

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 / 日銀見通し 2004年度もデフレ継続

< 今月の日銀ウォッチ >

1. 日銀は10/31日に「展望レポート」を公表した。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の「大勢見通し」は今年度が0.3~0.1%の下落、2004年度は0.5~0.2%の下落となり、いずれもマイナスとなった。政策委員のなかには2004年度で0.5%の物価上昇の予測もあったが、大勢見通しではなおデフレは続くと言われている。
2. 日銀に外債を売却して介入のための円を調達するという案がここにきて浮上してきた。円高介入の資金確保ができ、為替市場に対して、強い円高阻止を印象付けるというアナウンスメント効果は期待できると思われる。

< 金融・為替市場の動き >

1. 景況改善に伴う金利先高観は残るが、ゼロ金利解除には時間がかかると思われるのに加え、拡大した長短金利差から見る限り、これ以上の長期金利上昇余地は小さいだろう。
2. G7以降の短期的なドル安が一巡した可能性はあるが、米経常収支改善には今暫く時間がかかる上、本邦輸出企業のドル売りなどから、ドルの上値も限られたものとなるだろう。

「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」

(大勢見通し)

対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+2.3~+2.6 <+2.4>	-0.9~-0.5 <-0.7>	-0.3~-0.1 <-0.2>
4月時点の見通し	+0.8~+1.1 <+1.0>	-1.0~-0.9 <-1.0>	-0.5~-0.4 <-0.4>
2004年度	+2.3~+2.6 <+2.5>	-0.8~-0.4 <-0.6>	-0.5~-0.2 <-0.3>

(全員の見通し幅)

対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+2.3~+2.7	-0.9~-0.5	-0.3~0.0
4月時点の見通し	+0.8~+1.2	-1.0~-0.3	-0.6~-0.2
2004年度	+2.0~+2.8	-0.9~0.0	-0.5~+0.5

シニアエコノミスト 熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち) (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03)3597-8047 yyajima@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 TEL: (03)3597-8405

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

< 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

展望レポート「来年度もデフレ継続予想」

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、政策委員の見通しを示す「経済・物価の将来展望（展望レポート）」を公表した。日銀が量的緩和政策のメルクマールとする消費者物価（全国、除く鮮食品）の「大勢見通し」は、今年度が0.3～0.1%の下落、2004年度は0.5～0.2%の下落となり、いずれもマイナスとなった。

政策委員のなかには2004年度で0.5%の物価上昇という予測を示した政策委員もいたが、大勢見通しではなおデフレは続くとみられている。来年度の実質GDP見通しが示すように景気拡大は続く見込みだが、消費者物価については、医療費負担やたばこ税の引き上げといった物価の押し上げ要因がなくなるため、下落幅が拡大するとの見込みのようだ。

「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」 (大勢見通し)

対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+2.3～+2.6 <+2.4>	-0.9～-0.5 <-0.7>	-0.3～-0.1 <-0.2>
4月時点の見通し	+0.8～+1.1 <+1.0>	-1.0～-0.9 <-1.0>	-0.5～-0.4 <-0.4>
2004年度	+2.3～+2.6 <+2.5>	-0.8～-0.4 <-0.6>	-0.5～-0.2 <-0.3>

(全員の見通し幅)

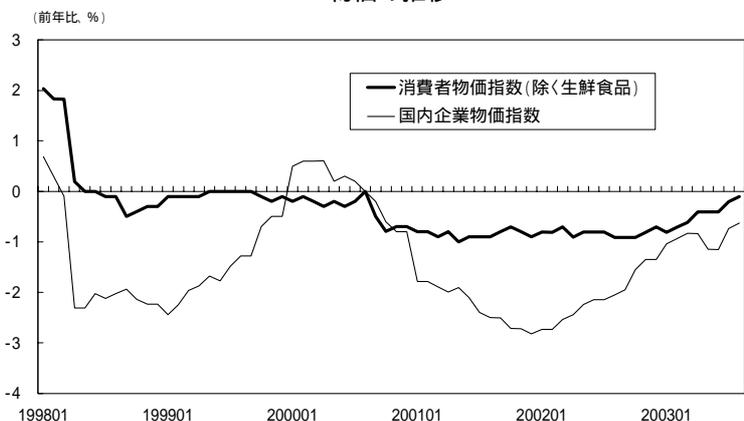
対前年比、%、< >内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+2.3～+2.7	-0.9～-0.5	-0.3～0.0
4月時点の見通し	+0.8～+1.2	-1.0～-0.3	-0.6～-0.2
2004年度	+2.0～+2.8	-0.9～0.0	-0.5～+0.5

