



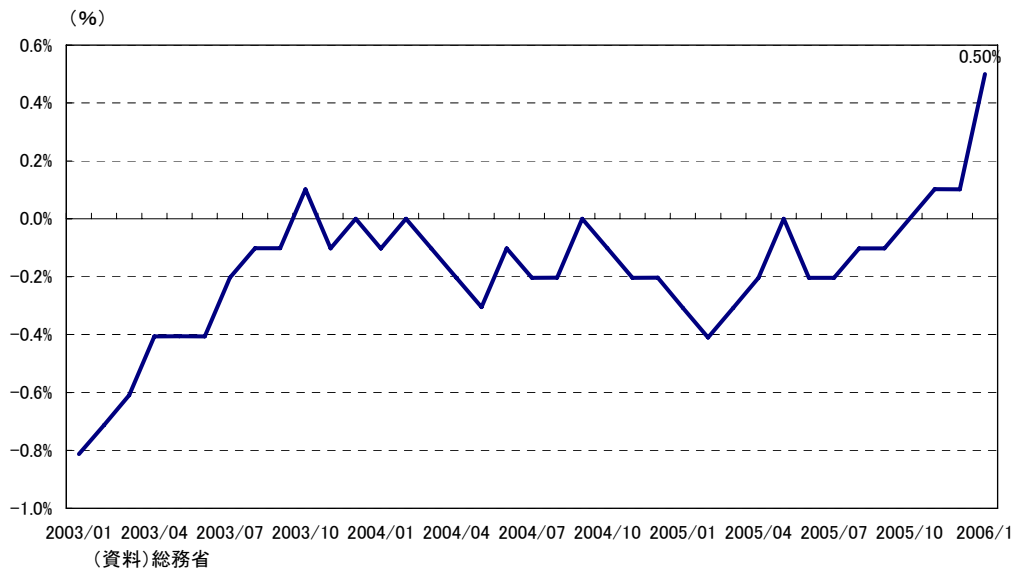
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～4月11日がXデーか

1. 1月全国コアCPI（3/3日公表）は、前年比0.5%となった。これで日銀は量的金融緩和の解除条件は整ったとほぼ判断した模様。解除Xデーは福井総裁の腹しだい。この週末でどの程度市場の解除予想が早まるかによるが、3月9日の解除よりは、4月11の可能性が高まってきた。
2. 長期金利は、量的金融緩和の解除により緩やかな強含みを予想する。ただし、日銀からの発信に対して市場が間違ったニュアンス（早期の利上げがある）として受け止めてしまい、狼狽的な債券売りとなるリスクは高まっていることには、要注意。
3. 為替相場は、方向感がつかみにくい展開が続いている。今後は、米国経済の鈍化傾向が見られ始める中で経常赤字問題がクローズアップされ、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、ドル安トレンドに転換することになるだろう。

1月全国コアCPIは0.5%、3ヶ月連続プラス



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：3-4月に解除へ 福井総裁の腹しだい

#### (3月解除の可能性も高まるが)

福井日銀総裁は、2月に入り解除に向けてトーンを高めてきている。一方、与党は早期解除反対の急先鋒であった中川政調会長も2/27日の講演で「政策手段は日銀の独立判断だ」と容認姿勢に転じている。こうなると3-4月に解除されるというのは、株価が大崩れするなどよほどのことがない限り確実な状況で、ピンポイントの時期決定は福井総裁の腹しだいと言えそうだ（総裁の動きに同調する審議委員が多いと思われる）。

本日発表の1月コアCPIは固定電話料金のマイナス寄与の剥落で前年比0.5%と大幅なプラスとなった（表紙図表参照）。市場コンセンサス0.4%（ブルンバーグ社配信）。

