

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

金融為替市場の動き / 量的金融緩和頼みでデフレを克服できるか？

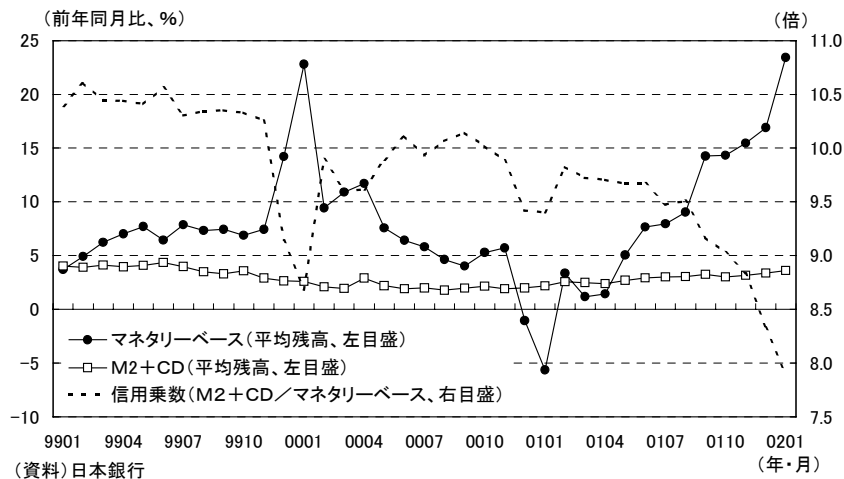
< 金融為替市場の動き >

1. 「総合デフレ対策」は、「デフレ対策」としても「株価対策」としても非常に中途半端な内容となっている。
2. 円ドルレートは、今後も日米景況格差を背景に円の先安観の根強い展開が見込まれ、リパトリの動きが一巡した際には円が売り込まれやすい状況も想定される。

< 今週の焦点：量的金融緩和頼みでデフレを克服できるか？ >

1. デフレ圧力を金融政策頼みで緩和しようとするのは、約1年の量的金融緩和政策の経験から判断する限り容易ではないと考えられる。
2. デフレ対策については今後も継続的に検討され追加的に発動される可能性が高いが、デフレ対策としての金融政策の限界を認識しておくことが重要である。

マネタリーベースとマネーサプライ(M2+CD)の推移



研究員(金融担当) 矢嶋 康次(やじま やすひで) (03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

研究員(為替担当) 岡田 章昌(おかだ あきまさ) (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

研究員 矢嶋 康次

デフレ阻止には力不足の「総合デフレ対策」

2月27日「総合デフレ対策」が発表された。

対策の内容はここ数日報道されていた通り、不良債権処理の促進、金融システムの安定、市場対策、貸し渋り対策等の4つの柱となった。

今回の対策は「デフレ対策」としても3月末に向けた「株価対策」としても非常に中途半端な内容となっている。

株価対策としては空売り規制の強化が盛り込まれなど政府の意図は明確になっている反面、公的資金注入については「金融危機のおそれがあり、法令に照らして必要があると判断される場合には、資本増強を含むあらゆる措置を講じ、金融システムの安定を確保する」と今後に含みを持たず記述にとどまり、時期、注入規模などすべてに具体性が欠け市場の評価を受けきれていない。

市場の関心の中心であった不良債権処理については、「特別検査の厳正な実施」「RCCによる積極的な不良債権の買取り」「企業債権ファンドの設立の推進」などが挙げられているが今までの政府が進めてきた政策が再確認されているだけで目新しいものはない。また需要対策についても、予算が国会審議中のため、財政出動・税制改革など予算措置を伴うものは見送られており、デフレ阻止が日銀任せになっており、対策の本来の目的である「デフレ克服」には力不足である。

総合デフレ対策の内容

1. 不良債権処理の促進
 - 特別検査の厳正な実施等
 - 不良債権処理の一層の促進
 - RCCによる積極的な不良債権買取り
 - 企業再建ファンドの設立の推進
2. 金融システムの安定
 - ペイオフ実施に向けた金融システムの安定確保
 - 金融危機の回避
 - ・日銀による資金供給
 - ・金融危機のおそれがあり、法令に照らして必要があると判断される場合には、資本増強を含むあらゆる措置を講じ、金融システムの安定を確保する
3. 市場対策
 - 特別検査の厳正な実施等
 - 銀行等保有株式取得機構の積極的活用
 - ETF商品の拡大
4. 貸し渋り対策等
 - 中小企業に対する資金供給の円滑化
 - ・特別保証の返済条件の一層の弾力化
 - 経営実態に応じた検査の運用確保

