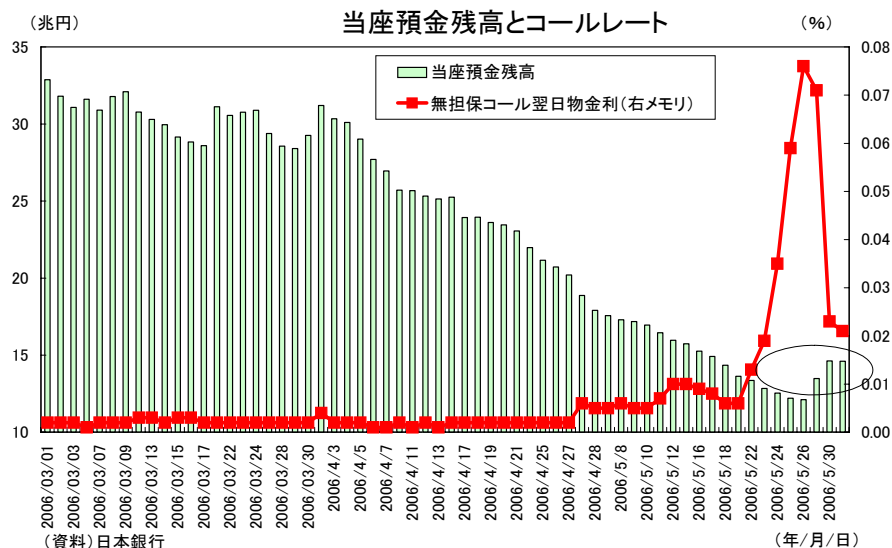


# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～ゼロ金利解除に向けほぼ終点

1. 5月後半になり無担保コールレートが上昇し始めている。順調に進んできた当座預金残高の削減は、ゼロ金利解除に向けほぼ終点に近づいていると言えそうだ。
2. 足もと株安、円高が進み、先行きの米国経済動向に懸念が高まっているが、6月調査の短観（7月3日公表）で景気回復の持続が確認され、それを受けて7月13-14日の決定会合において、無担保コールレートを0.25%引き上げゼロ金利の解除を行うと予想する。
3. 政府のデフレ脱却宣言のタイミングとしては、7月のサンクトペテルブルク・サミット（ロシア、7月15日～）が大きなポイントとなりそう。7月初めに示される骨太方針で現在の景気判断として「デフレ脱却」の判断が示される、または6月か7月かの月例報告でデフレの文言が月例から消えるというパターンが考えられる。デフレ脱却宣言+ゼロ金利解除で、政府・日銀一体の動きをサミットで報告するという筋書の現実味が出てきている。
4. 当面、長期金利は少し広めのレンジでの横ばい推移を予想する。日銀のゼロ金利解除は金利上昇要因となるが、世界的な株軟調、円高など、金利低下要因も存在する。方向感がなかなか見えない中、米国金利が為替、株価に大きく反応する展開となるだろう。
5. 当面のドル円レートは、大きな流れでは緩やかなドル安基調が続くと見る。なお、市場が米国経済の鈍化とともに利下げを織り込みにいき、ドル安が急進するというリスクが皆無ではない点には注意を要する。



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

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

#### （短期金利上昇で大規模供給オペ実施、4月以降初めて当座預金残高を増加させる）

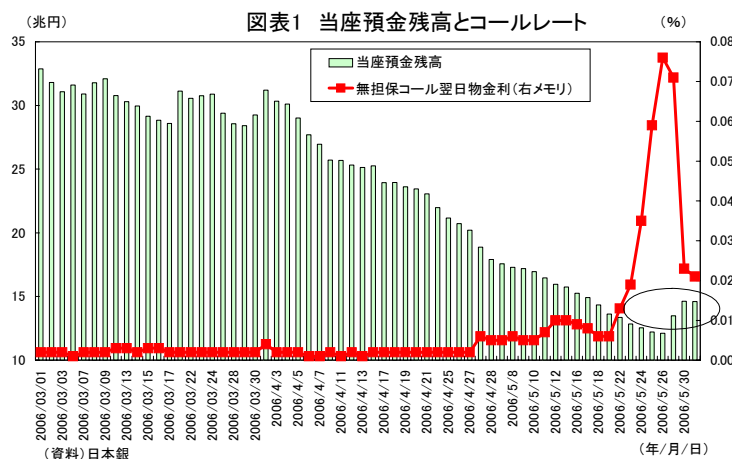
順調に削減が進んできた当座預金残高であったが、ここにきて短期金利の上昇が起きている。