2、3月についても0.3-0.5%程度のプラスがほぼ確実視される状況。日銀は先行きの景気・物価の強気の見方に自信を強めており（10月の展望レポートよりも上振れしているとの判断）、たとえ、①4月以降の大手電力会社の電気料金の値下げ+診療報酬の値下げ（合計▲0.2%程度）、②8月のCPIの基準改定（▲0.1-0.2%程度）など下押し要因があるとしても、再びデフレには戻らないとの見方は揺るがない。今回の1月CPIで解除の条件は整ったと判断しているに違いない。

#### (この週末で市場の予想がどれくらい前倒しになるか)

ただ、解除を容認する政治サイドも、解除に対して「市場の混乱なきよう」が絶対条件であり、日銀もこれを最大限避けるべく政策発動を行うはず。すなわち解除に伴い株安、金利上昇、円高を生じさせてしまう事態は避けなければならないことである（早めの解除は、日銀はインフレ懸念をもっている→将来の利上げは近い、との発想が市場では生まれやすい）。

次回決定会合（3月10・11日）で解除が可能となるには、ひとつはこの週末に市場予想がかなり前倒しになるかどうか、いまひとつは後述する「道しるべ」「目安」の議論に決着がつくのかどうか、という2点によるところが大きい。

図表1 今後のスケジュール

	日銀政策決定開合	経済指標・その他	海外
3月8-9日	金融政策決定会合 総裁会見		
13日		10-12月期GDP(2次速報)	
28日			FOMC
下旬		06年度予算成立見込み	
31日		CPI(2月分)	
4月3日		短観	
6日			ECB
10-11日	金融政策決定会合 総裁会見		
28日	金融政策決定会合 展望レポート・総裁会見	CPI(3月分・予定)	

時事通信社とロイター通信社が、エコノミストや市場関係者を対象に行った日銀の量的緩和政策の解除時期に関するサーベイ（27日公表、20-22日に調査）では、64.8%が「4月28日」の解除を予想。その次に多いのが「4月11日」（28.4%）、「3月9日」は3.4%にとどまっていた。この調査

後、福井総裁がさらに早期解除に前向きな発言を行っていることや、本日の高めのCPIの発表を受けて前倒しの予想割合が増加するのは間違いないところだろう。

ただ、①いくら金融システム不安がなくなったからとはいっても期末前の変更は避けるであろうこと、②4月以降のマイナス要因を考えれば、もう1回か2回のCPIの発表を見て判断する公算が高いなどの理由から、「3月9日」の可能性は低いと見ている。ここにきて「4月11日」の解除予想が最も多くなる可能性が高まっている。また解除できると判断する市場の予想割合が高まってきたということは、市場を安定化させるために早く「解除後のイメージ発信」をする必要性がさらに高まったということでもある。

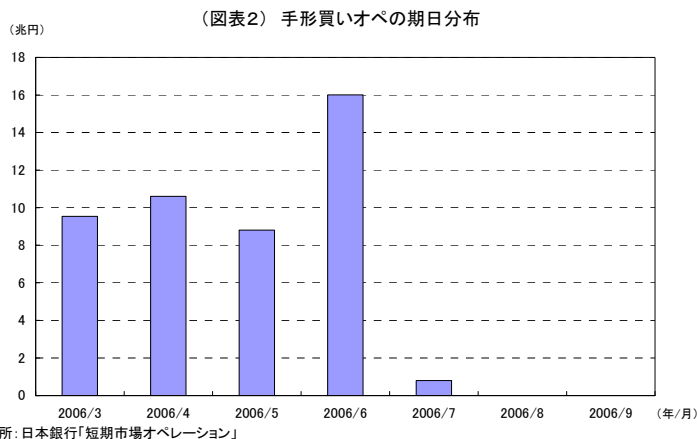
当研究所では、3月は見送る公算が高く、その場合には「解除の判断は確実に前進し、次回会合は最も重要な決定会合となる」などのニュアンスを強く打ち出し、4月11日解除がほぼ確実な状況であると市場に認識させるのではないかと考えている。