デフレ総合対策を受け、日銀も追加緩和を発表

先月19日、速水総裁は小泉首相と会談し、公的資金の再注入を含めた抜本的な金融安定化策について早期の決断を求めたと報道されていた。今回の政策決定会合については27日発表の政府

「総合デフレ対策」をどのように評価し、デフレ克服に向け日銀がどのように協力してくるのかが注目された。

28日開かれた金融政策決定会合では、事前に予想されていた国債買い取りオペの増額（8000億円 1兆円）の他に、年度末対策としてロンバート型貸し出しについても、公定歩合による貸出日数の上限を現行の5日間から全営業日に広げ、上限撤廃を決定。さらに日銀当座預金残高についても目標にかかわらず潤沢な資金供給を行うことが決定された。

政府の総合デフレ対策では日銀に「思い切った金融政策」を要請しており、日銀もデフレ克服に向け、政府と「協調」していく姿勢を市場に強く印象づけるために市場予想よりもやや踏み込んだ緩和策が実施されたと考えられる。

ただ、28日発表の日銀ステートメントに「日本銀行の思い切った金融緩和が経済全体に浸透していくためには、迅速な不良債権処理を通じて金融システムの強化・安定を図るとともに、税制改革、公的金融の見直し、規制の緩和・撤廃等により経済・産業面の構造改革を進めることが前提となる。」とうたわれており、日銀の金融政策のみではデフレ克服は困難とのスタンスは変わっておらず、政府サイドへの期待が込められている。

3月末に向けてさらに強まる日銀への圧力

株式相場は、空売り規制などに好感し上昇したが、債券市場などは総合デフレ対策に対して冷やかな反応となった。冷やかな市場の反応に対して、政府も総合デフレ対策発表と同時に、市場に「期待」を残すべく「今回は第一歩」とのコメントを発表しており、今後、経済活性化に向けた税制改革、インフレ目標の明確化、不良債権問題の終結に向けた道筋の明確化、民需拡大策などを検討するとの報道がされている。ただし平成14年度予算の審議が早くても3月中旬程度までかかると予想され、その間は今回と同様に予算措置を伴うものについては手につけられないだろう。また特別検査も3月末となっているため不良債権処理解決への道筋も新たなものが発表される可能性も少ない。3月末に向け、政府の打てる手が限られる中では、日銀に対する圧力がさらに高まるだろう（3月中の日銀の政策決定会合は3/19～20日の1回だけとなっている）。

特に、今回自民党のデフレ対策特命委員会で、日銀に対して（1）物価安定目標（プライスレベル・ターゲティング）の導入（ある特定の時期の平均の消費者物価指数を基準とし、それを年率1～2%引き上げることを目的として金融市場調節を行う）（2）国債の買取りオペ、外債、有価証券などの売買、運用の弾力化を図る。（3）上記実現のため必要な法改正を行うべきとの内容の提言を26日に小泉首相に提出している。この特命委員会提言が自民党案と即なるわけではないが、日銀に対してインフレーションターゲティングを導入させるべきだとの議論が高まる可能性が高い。

< 為替市場の動き >

研究員 岡田 章昌

足もとの為替レート動き

(1) 円ドルレート

円ドルレートは、日米景況格差を背景とした円の先安観が依然根強いが、決算期末を控えた円資金のリパトリエーション（本国への資金還流）観測に円の下値が支えられ、131～135 円/ドルのレンジで一進一退の推移が続いている。

2月月初は、米企業会計への懸念を背景に米株価が軟調な推移となったことからドル売りが優勢となり、一時131円/ドル台へ円が急伸した。しかし、中旬にかけては、日本側の金融システム不安の高まりや米株安を背景に日経平均株価がバブル後最安値を更新するなど日本経済の先行き懸念が高まり、再び134円/ドル台へ円は急落した。

