

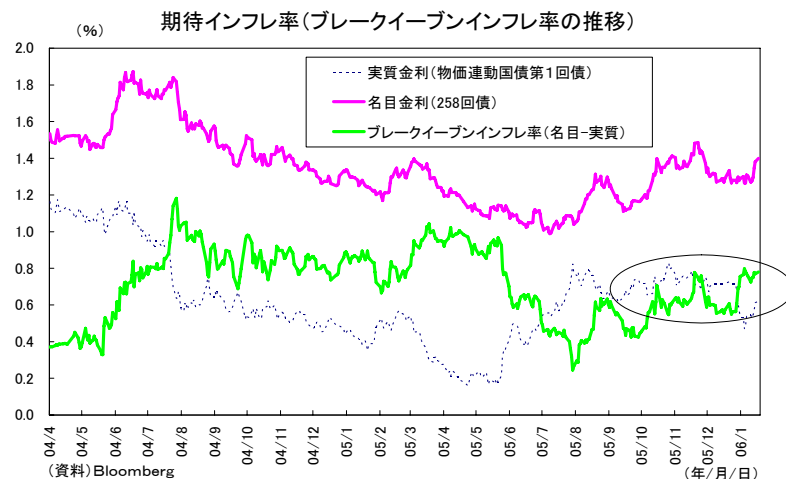
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～解除の具体案発信の時期に

- 12月全国コアCPI (1/27日公表) は、前年比0.1%と2ヶ月連続のプラスとなった。1-3月期にプラス基調が定着する見込み。ここにきて政治サイドもある程度のゼロ金利継続を条件に早期解除を容認する柔軟な姿勢になってきた感がある。量的金融緩和解除の是非よりもゼロ金利の解除に力点が移ってきている。量的金融緩和が4-6月に解除される可能性が高まってきた。
- 市場の注目は量の削減方法・ペース、ゼロ金利の期間などに完全に移っている。4-6月の解除を既成事実化する中で、日銀としては市場混乱を少なくするという点に力点が急速に移るはずだ。いままで一般論でとどまっていた、上記の解除に関する点についての言及がなされてくる可能性が高く要注意だ
- 長期金利は、①コアCPIのプラス定着、②景気回復、③株高などを背景に期待インフレ率が上昇し金利は強含みの展開を予想する。ただし、①市場は量的解除が行われてもゼロ金利が長期間続くとのシナリオを織り込みに入っている、さらに②米国の金利上昇は限定的で国内の金利上昇の頭は抑えられる。
- 為替相場は、日米金利差は今しばらく拡大が継続するためドルは底堅く推移するだろう。4月以降は、①米国の利上げがストップし、日本では量的金融緩和解除、②米国経済の鈍化傾向が見られ始める、③米国中間選挙に向けて内向きなドル安政策への思惑が高まることが予想され、円高トレンドに本格的に転換することになるだろう。

債券市場の期待インフレ率は緩やかに上昇



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

TEL : (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>

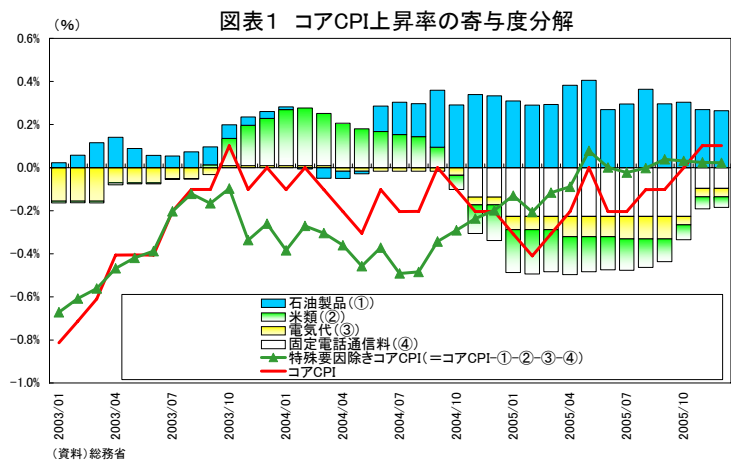
### ● 金融政策：解除の具体的方法の情報発信へ

#### (2ヶ月連続コアCPIプラス)

12月全国コアCPI（1/27日公表）は、前年比0.1%と2ヶ月連続のプラスとなった（図表1）。1-3月については、需給ギャップ縮小を背景に、特殊要因である固定電話料金のマイナス寄与の剥落も重なり、0.3-0.5%程度のプラス基調が定着する見込み。