3月9日、4月11日、4月28日、それ以降、の解除の可能性はそれぞれ30%、50%、15%、5%と見ている。

#### (解除後のイメージ：残るは「道しるべ・目安」)

ここ数日、解除後の金融政策についての報道が相次いでいる。内容は、①無担保コール翌日物金利に0.1%の上限を設け、事実上ゼロ%近くに抑え込む、②日銀が長期国債を月間1兆2000億円ずつ買い切る措置の継続も表明する、などというものである。

ただし市場では上記報道内容も含め解除、解除後の金融政策について、①解除と同時に量から金利に政策目標をシフト、②短期金利には上限がつけられる、③当座預金は長期国債の買切り減額・国債の市場売却は行わず、手形の期日で当座預金残高を3ヶ月程度かけて減額し(図表2)、所要準備の6兆円程度にする<sup>1</sup>といったイメージはほぼ織り込まれている。市場でブレが大きいのは、ゼロ金利の期間に対する見方(利上げまでの距離感)である。



<sup>1</sup> 供給オペの主軸である手形オペの供給期間は現時点比較的短期となっており、3ヶ月程度で当座預金残高を所要準備(6兆円)程度に減額することは技術的には可能であるが、ブタ積みになれている市場に混乱が生じさせないために、削減ペースが落ちる可能性はあるだろう。

**(明確な数値での「目安」の可能性は低い)**

現在の量的金融緩和のコミットメントはCPIという分かりやすい目安があった。解除によって消滅する目安に変わるものが必要との認識は、日銀・政府に共通しているところだ。

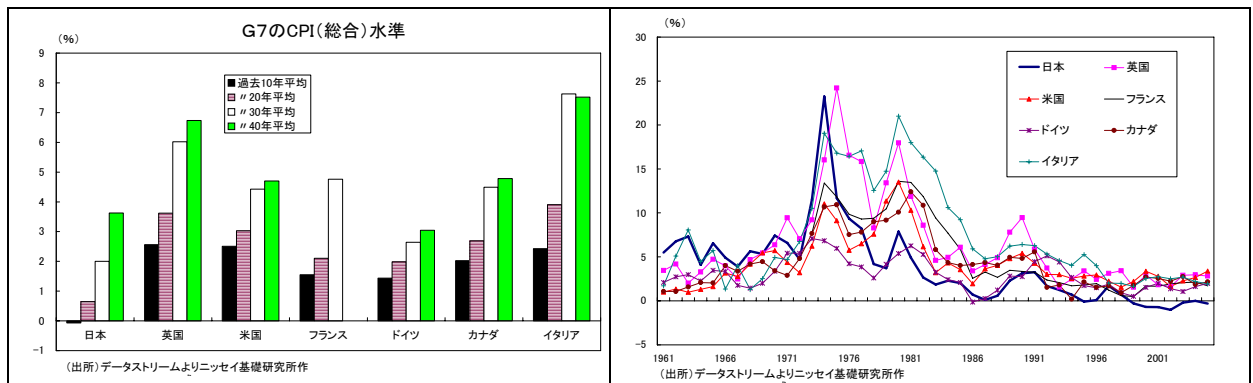
3月2日の日経新聞では「望ましい物価水準の数値を示す案が浮上」との報道があった。政府はイギリスのようなインフレターゲットなどを導入し明確なインフレ目標、またはインフレ参照値を掲げるべきだとの考えが強い。一方日銀は、岩田副総裁、中原審議委員は数値目標を掲げることに前向きだが、半数以上は、数値目標を掲げることで金融政策の機動性、柔軟性が失われてしまうとの否定的な意見となっていたが、ここにきて①政治的配慮、②市場安定のためにインフレ参照値を提示せざるを得ないとの考えが強まってきているのは事実のようだ。