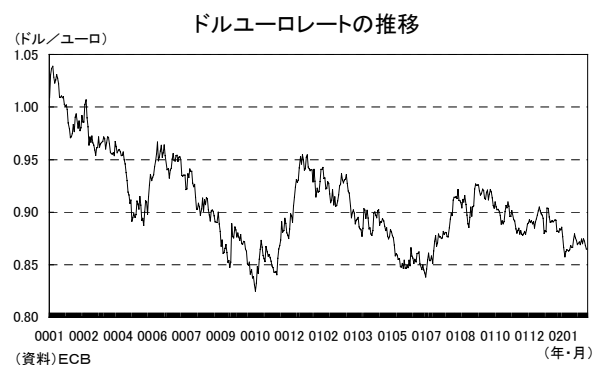
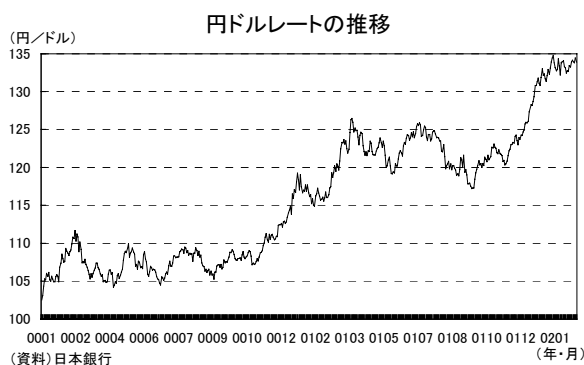
世界経済における日本経済の立ち遅れが目立つ中で、円安誘導による日本の景気下支えが国際的に容認されるかどうかG7やブッシュ大統領来日の際に注目された。しかし、いずれも現状を容認するものにとどまり政策的要因による円安期待は大きく後退した。さらに、円資金のリパトリ観測が円の下値を支え、中旬以降は132～135円/ドルで一進一退の推移となった。

今後も日米景況格差を背景に円の先安観の根強い展開が見込まれるが、引き続きリパトリの動きが円の下値を支える形で131～135円/ドルのレンジ相場が予想される。ただし、リパトリの動きが一巡した際には円が売り込まれやすい状況も想定され、政府の総合デフレ対策が期待外れであったこともあり、一段の円安進行も視野に入ってくるであろう。

(2) ユーロドルレート

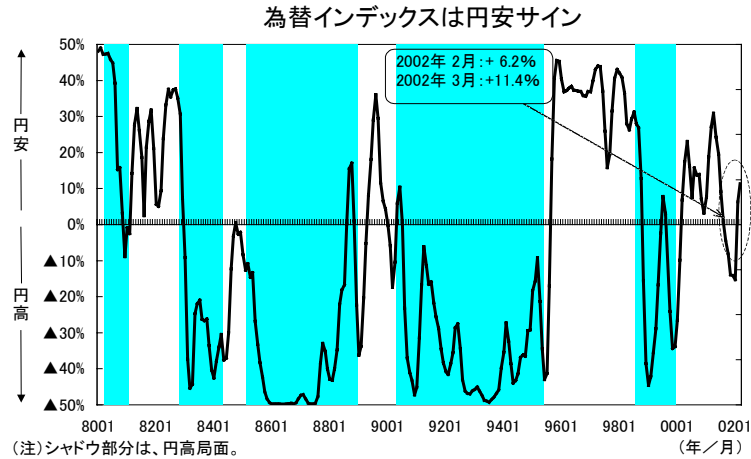
ユーロドルレートは、一時期の下値不安は薄らぎつつあるが上値は重く、1ユーロ=0.86～0.88ドルで一進一退の推移となっている。

2月上旬には、米企業会計への懸念を背景にユーロが買い戻される展開となり、1ユーロ=0.88ドル前半までユーロは上昇した。しかし、中旬以降は、米1月小売売上高が堅調な結果となった一方で独12月の小売売上高が弱いことから再び米欧景況格差が意識される展開となり、ユーロは1ユーロ=0.86～0.87ドルで上値の重い展開となっている。



3月の為替インデックスは+11.4%と円安サインが継続

3月の為替インデックスは+11.4%と2月の+6.2%に対して5.2%ポイント上昇し、昨年末以降の急速な円安進行による履歴効果を主因に円安サインが継続している。



実質短期金利格差要因は2月の為替インデックス比で-3.4ポイントの寄与となり、円高要因となった。米利下げ局面が一服し米実質短期金利は下げ止まりつつあるが、日本のデフレ圧力の高まりから日実質短期金利は緩やかに上昇しており、日米実質短期金利差の逆転が続いている。