日銀は3月に量的緩和政策を解除して以降、翌日物金利を「おおむねゼロ%」に誘導するゼロ金利政策をとっている。ゼロ金利の上限は現行のロンバート金利である0.1%であり、毎日の翌日物の加重平均金利が上限に達しないよう市場への資金供給量を調節している。ところが無担保コール翌日物金利は、当座預金残高が12・3兆円の水準となった22日前後から急速に上昇を始め、26日には上限である0.1%に接近した（図表1）。

29日、日銀は1日の資金供給としては過去最大の1兆5000億円のオペを実施して、4月以降、初めて当座預金残高を大幅に増やした（30日も5000億円の供給オペを実施）。必要準備は6兆円程度であり、まだ現在の水準とは乖離があるが、短期金利の上昇が明確になってきたということはある程度実需部分の削減がはじまっていることに他ならない。現在の「概ねゼロ%」というディレクティブでは、現在の残高維持がほぼ終点に近づいていると言えそうだ。

実際、日銀の福井俊彦総裁は30日の参院財政金融委員会で、「所要準備の水準（6兆円程度）に一挙にいけるかどうかはわからない」とした上で「当面の削減できうる下限にはもうしばらくすると行くのではないか」とし、ゼロ金利解除を可能とする当座預金残高が下限に近づいているとの認識を示している。6月の決定会合も据え置きの公算大だけに、当面、短期金利の動きを見ながら慎重に当座預金の増減を行うことになりそうだ。

なお、6月16日以降、2兆円台半ばから4兆円と変動幅が大きい日本郵政公社分の当座預金残高を除外して当座預金残高を公表することになるので数値の注意が必要である。



#### （短観を受け7月ゼロ金利解除、政府もサミットをにらみデフレ脱却宣言に）

筆者は6月調査短観（7月3日公表）で景気回復の持続（特に現状の円高・株安・原油高の状況を踏まえた上でもなお、2006年度の収益・設備投資見込みが大きく落ち込まない、さらに景況感の

緩やかな改善が示されるかどうか)が確認され、それを受けて7月13-14日の決定会合で無担保コールレートを0.25%引き上げゼロ金利の解除を行うというのをメインシナリオとしている。

足もと円高、株安、さらには海外経済、特に米国経済のインフレ懸念、景気後退が懸念されているが、現在の状況であれば、日銀は4月28日に示した展望レポートに示されたシナリオ範囲内との見方のはずである。十分ゼロ金利解除が可能と日銀は判断しているだろう。

政府サイドも小泉首相の任期終了が迫る中、「デフレ脱却」宣言の時期をうかがっているだけに、日銀のゼロ金利解除を全否定はしにくい状況になっている。政府のデフレ脱却のタイミングとしては、7月のサンクトペテルブルク・サミット（ロシア、7月15日～）が大きなポイントとなりそう（最後の小泉首相のサミットで海外への報告土産として「デフレ脱却」を持っていけるかどうか）。

30日、与謝野馨経済財政・金融担当相が「ゼロ金利は日銀の政策手段を奪っている」、「役所の定義ではまだデフレだが、私の生活実感とは違う」、「物価が下落していると感じている生活者はほとんどいない」と発言し、（実質的には）デフレを脱しているとの認識を示している。

5月19日の1-3月GDPで内需デフレーターがゼロになったこと、昨今報道されているように2四半期連続での需給ギャップがプラスということから、7月初めに示される骨太方針で現在の景気判断として「デフレ脱却」の判断が示される、または6月か7月かの月例報告（だいたい3週目公表）でデフレの文言が月例から消える（5月の月例報告では、「物価の動向を総合してみると、改善がみられるものの物価は緩やかなデフレ状況にある」とされている）可能性が高まってきている。デフレ脱却宣言+ゼロ金利解除で、政府・日銀一体の動きをサミットで報告するというストーリーの現実味が出てきている。