福井総裁は13日の衆院予算委で「潜在成長能力を上げながら物価安定のもとで持続的成長を続けていくことが理想形であり、結果としての消費者物価指数が2%を上回るところまで行くかどうか、日本の国民の一般的な物価観は海外に比べると比較的低いところを胸に秘めながら経済活動をしているところがある」と発言している。過去において日本の物価上昇率の水準はG7の中でも低い(図表3)。福井総裁の上記発言は望ましい物価水準は2%以下にあるという考えのようだ。

掲げるとしても福井総裁の発言からすれば「0-2%」「1-2%」といったレンジが考えうるが、そうすると、1月コアCPIが0.4%になっている現状を考えると、「市場の期待を安定化」させるために導入しようとしているのに、市場では足もとの物価水準をみて「日銀が近々引締めへ転じる」のではとの思惑をかえって高める結果となる事態も予想される。

逆に「2-3%」といった高めの目標を掲げれば、日銀が引締めの必要性を認識しても、目標を掲げているために金融政策の機動性、柔軟性を損なうリスクが生じてしまいそうだ。

**図表3 G7のCPIの動き**



上記のような要因を考えると、何らかの数値目標導入が必要との認識は高まっているのは事実としても、落ち着きどころとしては、アメリカのようなFOMCの声明文やボードメンバーの議会証言や講演などを通じて、当面の政策運営のニュアンスを伝えるという方法が採択される可能が現時点では高いと思われる。

おそらく10月の展望レポートの内容をより具体的に文章で表現することになると見込む(図表4)。例えば「緩和的なスタンスを続ける余地がある。余裕をもって対応を進められる」といった

内容ではないだろうか。それを繰り返し総裁会見などで強調することになるのではないかと思われる。

図表4 10月展望レポート：金融政策運営部分

(略) 枠組み変更後のプロセスを概念的に整理すると、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いう順序をたどることになると考えられる。こうした枠組みの変更やその後の短期金利の水準・時間的経路については、言うまでもなく先行きの経済・物価の展開や金融情勢に大きく依存する。日本銀行としては、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中において物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えている。

(略)

## ●金融市場

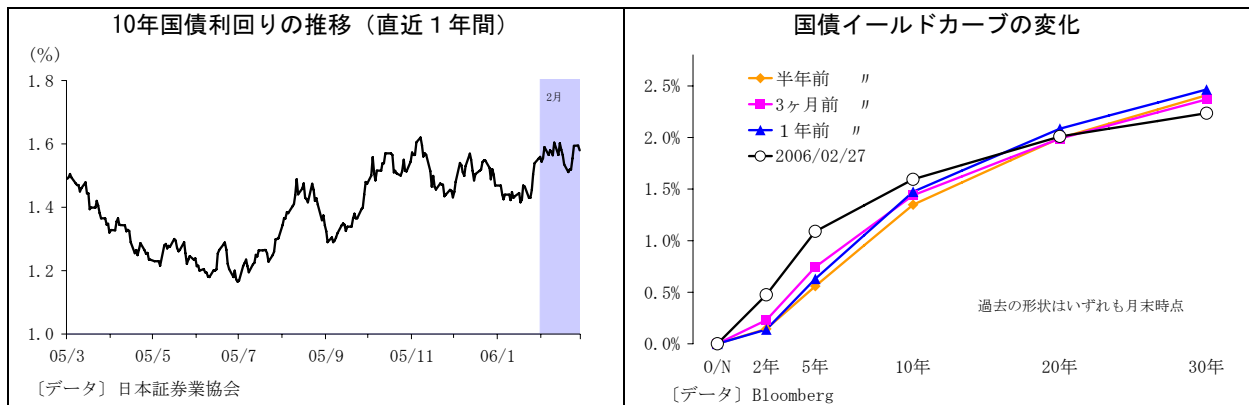
### (10年金利)