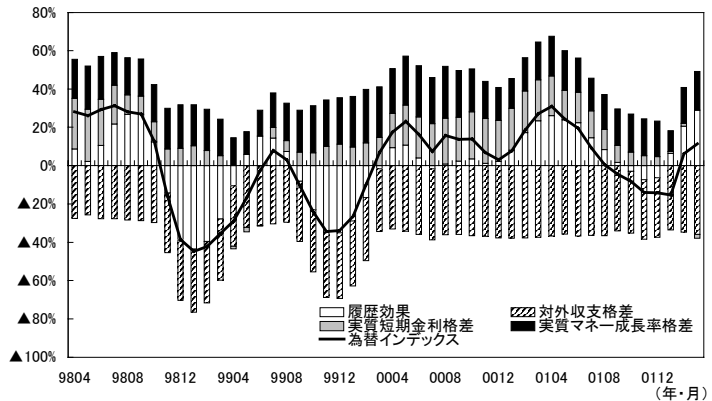
対外収支格差要因は前月比-1.3%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。所得収支の黒字増大を背景に日本の経常収支黒字の拡大基調が鮮明化しつつあることから、日米経常収支対名目GDP比格差は拡大している。

マネー成長率格差要因は前月比+1.6%ポイントの寄与となり、若干の円安要因となった。日本のM1成長率が拡大傾向にある一方、FRBの大幅な金融緩和の効果一巡から米国のM1(現預金)成長率は若干鈍化しており、日米マネー成長率格差が拡大した。このほか、履歴効果は前月比で+8.3%ポイントの寄与となり、引き続き大幅な円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2001年 3月	27.1%
2001年 4月	30.9%
2001年 5月	24.2%
2001年 6月	19.5%
2001年 7月	9.2%
2001年 8月	0.6%
2001年 9月	-4.4%
2001年 10月	-8.2%
2001年 11月	-14.0%
2001年 12月	-14.2%
2002年 1月	-15.3%
2002年 2月	6.2%
2002年 3月	11.4%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週の焦点：量的金融緩和頼みでデフレを克服できるか？ >

研究員 岡田 章昌

2001年3月に日銀が量的金融緩和政策の実施に踏み切ってから、はや1年が経とうとしている。当座預金残高目標が導入当初の5兆円から10~15兆円程度に引き上げられるなど量的金融緩和政策の強化が図られてきているが、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品：以下、コア）の前年比上昇率は0.7~1.0%で推移しており、上昇に転ずる兆しはみられない。また、足もとでは消費者物価指数（コア）の前年比でのマイナス幅が拡大するなどデフレ懸念がさらに強まっており、デフレ克服に向け金融政策での対応が期待される日銀へのプレッシャーは高まる一方である。

2月27日に発表された総合デフレ対策においても「日本銀行においても、思い切った金融政策を行うよう要請する。」と謳われており、引き続きデフレ対策は日本銀行の量的金融緩和頼みの状況が続いていくものとみられる。果たして量的金融緩和頼みでデフレを克服できるのだろうか？以下、これまでの量的金融緩和政策をレビューしつつ考えてみたい。

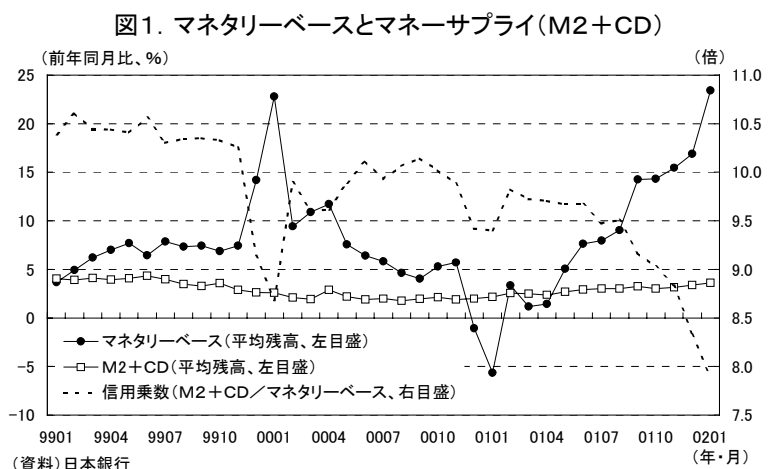
量的金融緩和政策の誤算

量的金融緩和政策は「物価 = マネーで測った物の価値 / マネーの量 / 物の量」という関係が成立することを暗黙に想定したものであり、マネーの量が物の量に対して増えることはマネーの物に対する相対価値の低下につながり、これによる物価の上昇をねらったものといえる。