上記標準シナリオを上振れまたは下振れするリスクとして、4つの要因が示されている。第1は海外経済動向（とくに米国の景気回復の強さ）、第2は金融・為替市場（落ち着いている株価がどうなるか、円高進行の行方）、第3は不良債権や金融システムの動向、第4は国内民間需要（家計消費が拡大するか、非製造業、中小企業の回復はあるか）で、第1、4については、上振れ、下振れの両方の可能性を指摘しているが、第2、第3については下振れリスクがあるとの認識のようだ。

当研究所では（9月12日公表）、2004年の実質GDPは1.1%、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）

物価の推移



は-0.4%と考えている。円高進行、年金などの個人負担増が消費の伸びを抑えるとのシナリオに基づいており、日銀の標準シナリオとの対比では、第2、第4について下振れの実現性が高いと考えている。

今回示された日銀の標準シナリオは、今後3カ月ごとに修正が行われることとなる。金融経済月報などで海外経済動向の上方修正がなされ、2004年度の消費者物価の予想が一時的にプラスになる可能性もあるが、以下の点から考えても、量的金融緩和解除は2004年度中にはないと言えよう。

10月10日に示された量的金融緩和の解除条件において、近いうちに条件1、2はクリアすると判断できるような可能性があるかもしれない。しかし最後の総合判断は短期間では不可能だ。福井総裁は総合判断の一つの目安として、金融システム改善、2極化（非製造業や中小企業の低迷）の改善を条件としてあげている。金融システムについては、2005年4月にペイオフ解禁が予定されており、その前までに急速に改善し量的金融緩和を解除しても混乱が生じないとの判断は難しい。また2極化の問題も、10月短観が示すように景気回復の中で事態はさらに悪化しており、量的金融緩和解除を短期間で判断することは不可能だろう。

ただし、金融市場は量的金融緩和解除の「出口」を考えてしまった経緯もあり、消費者物価の実績がプラスになったり、展望レポートで物価予測が上方修正された場合に、再び金利上昇圧力が高まるだろう。日銀は総合判断ができる状況ではないということを強調し、強烈に時間軸効果を市場に意識させる展開が続くものと思われる。

量的緩和政策継続のコミットメントの明確化（10月10日発表）

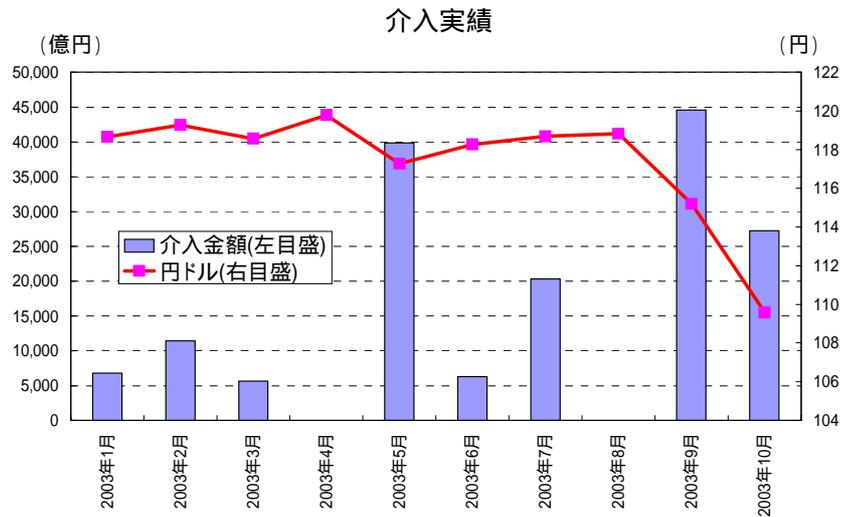
- ・ 第1に、直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要である（具体的には数か月均して確認する）。 <条件1>
- ・ 第2に、消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。 <条件2>
- ・ こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる。 <条件3:総合判断>

日銀の外債購入案浮上

10月30日発表の介入実績によれば、米国などへの配慮から10月は9月に比べ介入額が減少したようだが、円高阻止に向けて大規模介入が続いている。政府が為替市場で介入に使う資金は、外国為替資金特別会計で管理されている。円売り介入の場合は政府短期証券で調達した円でドルを買い入れるが、これには毎年度予算で上限が設けられており2003年度は79兆円となっている。直近その額は既に約70兆円に達し、上限まで10兆円程度というところにまで来ていると見られる。谷垣財務大臣は記者会見で「介入資金というものが枯渇したという状況ではない」と述べ、これがネックになって介入が難しくなるという見方を否定した。しかし市場が政府の介入の余力に疑

念を抱けば、一気に円高が進む恐れもある。来年度予算を待たず補正予算で借り入れ限度額を引き上げるといった案もあるが、ここにきて日銀に外債を売却して介入のための円を調達するという案が浮上してきた。

