするはずだ。経済状況が引き続き改善傾向を示し、さらに株価の上昇トレンドが続くといった環境となっていれば、政治サイドも全面对決の姿勢から少し引き、政策変更を容認する可能性も否定できないが、今回の11月以降の一連のけん制・反発は「ポスト小泉」に向けた動きという面も色濃くある。このため、日銀がおそらく地ならしを全面的に進めてくる1-3月期に経済・市場環境がさらに改善したとしても、もう一段の反発が出てくる可能性のほうが高いと筆者は見ている。

岩田副総裁が30日の講演で言及したように、デフレに再び戻らないような糊しろ（岩田副総裁は1%という数字を示したようだが）を越えるような物価上昇が2006年の初めに実現すれば、日銀も説明責任の負荷が少なく、反対があったとしても事実追認の形で解除が可能だろう。

しかし、先に示したように来年の物価上昇率が低い中では、いくら日銀がコアCPIのトレンドが重要との認識を示したとしても、「デフレに再び戻らないことを確実にするには、コアCPIがコンマいくつでは低すぎる」「他の統計ではまだデフレだ」などの反発に理解を得るのは難しい。当研究所では実際の解除時期は来年の秋以降にずれ込むとの見方を取っている。来年8月の基準改定を経た後もコアCPIのトレンドが上向いていることが確認され、さらにポスト小泉の動きが明らかになるまでは日銀が動けないとのシナリオである。

（説明責任と結果責任：武藤副総裁の動向が注目）

前回2000年のゼロ金利解除では、持論で突き進む速水総裁のサポートとして、藤原、山口副総裁が政治への説明を行った。今回この役割を担うとしたらキーになるのは武藤副総裁であることは間違いない。今のところ武藤副総裁が動いているとの報道はなされていないが、2日には武藤副総裁の講演が予定されており、今後動向が注目されるどころだ。

政治との軋轢を残した中で、解除に踏み切れればそれ以降の政策変更は極めて困難となる。しかし、日銀には説明責任と同時に、将来的には結果責任（インフレにならず通常モードに戻れたのかなど）も問われている。説明責任を重視するスタンスならば、当研究所の予測とおり解除が後となる可能性が高くなるだろう。一方で結果責任を重視するスタンスなら、政治との全面对決になってしまう。どちらのスタンスを重視するのか、1-3月期が山場になりそうである。

金融市場：為替は金利差注目が続く、金利は早期解除期待が剥落

(10年金利)

(11月の動き：長期金利は上昇)

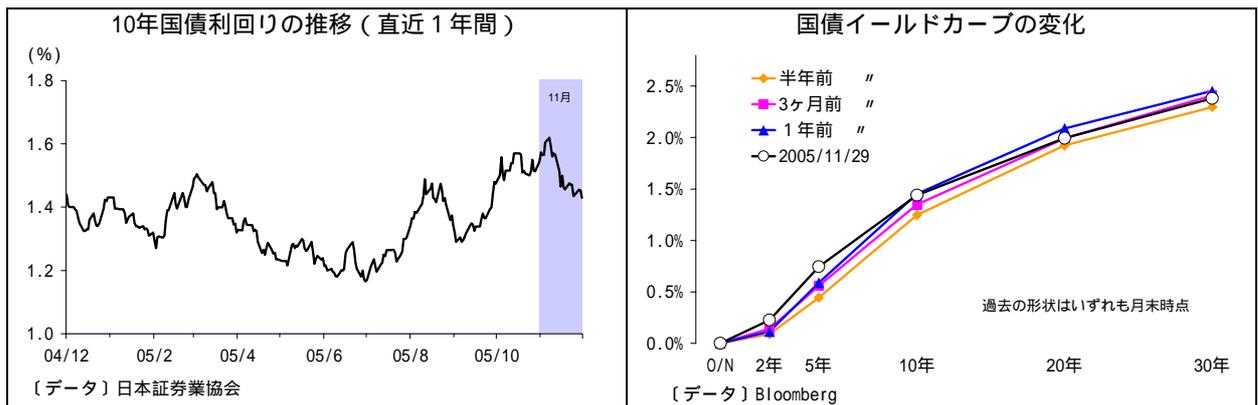
11月の長期金利は、月初1.6%前半まで上昇したが、それ以降は早期解除への期待が剥落し月末には1.45%に低下した。10月31日公表の展望レポートで「極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していく」と将来の金融政策に対してかなり踏み込んだ内容が盛り込まれたことから債券は売られ、7日には10年金利で1.63%までの上昇が続いた。しかし、それ以降は、小泉首相を含み政府幹部から相次いで量的緩和政策の早期解除をけん制する発言がなされ、市場では早期解除期待が大きく剥落し金利低下が加速した。18日には2006年8月のCPIの基準改定にあわせ、総務省が生鮮食品とエネルギーを除く新しいコアCPIが公表されるとの報道が伝わると、解除時期がさらに先送りになるとの見方が強まり、24日には一時1.43%に低下した。

月後半は日経平均株価が年初来高値を連日更新、また25日発表の全国CPIでコアがゼロとなるなどの債券売・金利上昇要因があったものの、まったく逆の動きが強まっていった。(図表2)