## ●金融市場：日米欧利上げ観測に、債券、為替市場とも大きく振れる

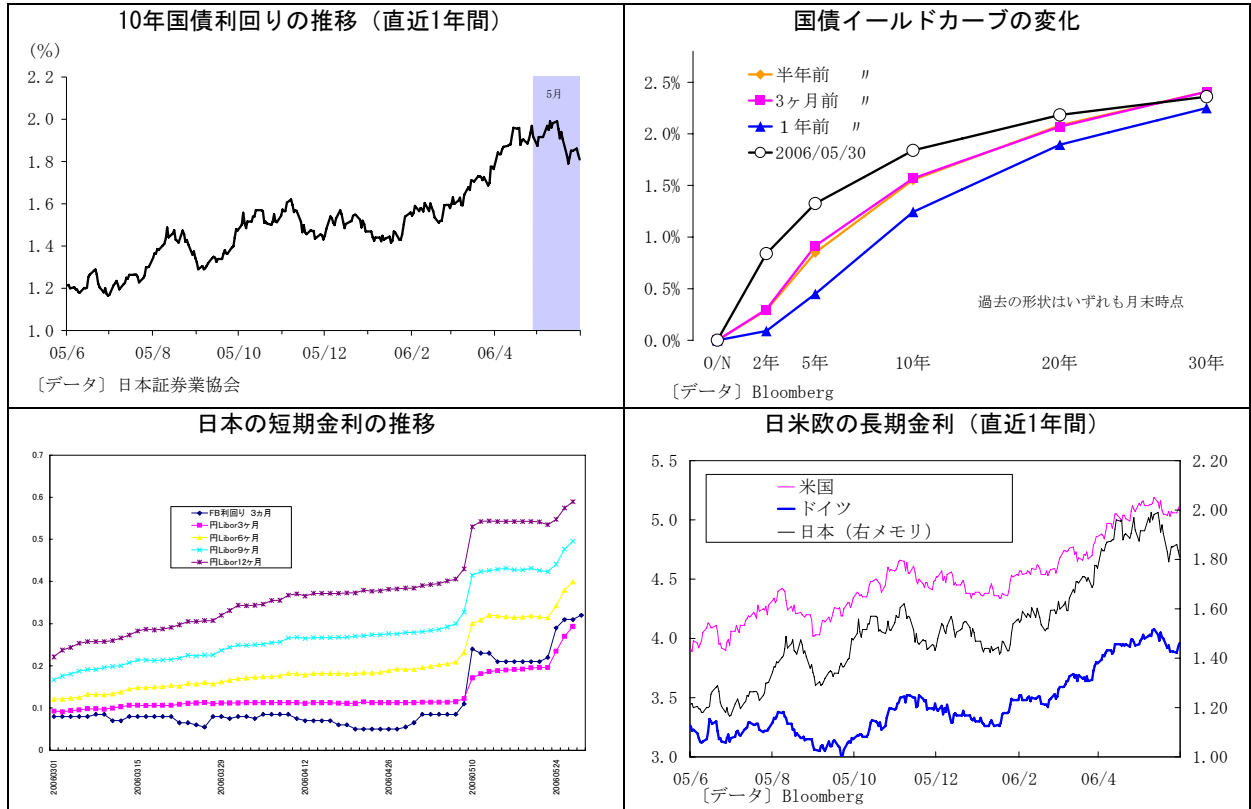
### (10年金利)

5月の長期金利は、月初日銀のゼロ金利解除が6月に前倒しされるのではとの観測が強まり一時2%に達する場面もあったが、その後急速に低下し、23日には1.8%を下回るなど動きの激しい展開となった（**図表2**）。

10年国債利回りは月初、1.8%後半の水準にあった。当座預金残高の削減が順調に削減されている中、4月末に公表された4月東京都区部コアCPIが前年比で伸び率を高めたことなどで日銀のゼロ金利解除が6月に前倒しされるのではとの思惑が強まり、金利上昇が続き、10日には一時2%をつける。しかし中旬以降は、円高・株安が進行する中で、5/16日に福井総裁が6月早期解除観測に対してけん制し、6月早期解除観測は大きく後退し長期金利は急ピッチの低下となった。5/23日には1.795%と4月3日以来、約1ヵ月半ぶりに1.8%を下回った。その後急ピッチの金利低下に対する警戒感が強まり、月末にかけては1.8%前半での推移が続いた。

当面、長期金利は少し広めのレンジでの横ばい推移を予想する。日銀のゼロ金利解除は金利上昇要因となるが、世界的な株軟調、円高などが金利低下要因も存在する。方向感がなかなか見えない中、米国金利が為替、株価に大きく反応する展開となるだろう。当面1～2カ月は1.75-2.0%と広めのレンジを予想する。