2月の長期金利は、下旬まで1.5%台で推移したが、福井総裁の早期解除への前向き発言以降は、1.6%台での推移となった。

2月前半は、日経平均株価が年初来高値を更新する中、9日には福井総裁が決定会合後の会見で「次回会合以降、経済全体を見据えた指数の判断がより重要になる」と発言し、解除時期近しとのメッセージを発すると中期債を中心に売りが先行し、5年債は1%台に上昇。ただし超長期債、長期債は機関投資家からの需要が強く短中期債とは逆に金利が低下し、イールドのフラット化が進む。(図表5の右参照)。17日の10-12月期のGDPは1.4%と強い内容となったが、市場では材料出尽くしとの思惑となり、それまで上昇してきた中期債が買われる展開に。22日の日銀の国債買入れオペは、9年5カ月ぶりに「札割れ」となった。それ以降は総裁が再度強気の発言を繰り返し、政府も容認姿勢を示したことで、解除時期が前倒しになるのではとの思惑が一気に高まり、10年金利は月末に1.6%となっている。(図表5)。

3月以降の長期金利は量的金融緩和の解除により緩やかな強含みを予想する。ただし、日銀からの発信に対して市場が間違ったニュアンス(早期の利上げがある)として受け止めてしまい、狼狽的な債券売りとなるリスクは高まっていることには要注意。当面1~2カ月は1.55-1.9%のレンジを予想する。

図表5 10年国債利回りの推移とイールドの変化



### (円ドルレート)

2月の円ドルレートは、方向感がつかみにくい展開の中、中旬まで米金融政策の追加利上げへの思惑が高まりドル堅調が続いたが、下旬にかけては日本の早期解除に注目が集まり円高傾向に。1月下旬には一時114円台となった円ドルレートだが、1月31日のFOMCで引き続きインフレリスクがあることや追加利上げの可能性が示唆されたこと、さらに米失業率の低下（3日）から2月初は一旦119円をつける。その後もバーナンキ議長の議会証言（15-16日）でも追加利上げの可能性が示唆される中、118円前後と比較的ドル堅調の地合が続いた。下旬になると日本サイドの金融政策への思惑が高まる。福井日銀総裁が量的金融緩和解除に強気の発言を繰り返したことを受け円高が進行、27日には115円台をつけた（図表6）。

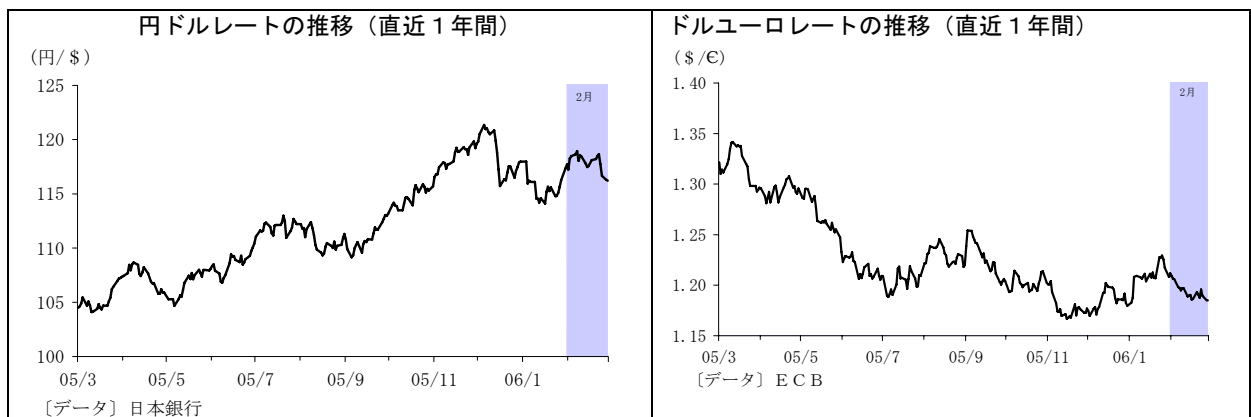
3月以降の円ドルレートは、①米国の利上げがストップし、日本では量的金融緩和解除、②米国経済の鈍化傾向が見られ始める、③米国中間選挙に向けて内向なドル安政策への思惑が高まることが予想され、円高トレンドに転換することになるだろう。当面1～2カ月の予想レンジは112-118円。