しかし、これまでの日銀による量的金融緩和政策がデフレ対策として機能してこなかった誤算として、次の2つの要因が考えられる。第1に、日銀によるベースマネーの拡大がマネーサプライ（M2 + CD）の拡大に有効につながらなかったことであり、第2に、マネーサプライの拡大が消費者物価（コア）のマイナス基調に影響を及ぼしえなかったことである。

日銀によるベースマネーの拡大がマネーサプライ（M2 + CD）の拡大につながりにくかった様子を見たものが図1である。

これによると、量的金融緩和政策実施以降、マネーサプライ（M2 + CD）は緩やかに拡大してはいるが、この背景には郵貯満期資金や投資信託資金の資金シフトというマネーの定義に起因する要因もあり、日銀によるベースマネーの拡大がマ

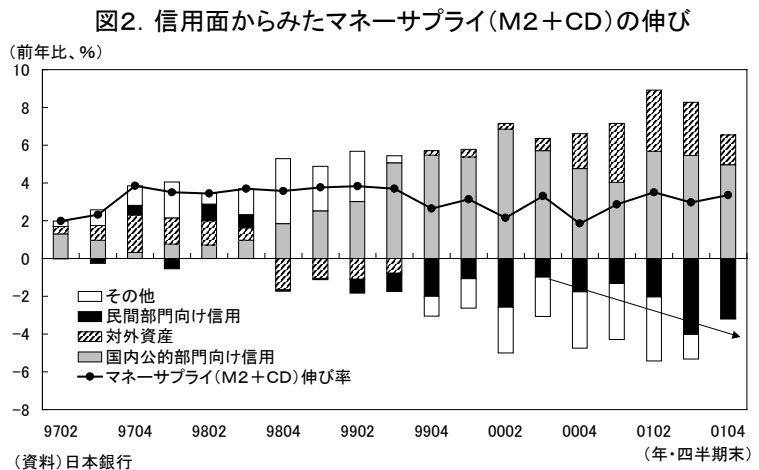


ネーサプライの拡大に有効につながっているとはいえない。また、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）をベースマネー（マネタリーベース）で割った信用乗数は90年代後半において概ね10～11前後で安定していたが、量的金融緩和政策が実施されてからは低下の一途を辿り、2002年2月には7.9まで低下している。

マネーサプライの拡大を抑制した対民間部門向け信用の低下

日銀によるベースマネーの拡大がマネーサプライの拡大に有効につながらなかったのはなぜだろうか？日銀は金融機関を通じて市場にマネーを供給しており、この仲介役である金融機関は企業や消費者など経済主体の資金需要に応じてマネーを供給している。このような金融機関から経済主体へのマネーの行き先に着目してマネーサプライ拡大の要因をみたものが、図2である。

これをみると、2000年以降におけるマネーサプライの伸びの特徴として、民間部門向け信用が縮小する一方国内公的部門向け信用と対外資産が拡大する形でマネーの伸びが維持されていることがわかる。特に、量的金融緩和政策が採用された2001年以降では、企業サイドにおける過剰債務の処理による銀行貸出残高圧縮の動きを背景に民間部門向け信用のマイナ



ス幅は拡大しており、このことが量的金融緩和政策によるマネーサプライの拡大を抑制しているといえる。

逆に、国内公的部門向け信用や対外資産が拡大することでマネーサプライが拡大する可能性が残されていることもあわせてみてとることができる。このことは、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）を拡大する施策として、長期国債の買切りオペの増額や、日銀による外貨建て資産購入が提唱されることの一つの根拠になっているものと考えられる。

しかし、対民間部門向け信用以外の信用の拡大によるマネーサプライの拡大では消費者物価（コア）のマイナス基調に影響を及ぼしえなかったことが、量的金融緩和政策の第2の誤算である。

マネーと物価の関係は弱まっているか？

これは量的金融緩和政策の根底に係る問題であるが、近年の金融政策に関する実証分析では、従来安定的であったマネーサプライ（ $M2 + CD$ ）と消費者物価との関係が90年代に入ってから弱まり、それらの関係が不安定化しているとの分析結果が得られている。これはマネーサプライ