この日銀が購入する外債は、過去の円高阻止のために行ったドル買・円売介入による外貨準備となっている米国債で、日銀が購入しても新たに為替市場でドル買いの需給が生まれるというものではない。購入に際しては買戻し条件が付く見込みで、日銀のバランスシートに外債残高が積み上がるということもないようだ。



10月前半の政策決定会合では、景況感が上方修正される中で当座預金残高の上限引き上げという追加緩和が行われた。追加緩和の理由は「金融政策面から、最近の景気回復に向けた動きをより確実なものとするに資するため」とされており、総裁会見において「我々も円高のことは十分念頭に置いているが、それだけに直結して金融政策を決めるわけではない。」と7~8円進んだ円高だけの対応ではないが円高が追加緩和の重要な要因であったと発言している。

日銀としても円高阻止は一致した意見だけに、買戻し条件が付与されればこの措置に応じる可能性は高い。今回の措置により円高介入の資金確保ができ、為替市場に対しては、強い円高阻止を印象付けるというアナウンスメント効果は期待できると思われる。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(10月の概況)

国内債市場では、①期初の新規資金流入に対する期待感の高まり、②月初にやや伸び悩み気味となった株式市場、③1ドル=110円台を割り込む水準まで進んだ円高などを手がかりに小じっかの展開が続き、9、10日には長期金利（10年国債）が1.3%台を割り込む場面も見られた。

しかし、月央に米金利が上昇したことや、米国株高に伴い国内株式市場でも日経平均株価が1万1000円台を回復したことから、債券相場は軟調推移に転じ、長期金利は1.5%台を窺う展開となった。その後、目先の好業績を一旦織り込んだ米国株式市場が調整局面を迎えると、日経平均が1万300円割れまで急速に下落し、円ドルレートが一時1ドル=108円台を割り込んだため、債券相場も反発する場面が見られた。月末にかけては、鉱工業生産指数の大幅増などを背景に景気回復期待が高まる中、株価の調整が限定的になるとともに、債券市場の上値も限られる結果となり、長期金利は再び1.5%に向けた緩やかな上昇トレンドを描く展開となった。

(当面の円金利見通し)

実体経済に対する楽観的な見方が世界的に強まる傾向が続くと思われる中で、国内でも景況感の改善が続く可能性は高い。従って、目先は金利先高観が払拭されることは期待できないだろう。こうした中、引き続きデフレ解消期待に伴う「出口政策」を巡る思惑や、国債需給懸念の高まりなどを背景に、金利上振れリスクは懸念されるものの、実際にデフレ解消からゼロ金利が解除されるまでには、まだ相当時間がかかると思われる。また、現状の長短金利差が拡大した状態にあることから、長期債に対する投資妙味は維持されていると思われ、これ以上の長期金利の上昇余地は小さいだろう。今後1ヶ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.2~1.6%。

最近の為替市場の動き

(10月の概況)

G7以降のドル先安感が残る中、月内に予定されていたブッシュ米大統領来日（17日）や、スノー米財務長官の議会証言（30日）を控え、日本の通貨当局が為替介入に積極的に動けなくなるとの思惑が9月上旬に続き再び高まった。そのため、ドル売り圧力の高まりやすい状態は続き、7日には円ドルレートが2000年11月以来となる1ドル=110円割れとなった。その後、来日時のブッシュ米大統領の発言が過去の内容を繰り返すものにとどまったことや、小売売上高や景況判断指数などの米経済指標が強めの数字を示したことから、一旦はドル買戻しが優勢となり、110円台まで円安ドル高が進んだ。しかし、110円台では本邦輸出企業によるドル売り需要が強く、また、米国株が一時的に調整局面を迎えたのを受け、再びドル売りの流れに転じた結果、29日には1ドル

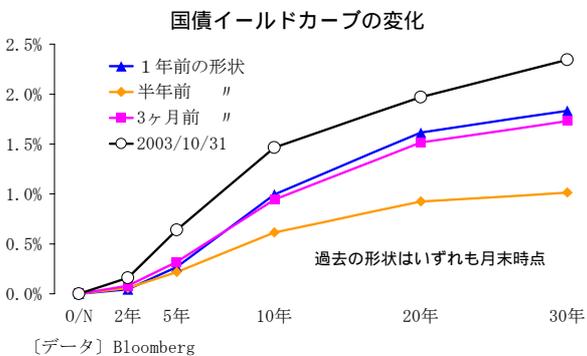
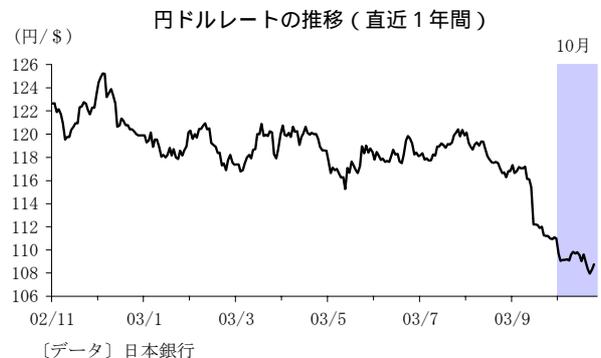
=107円台まで円高が進んだ。