### (ユーロドルレート)

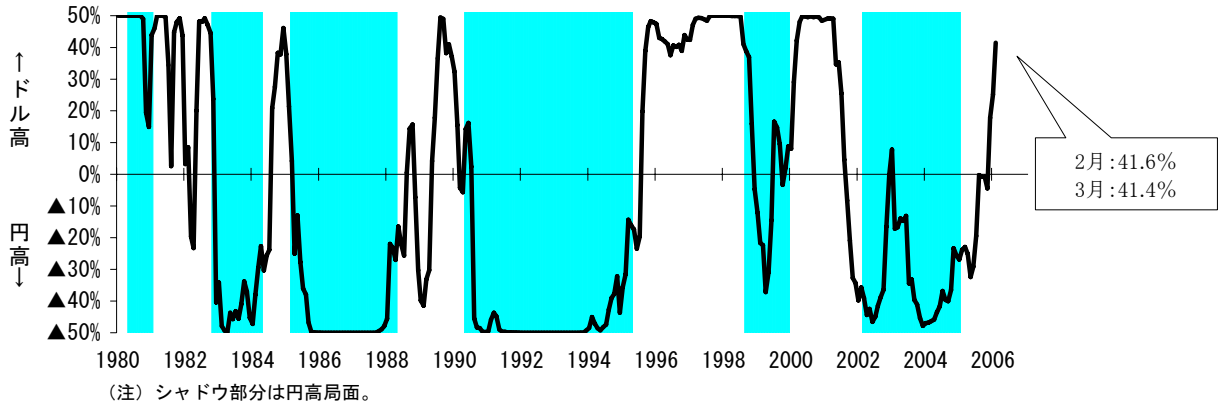
2月のユーロドルレートも、円ドルレートと同様に方向感のつかみにくい展開となった。2月初めは、3月2日のECB理事会で0.25%の利上げがコンセンサスとなる中で、米国サイドの動きに影響された。すなわち米失業率の低下などでドルが買われ、一旦1.20を割り込む水準になった。ただしそれ以降新規材料がなく、1.19-1.20の狭いレンジでの推移となった。（図表6）。

3月以降のユーロドルレートはもうしばらくレンジでの動きになると見込まれる。年央頃からは緩やかなユーロ上昇を予想。米国の利上げがストップし、ドルサポート要因が減少しユーロ高が進もう。ただしユーロ圏の景気回復に力強さがなく、利上げも限定的にとどまることから、ユーロ高の幅も一定程度にとどまる見込み。当面1～2カ月の予想レンジは1.18-1.24。

図表6 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）：3月は 41.4%のドル高サイン

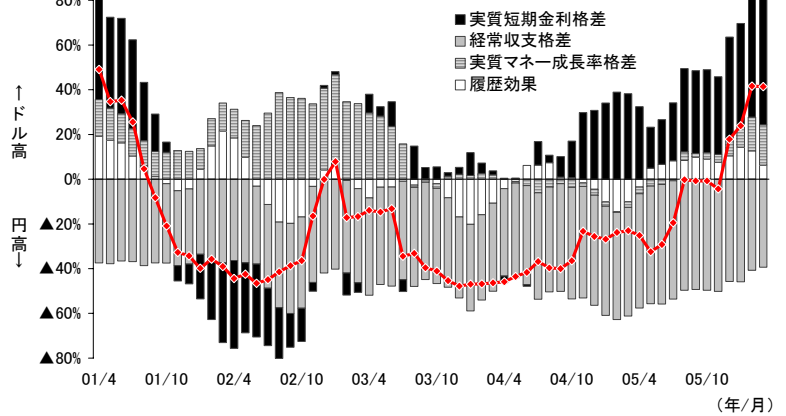


(注) ブライ・ボッシュン法による円ドルレートの局面判定により、2005年1月以降が新たにドル高局面と判定された。また説明変数で使っているGDP統計の改定も05年末に行われたため、インデックスの再推計を行った。再推計により過去のインデックスの数値も変更されている。