ただし、4月以降の物価上昇率は緩慢な上昇にとどまろう。当研究所では、2006年度のコア消費者物価指数の前年比上昇率は0.3%程度と見込む。

このため量的金融緩和の解除に関しては、4月以降の①大手電力会社の電気料金の値下げ、診療報酬の値下げなど合計▲0.2%程度の新たなマイナスの特殊要因、さらに②8月のCPIの基準改定（▲0.1-0.2%の引き下げ要因と試算）の結果を見て、それでもデフレに戻らないとの確信を得てから行うべきだと考えている。



#### (政治サイドの圧力低下、4-6月期に解除実施の可能性高まる)

しかし、日銀は解除に自信を高めている。また、①ここに来て竹中大臣が経済担当、諮問会議の長からはずれ日銀への発言力が低下してきたこと、②株価が堅調、さらに市場が早期解除をコンセンサスにし始めても長期金利が安定していることなどから、解除への反発が穏やかになっているのも事実である。政治サイドも以前に比べ、ゼロ金利継続を条件に早期解除を容認する柔軟な姿勢になってきた感がある。

審議委員内でも「タカ派」とされ、就任当初から低金利、量的金融緩和の弊害・副作用を主張してきた須田委員（3月31日に満期予定だった）の再任が決定した。政治・財務省サイドの量的金融緩和解除反発が本物であれば、解除に前向きになっている福井総裁と比較的意見の近い須田委員の再任はありえなかったはずだが、「対決姿勢」よりも金融政策の「安定・安心」を最優先にした人事であり、政治サイドも量的金融緩和解除の是非よりもゼロ金利の解除に力点が移ってきていることは間違いなさそうだ。

上記情勢の変化を踏まえ、筆者は「夏以降」としていた従来の量的金融緩和の解除時期を「4-6月期」に前倒しする。

### (インフレ目標、インフレターゲット導入の可能性は低い)

武藤副総裁の「量的緩和政策が持っている時間軸の効果はなくなる。それに代わる何らかの先行きの道しるべが必要だ。数字的なものか、それともソフトな方がよいかは、これからの検討課題。よくよく考えないといけない」(12月27日付日経新聞)発言、また中川政調会長、竹中大臣などから、インフレ目標や名目成長率ターゲットなどを導入せよといった圧力が高まっているため、量的緩和解除と引き換えに、日銀がこれまでの時間軸に変わる新たな約束をするのではないかという思惑が強まっている。

ゼロ金利解除を長期間継続させたい政治サイドとしては、ある程度高めの目標を設定させることでゼロ金利継続を確保したいとの思惑が強い。

ただし、日銀内でインフレ目標などの導入に前向きなのは、岩田副総裁と中原委員の2名のみ。他の委員については、福井総裁がここ数回の会見等で明らかにしているように、現時点の物価上昇率と目標となるだろう水準(例えばコアCPIが2-3%)とに大きなギャップがあるために、調整インフレ論にくみしやすく、また金融政策の自由度がなくなるリスクが高いとの認識であり、慎重・反対の立場だ。

量的金融緩和解除に絡み、インフレ目標などの導入の可能性は極めて低いだろう。ただし、ゼロ金利をある程度継続するというニュアンスを市場に発信することの必要性は十分日銀も感じている。このため具体的な数値は掲げず、例えばFEDのように声明文などで「かなりの期間緩和的な政策を続ける余地がある」といった文言を公表し、ゼロ金利政策継続のニュアンスを市場に発信する(武藤副総裁の上記コメントからすれば「ソフトな」)方法を採用する可能性が高い。

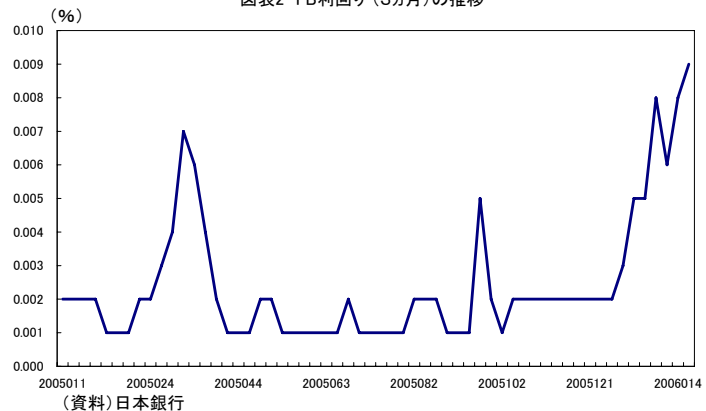
### (2月会合前後から具体的な言及がなされる可能性あり)

FB金利の上昇が示すように短期市場ではすでに4-6月の解除を織り込んでおり、注目は量の削減ペース、ゼロ金利の期間などに移っている(図表2)。

4月前後の解除を既成事実化する中で、日銀としては市場混乱を少なくするという点に力点が急速に移るはずだ。いままで一般論でとどまっていた、上記の解除に関する点について