(今後の予想：量的金融緩和解除を織り込みさらに上昇)

日銀に対して政治からの圧力が高まる中では、市場が再び早期解除を織り込みに行くことは難しい。しかし、景気回復期待、株高、円安、コアCPIのプラス転化など、金利上昇要因の存在もあり過度の金利低下に対する警戒感も強く、現在の水準よりも低下するという考えにくい。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



(円ドルレート)

11月の円ドルレートは、日米金利差拡大をテーマにドル高が一段と進行した。

月初、116円半ばでスタートした円ドルレートは、強めの米経済統計(1日のISM製造業景況指数、3日同非製造業指数)などから米金利先高感が高まり、金利差拡大が意識されドル高が進展した。

小泉首相が14日に日銀による量的緩和解除はまだ早いとの発言を行ったことで、日本の早期解

除期待が大きく剥落するなかドル高に拍車がかかり、16日には119.57円と2年3カ月ぶりの高値となった。その後も米11月のFOMC議事録公表後、23日には一時118円前半までドルが下落する場面もあったが、119円台の推移が続いている。**(図表3)**

12月以降の円ドルレートは、日本の早期解除の思惑が大きく剥落した、逆に米国の強めの経済統計から追加利上げ観測がさらに高まり、ドルの上値をトライする可能性が高い。ただし年明け以降は、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118-122円。

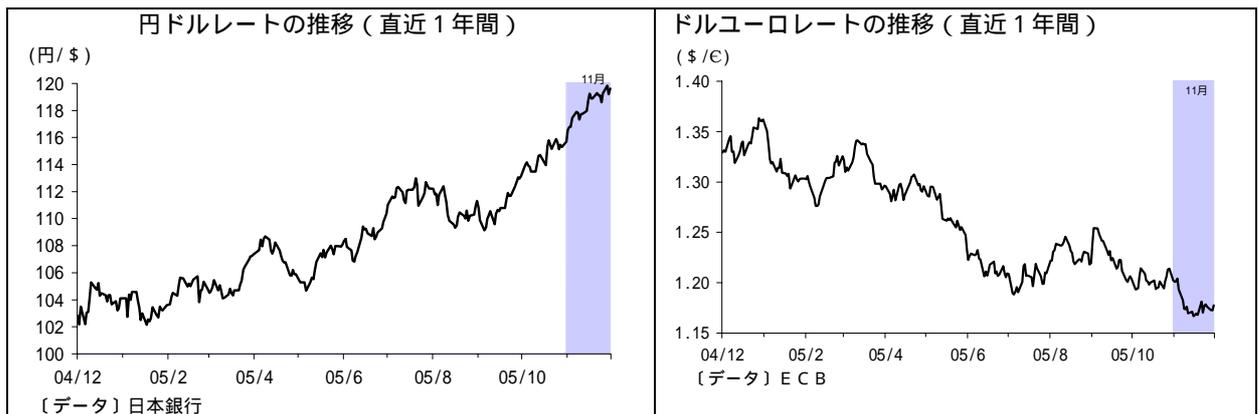
(ユーロドルレート)

11月のユーロドルレートは、月初、ECBによるインフレ懸念発言で、ユーロ利上げ観測が高まり1.20台までユーロ高が進んだが、米国の強めの経済統計の発表や、3日のグリーンズパン議長の議会証言が米利上げ観測をさらに強める結果となると、1.19前半までドル高が進展した。

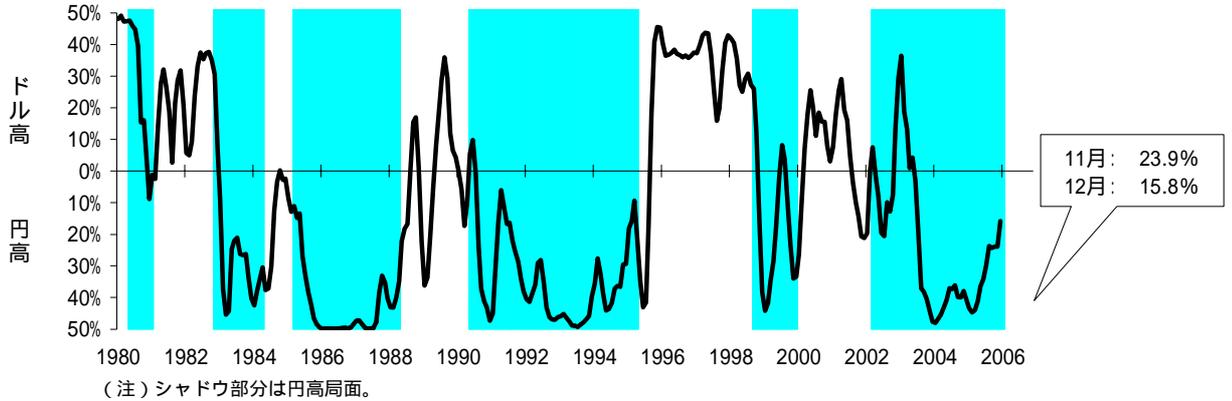
その後フランスでの暴動への懸念や、各国財務相によるECBの利上げけん制が相次ぎ、月央は1.16台が定着。その後ECBの12月利上げ観測が強まり、1.18までユーロが戻すが21日トリシェ総裁が「連続利上げは想定していない」と発言すると、再び1.17台となり月末を迎えた**(図表3)**。