(M2 + CD) と消費者物価との関係を完全に否定するものではないが、マネーサプライ (M2 + CD) の拡大により消費者物価の上昇を目指すことがいかに難しいかということの証左であり、また量的金融緩和政策の第2の誤算とも整合的である。

この点を確認するために、Granger 因果性検定という統計的手法を用いて、マネーサプライ (M2 + CD)、国内民間部門向け信用、国内公的部門向け信用、対外資産、その他 (金融債・信託・投信等) の消費者物価 (コア) 上昇率に対する統計的因果関係 (厳密には、統計量の先行性) を計測してみると、以下の表の通りとなる。

マネーサプライ(M2+CD)と消費者物価(コア)上昇率の統計的因果関係

	1970年代以降 (1972年1Q~2001年4Q)	1990年代以降 (1990年1Q~2001年4Q)
マネーサプライ(M2+CD)	◎	×
国内民間部門向け信用	◎	◎
国内公的部門向け信用	××	××
対外資産	○	△
その他	××	××
(参考)円ドルレート	×	××

(注1)マネーサプライ(M2+CD)の伸びは前年比、信用面での対応はマネーサプライの伸びへの寄与度。

(注2)◎は「統計的な因果関係がない」という仮説を1%の有意水準で棄却。

(注3)○は「統計的な因果関係がない」という仮説を5%の有意水準で棄却。

(注4)△は「統計的な因果関係がない」という仮説を25%の有意水準で棄却。

(注5)×は「統計的な因果関係がない」という仮説を50%の有意水準で棄却。

(注6)××は上記以外。

(注7)ラグ期間は2四半期を採用。

(資料)日本銀行資料を基にニッセイ基礎研究所推計

他の実証分析と同様に、1990年代以降にマネーサプライ (M2 + CD) と消費者物価 (コア) との間の統計的な因果関係が弱まっていることがわかるが、注目されるのが国内民間部門向け信用と消費者物価 (コア) との間の統計的な因果関係については1990年代以降においても安定的である点である。

この背景には、1990年以前はM2 + CDと国内民間部門向け信用がほぼ連動して推移していたのに対し、1990年代以降はその関係が崩れていることがある。したがって、従来安定的とみられていたM2 + CDと消費者物価との関係は、国内民間部門向け信用と消費者物価との安定的な関係を言い換えていたに過ぎない可能性も考えられる。

もちろん、ここでの分析からM2 + CDと消費者物価との関係が完全に否定されるわけではないが、日本企業が過剰債務の処理といった構造的な課題に取り組む中で国内民間部門向け信用の収縮は不可避であり、金融政策により物価下落に歯止めをかけることがいかに困難かを窺い知ることができる。

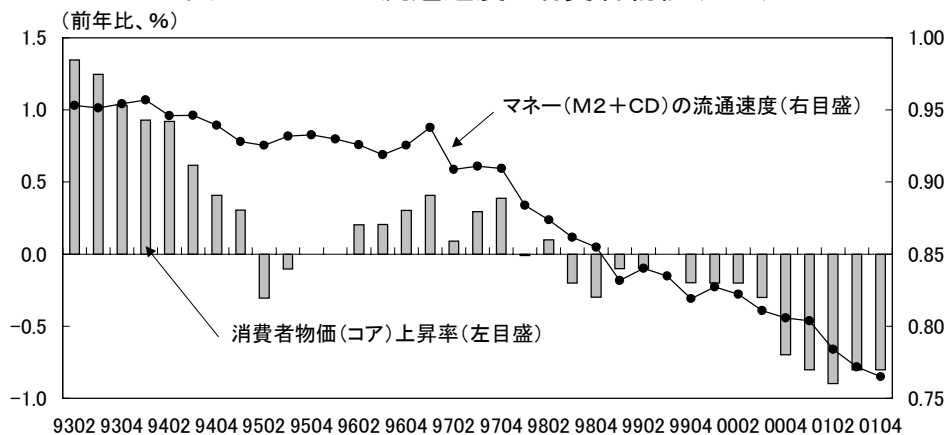
量的金融緩和頼みでデフレを克服できるか？

政府の総合デフレ対策における要請を受ける形で、2月28日の金融政策決定会合において、国債買切りオペの1兆円への増額等量的金融緩和の強化が決定された。しかし、量的金融緩和政策の1年をレビューすることでわかるとおり、量的金融緩和策頼みでデフレを克服しようとするには限界があると考えられる。