為替インデックス(過去1年分)

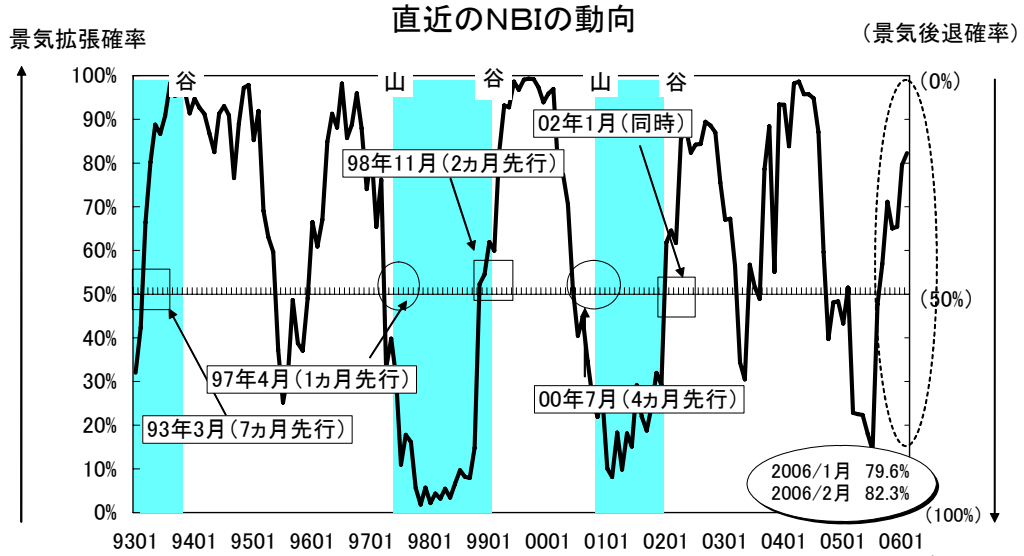
2005年3月	-23.0%
2005年4月	-25.1%
2005年5月	-32.4%
2005年6月	-29.2%
2005年7月	-19.5%
2005年8月	-0.2%
2005年9月	-0.8%
2005年10月	-0.7%
2005年11月	-4.3%
2005年12月	17.9%
2006年1月	23.8%
2006年2月	41.6%
2006年3月	41.4%

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) ~1月 : 79.6%、2月 (予測値) : 82.3%



(注) ①「○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高・谷までの期間。  
 ②網かけ(シャドロー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
 ③2006年1月までは実績値に基づく計測、2006年2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
05/1	43.3%	531,458	0.9%	-26.9%
05/2	51.5%	527,311	▲0.8%	-23.8%
05/3	22.8%	536,782	1.8%	-22.9%
05/4	22.5%	539,227	0.5%	-25.1%
05/5	22.3%	537,819	▲0.3%	-32.4%
05/6	18.0%	540,000	0.4%	-29.2%
05/7	14.3%	536,562	▲0.6%	-19.5%
05/8	47.7%	542,414	1.1%	-0.2%
05/9	56.9%	543,937	0.3%	-0.8%
05/10	71.1%	546,111	0.4%	-0.7%
05/11	65.0%	548,610	0.5%	-4.3%
05/12	65.4%	549,936	0.2%	17.9%
06/1	79.6%	547,779	▲0.4%	23.8%
06/2 (予測値)	82.3%			41.6%
06/3				41.4%

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計ともない遡及改定(2006年1月)

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①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。
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。
- ③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)