図表2 金利関係図表



(円ドルレート)

5月の円ドルレートは、4月の流れを受け、中旬まではドル安・円高が進み17日のロンドン市場では109円を割り込んだ。その後、6月以降の米国利上げ観測が高まりドルが若干戻し、111-112円での推移となった (図表3: 左上)。

5月1日に円ドルレートは05年10月ぶりの113円前半の水準となった。5日の米国雇用統計が市場予想を下回ると5月FOMCでの利上げ休止観測が強まり、日本でも6月ゼロ金利解除観測が高まりドル安円高が進行し、5月10日には東京市場で110円台に。10日、米国FOMCで利上げが実施され先行きの利上げに含みを持たず声明文が発表され、また同日、為替報告書では為替相場操作国として中国が認定されなかったという市場予想の範囲内の結果となるとさらにドル安・円高は加速し、109円台に突入した。16日に4月米住宅着工、4月米PPIが市場予想を下回ると17日のロンドン市場では一時109円を割り込む。しかし、17日に4月米コアCPIが前月比0.3%上昇と市場予想を上回ると、6月以降の追加利上げ観測が再燃しドルが買い戻され111円前半に。26日の米4月コア個人消費デフレータが前月比0.2%、前年比2.1%と当局の容認レンジの上限を上回ったことから、再び6月利上げ観測が強まり112円前後での推移となった。

当面のドル円レートは、大きな流れでは緩やかなドル安基調が続くと見る。日米金利差縮小、米国の対外不均衡問題や中間選挙をにらんだドル安政策観測の高まりなどドル安材料が山積する中では、絶対金利差がドルをサポートする要素にはなり得ても、やはりドル安円高圧力は強いと

見ざるを得ない。なお、市場が今後の米国経済の鈍化とそれに見合った利下げを織り込みに行くというリスクも皆無ではない点にも注意を要する（ただし、当研究所では2006年後半には米国経済が潜在成長率を若干割る程度の鈍化にとどまり追加利下げは即座に必要なしとの見通しから、上記の急ピッチの円高シナリオはあくまでリスクシナリオとしての位置づけ）。当面1～2カ月の予想レンジは100-115円。

**(ユーロドルレート)**

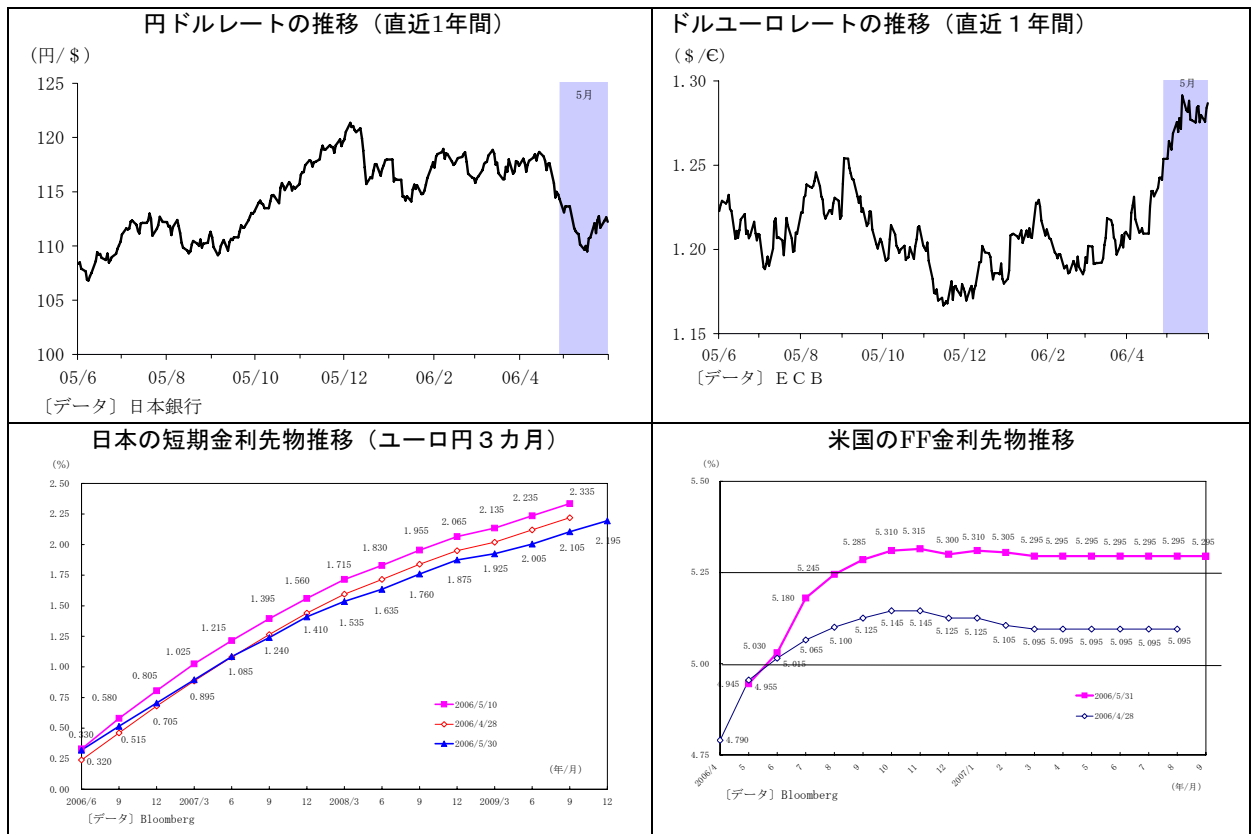
4月のユーロドルレートも、中旬以降、ドル安がいきに進展し、月末には1.25ドルまでドル安ユーロ高となった（**図表3：右上**）。