今後、総合デフレ対策が実行に移されれば不良債権処理が加速される可能性が高く、これに伴い消費者物価への影響力が大きい国内民間部門向け信用が一段と収縮する恐れもある。このようなデフレ圧力の高まりに加え、年度末を乗り越えたとしても引き続き金融システム不安が燻る状況も想定されることから、政府・日銀一体となったデフレ対策という名のもとにさらなる日銀の量的金融緩和政策への圧力が一段と高まることであろう。

しかし、デフレ圧力を金融政策頼みで緩和しようとするのは、これまでの経験から判断する限り容易ではない。デフレ対策については今後も継続的に検討され追加的に発動される可能性が高いが、デフレ対策としての金融政策の限界を認識しておくことが重要であると考えられる。このような点をあいまままにしたままデフレの責任を日本銀行に押しつけたとしても、事態は一向に改善に向かわないであろう。

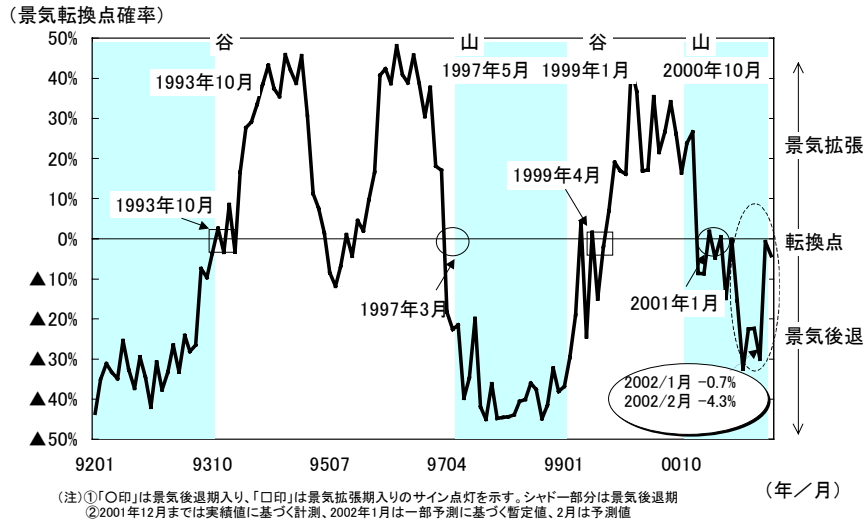
図3. マネーの流通速度と消費者物価(コア)



9302 9304 9402 9404 9502 9504 9602 9604 9702 9704 9802 9804 9902 9904 0002 0004 0102 0104
 (注1)流通速度＝名目GDP(季節調整値年率)／M2+CD(平残、季節調整値) (年・四半期)
 (注2)97年度の消費者物価上昇率は、消費税率引き上げ分が100%転嫁されたものとして消費増税分を取り除いたもの。
 (資料)日本銀行、総務省

< 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 : - 0.7%、 2月 (予測値) : - 4.3%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
01/3	1.8%	106.1	0.6%	▲0.6%	▲1.3%	27.1%
01/4	-4.8%	103.1	▲2.8%	▲1.0%	▲0.2%	30.9%
01/5	0.4%	102.2	▲0.9%	▲0.3%	▲0.1%	24.2%
01/6	-14.8%	102.3	0.2%	▲1.2%	▲2.0%	19.5%
01/7	-0.2%	100.9	▲1.4%	0.1%	0.9%	9.2%
01/8	-15.5%	101.5	0.6%	0.8%	0.9%	0.6%
01/9	-32.6%	99.5	▲2.0%	▲1.8%	▲1.9%	-4.4%
01/10	-22.5%	99.3	▲0.2%	0.9%	1.5%	-8.2%
01/11	-22.4%	100.1	0.8%	0.4%	0.2%	-14.0%
01/12	-30.0%	101.0	0.9%	▲1.3%	▲2.7%	-14.2%
02/1	-0.7%	100.4	▲0.6%	1.0%	1.8%	-15.3%
02/2	-4.3%					6.2%
02/3						11.4%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂
(注2) 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訂(2001年10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。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年2月22日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年2月22日号参照。

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)