の言及が、次回決定開合(2月8.9日)前後で少しずつ行われてくる可能性が高く要注意だ。

図表2 FB利回り(3ヵ月)の推移



● **金融市場：金利は若干期待インフレ率が高まる、為替は米国の**

**(10年金利)**

12月の長期金利は、中旬までは1.4%での推移、20日以降は1.5%に上昇した（図表3）。

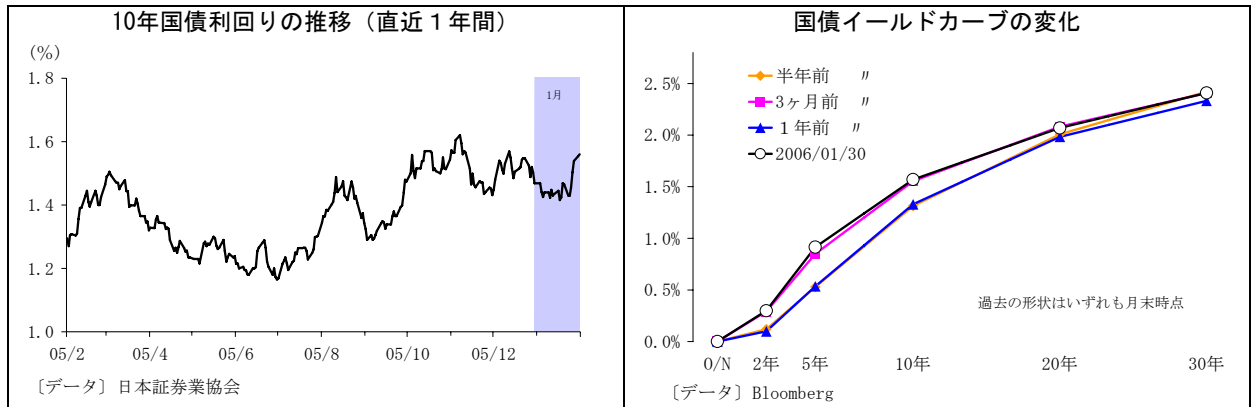
1/3日に公表されたFOMC議事録（12/13分）で追加利上げ終了が示唆され米国の長期金利が低下し、さらに116円台の円高となったこともあり、10年金利は1.4%半ばに低下した。6日の米雇用統計が市場予想を下回ると円ドルレートが114円台となり、10日は金利が1.42%まで低下した。

その後株価が反発したことで長期金利は、1.4%半ばでの推移が続いた。

17日にライブドアへの強制捜査、東証のシステム問題などから日経平均株価が急落すると、18日には金利も低下し、再び1.4%前半に。19日には株価が急反発し、それを嫌気する形で長期金利は1.4%後半に。その後も欧米債券市場が利上げ観測の高まりを受け金利が上昇したことから日本でも26日には1.5%を越え、27日コアCPIが2ヶ月連続でプラスとなると量的金融緩和解除への警戒感が強まり1.5%台半ばとなる。

2月以降の長期金利は、①コアCPIのプラス定着、②景気回復、③株高などを背景に期待インフレ率が上昇し金利は強含みの展開を予想する。ただし、①市場は量的解除が行われてもゼロ金利が長期間続くとのシナリオを織り込みに入っている、さらに②米国の金利上昇は限定的で国内の金利上昇の頭は抑えられる。当面1～2カ月は1.45-1.75%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



**(円ドルレート)**

1月の円ドルレートは、米国の追加利上げ観測が大きく後退し、米雇用創出法期限切れに伴いドル送金というドル高特殊需要もなくなり、1月前半はドル高の修正となった。

9日の海外市場で113円台、12日の東京でも113円台と昨年10月以来の水準を記録した。月半ば以降は、日本株が大幅下落する一方で、米国では強めの経済指標の発表からバーナンキ議長に代わった3月以降もしばらく利上げが継続されるのではとの思惑が高まりドルが買われ、月末は117円台となった（図表4）。