12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、米欧間の景況感・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、年明け以降、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、また利上げ継続の可能性に注目が高まるなど、米欧金利差・景況感格差が一服することで、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1.16-1.21。

図表3 円ドルレート、ドルユーロレートの推移(1カ月と1年)



為替インデックス(ドル円): 12月は 15.8%の円高サイン



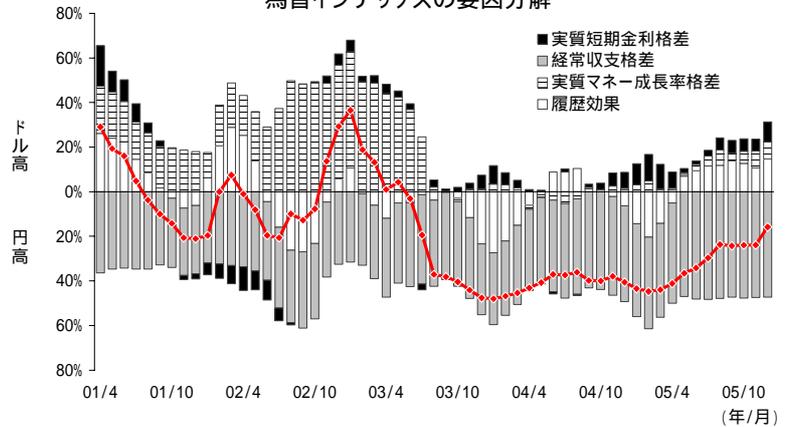
12月の為替インデックス(ドル円)は 15.8%となり、円高圧力は依然として存在していることを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: 引き続きドル高要因。
- 2) 経常収支格差: 引き続き大きな円高要因。
- 3) 実質マネー成長率格差: ドル高要因。
- 4) 履歴効果: ドル高要因。

為替インデックス(過去1年分)

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	-23.7%
2005年9月	-24.3%
2005年10月	-23.9%
2005年11月	-23.9%
2005年12月	-15.8%

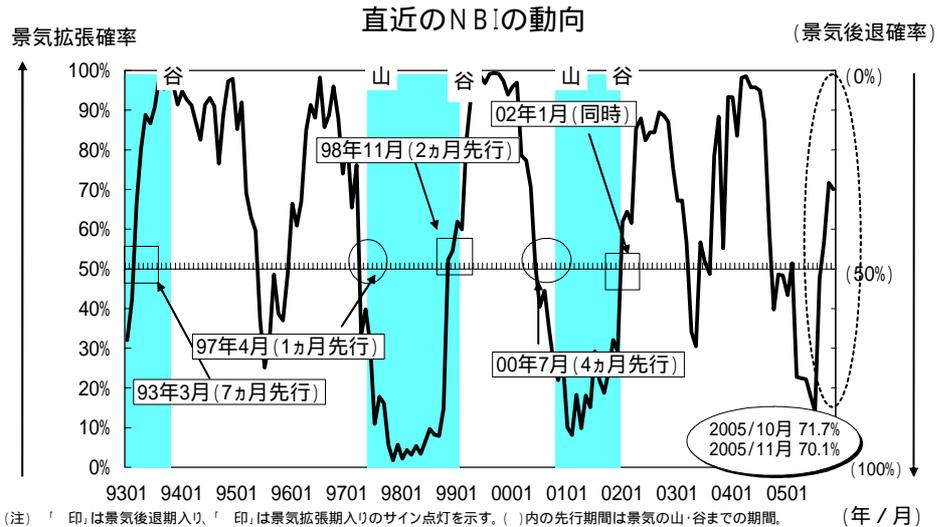
為替インデックスの要因分解



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) ~ 10月 : 71.7%、11月 (予測値) : 70.1%

~ 10月 NBI は 50% ラインを大きく超える。景気回復力の高まりを示唆。



(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10月までは実績値に基づく計測、2005年11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)	月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
04/11	48.6%	533,211	0.8%	-37.9%
04/12	48.3%	534,635	0.3%	-40.6%
05/1	43.3%	540,949	1.2%	-43.4%
05/2	51.4%	537,437	0.6%	-44.8%
05/3	22.8%	542,988	1.0%	-43.9%
05/4	22.5%	546,169	0.6%	-41.1%
05/5	22.2%	543,053	0.6%	-36.6%
05/6	18.0%	545,769	0.5%	-34.2%
05/7	14.1%	542,478	0.6%	-29.7%
05/8	47.4%	549,205	1.2%	-23.7%
05/9	56.9%	550,799	0.3%	-24.3%
05/10	71.7%	550,046	0.1%	-23.9%
05/11	(予測値) 70.1%			-23.9%
05/12				-15.8%

(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エコノミストレーター2005年11月25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)