4日の理事会で利上げは見送られたがECBトリシェ総裁が物価動向に対して「強く警戒する」という言葉を使い6月利上げを強くアピールしたため、ユーロドルは1.27近辺から1.27台半ばまでユーロが上昇した。その後ECBメンバーから50BPの利上げが必要との発言がでると1.29台までユーロが買われる。16日のドイツZEW指数が大幅悪化となり、17日に4月米国コアCPIで強めの数値となったことや、フランス財務相からユーロ高けん制がでたことで1.27台までユーロが下落した。

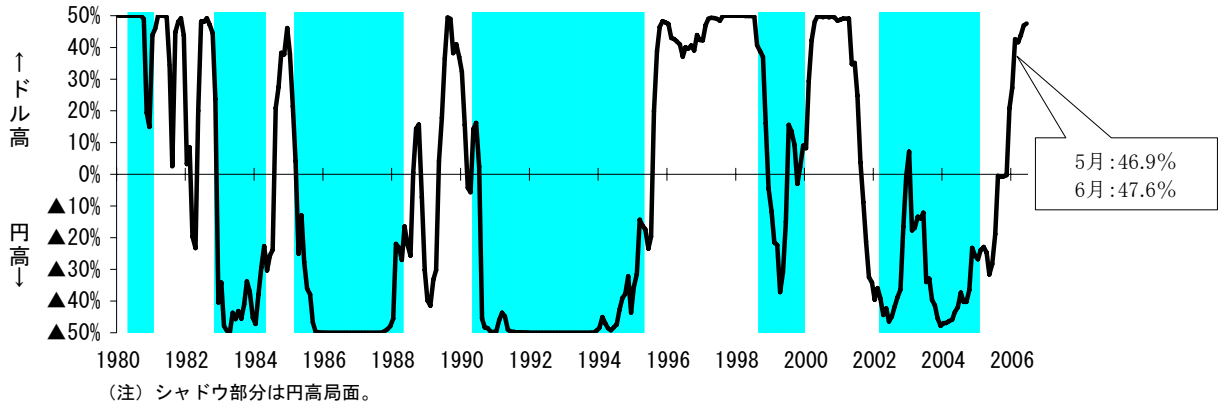
その後はドル円レートと同様に、米国の経済指標で6月FOMCへの利上げ観測が振れ、相場も1.27-1.28台での推移となった。

当面のユーロドルレートは、米欧金利差縮小、米国対外不均衡問題、イラン核問題をはじめとする地政学的リスクの高まりなどからドル安ユーロ高傾向の展開を予想。ただしユーロ圏での経常赤字拡大がユーロ高の頭を抑えることになりユーロ高は限定的にとどまる。当面1～2カ月の予想レンジは1.25-1.32。