2月以降の円ドルレートは、(金利差をテーマにしたドル高トレンドは終息したと見るが) 日本

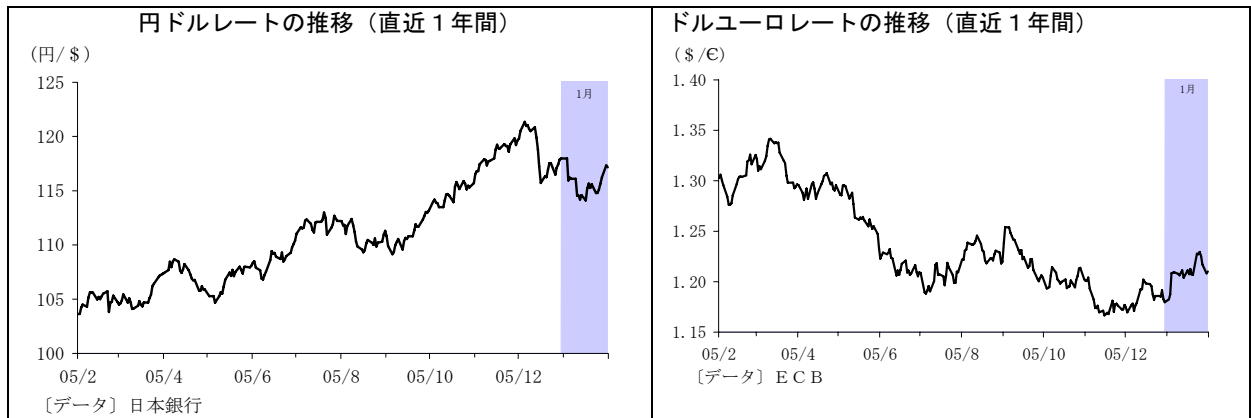
の長期金利の低迷を背景とした対外投資需要も根強く、1-3月期については実際の日米金利差は今しばらく拡大が継続するためドルは底堅く推移するだろう。4月以降は、①米国の利上げがストップし、日本では量的金融緩和解除、②米国経済の鈍化傾向が見られ始める、③米国中間選挙に向けて内向きなドル安政策への思惑が高まることが予想され、円高トレンドに本格的に転換することになるだろう。当面1～2カ月の予想レンジは113-119円。

**(ユーロドルレート)**

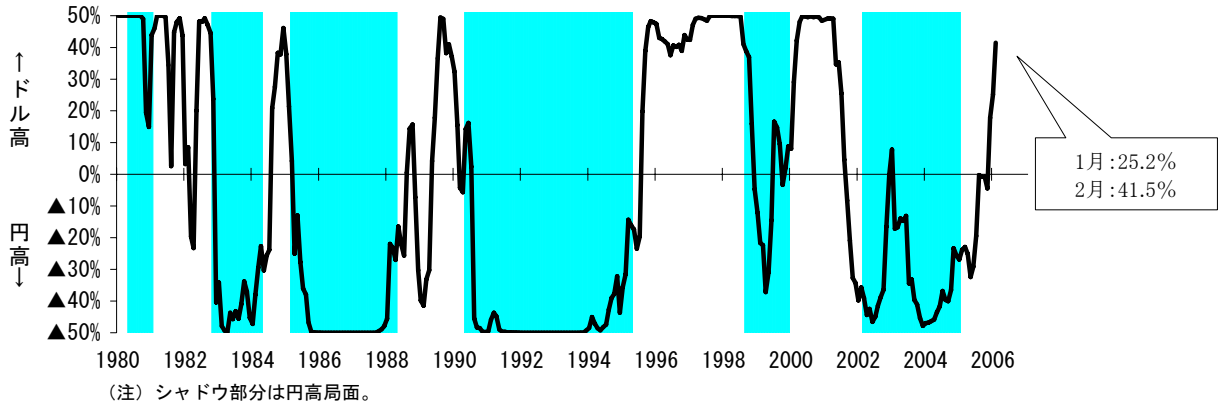
1月のユーロドルレートは、米国の金利先高感が後退する中で、ナイジェリアでの石油施設襲撃やイランの核開発問題を巡り、中東での緊張の高まりという地政学リスクからドル売り・ユーロ買いが進み、23日には4ヶ月ぶりのドルの安値となる1.23ドル台をつけたが、月末は若干ドルが買い戻され1.21台となった **(図表4)**。

2月以降のユーロドルレートは、米欧の絶対的な金利格差（3月にECBは0.25%の利上げの可能性はあるが、それで利上げの打ち止めの可能性があり、米欧の金利差が急速に縮小する公算は今のところ少ない）というドルサポート要因と、地政学リスクからのドル売りユーロ買い要因が拮抗し、もみ合いの展開を予想する。当面1～2カ月の予想レンジは11.18-1.25。

**図表4 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）：2月は41.5%のドル高サイン



(注) ブライ・ボッシュン法による円ドルレートの局面判定により、2005年1月以降が新たにドル高局面と判定された。また説明変数で使っているGDP統計の改定も05年末に行われたため、インデックスの再推計を行った。再推計により過去のインデックスの数値も変更されている。

為替インデックス(過去1年分)

2005年2月	-23.8%
2005年3月	-22.9%
2005年4月	-25.1%
2005年5月	-32.4%
2005年6月	-29.2%
2005年7月	-19.5%
2005年8月	-0.2%
2005年9月	-0.8%
2005年10月	-0.8%
2005年11月	-4.4%
2005年12月	17.8%
2006年1月	25.2%
2006年2月	41.5%

為替インデックスの要因分解