**図表3 円ドルレート、ドルユーロレートの推移**



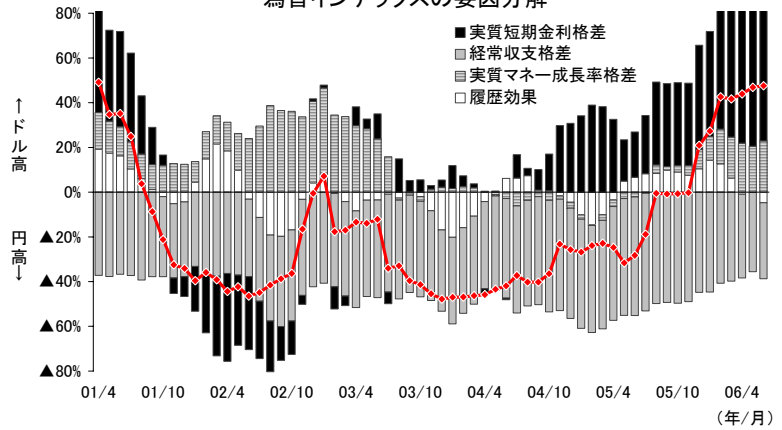
● 為替インデックス（ドル円）：6月は 47.6%のドル高サイン



為替インデックス(過去1年分)

2005年6月	-28.3%
2005年7月	-18.8%
2005年8月	-0.5%
2005年9月	-0.8%
2005年10月	-0.7%
2005年11月	-0.2%
2005年12月	20.9%
2006年1月	27.3%
2006年2月	42.6%
2006年3月	41.7%
2006年4月	43.9%
2006年5月	46.9%
2006年6月	47.6%

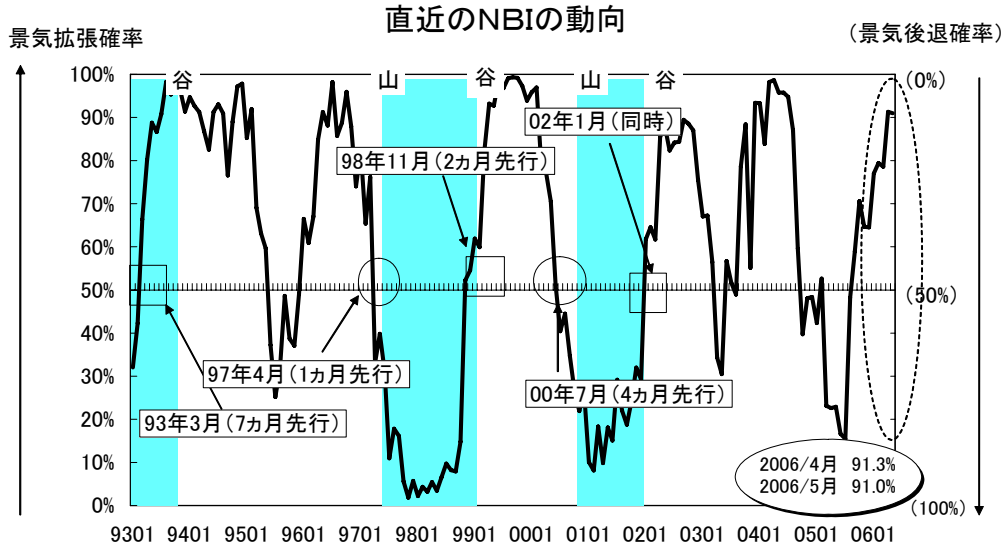
為替インデックスの要因分解





## 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) ~ 4月 : 91.3%、5月 (予測値) : 91.0%



(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(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
 ③2006年4月までは実績値に基づく計測、2006年5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	水準
05/5	22.9%	541,451	0.9%	-31.4%	
05/6	16.6%	539,167	▲0.4%	-28.3%	
05/7	15.5%	537,152	▲0.4%	-18.8%	
05/8	48.2%	539,014	0.3%	-0.5%	
05/9	58.9%	543,622	0.9%	-0.8%	
05/10	70.6%	541,356	▲0.4%	-0.7%	
05/11	64.6%	547,540	1.1%	-0.2%	
05/12	64.5%	547,773	0.0%	20.9%	
06/1	77.0%	547,022	▲0.1%	27.3%	
06/2	79.4%	549,720	0.5%	42.6%	
06/3	78.6%	548,416	▲0.2%	41.7%	
06/4	91.3%	548,907	0.1%	43.9%	
06/5 (予測値)	91.0%			46.9%	
06/6				47.6%	

(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)