月末にかけては、7-9月期の米実質GDP（速報値）が前期比年率7.2%と予想を超える伸びを示したことや、スノー米財務長官が議会証言で市場原理に基づく為替変動に言及しつつも為替操作を行った国はないと証言し、日本の為替政策に圧力をかけるような発言を行わなかったことから、円ドルレートは再度110円台を回復した。

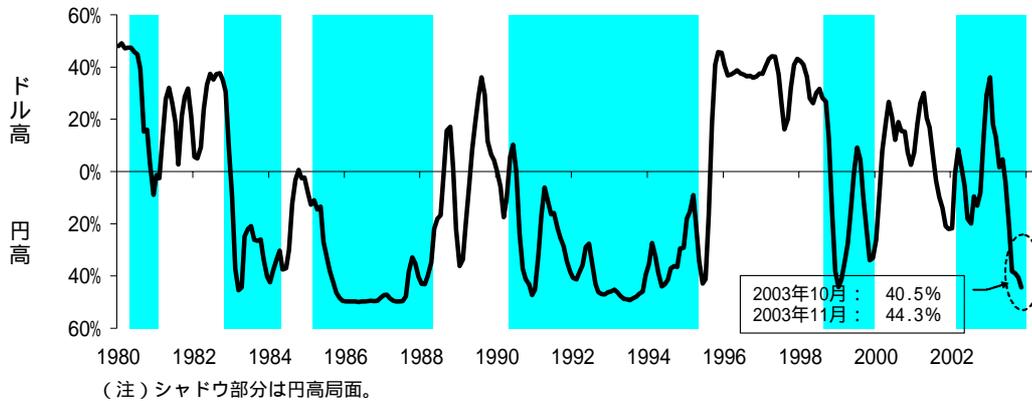
ドルユーロレートは、1ユーロ=1.16~1.18ドルでのレンジ推移が続いた後、月末には7-9月期GDPをはじめとした強めの米経済指標を背景にドル全面高となったことから、ユーロ売り優勢展開となり、1.15ドル割れを目指す動きが活発化した。

（当面の見通し）

9月半ばのG7以降高まったドル安の流れは一段落し、短期的に売られすぎたドルが、強めの米経済指標などを手がかりに買い戻されやすい状態になっている。しかし、米経常収支赤字が通貨安を背景に維持可能な水準まで改善されるまでには、今暫く時間がかかると思われる上、現状程度のドル安であれば米企業が収益面でプラスとなっていること、また、本邦輸出企業のドル売りが110円台まで下がってきていることなどから、現状のドル水準は当面続くと思われ、ドルの反発余地も限られたものとなる。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、107~114円。



為替インデックス(円ドル): 11月は 44.3%と円高サイン継続



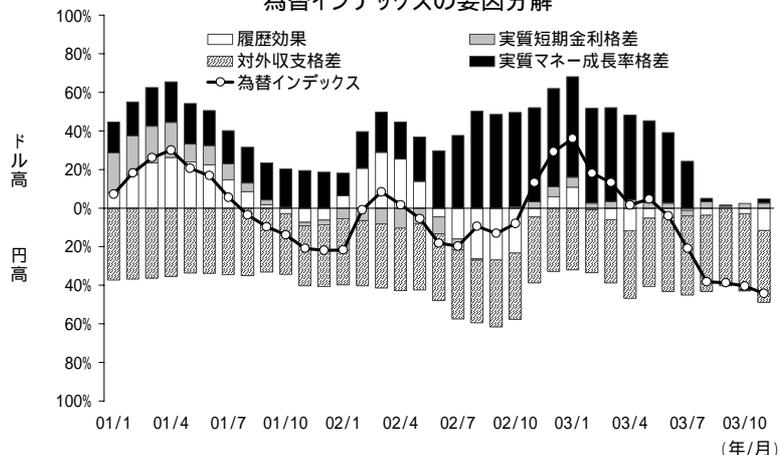
11月の為替インデックス(円ドル)は ▲44.3%と、前月に比べ3.8ポイント下落し、円高圧力が依然高いことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続き中立に近い状態が続いている。前月と比べた場合でも、日米の実質短期金利差にほとんど変化が見られなかったことから、月次変動に対する寄与度もほぼゼロであった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因であることに変わりはない。ただ、名目GDPの大幅増もあって米経常収支赤字幅が対GDP比で縮小した分、今月について見れば2.2ポイントのドル高寄与に働いている。
- 3) 実質マネー成長率格差：ほぼ中立に近い状態が続いている。但し、単月ベースで見た場合、日本のM1が伸び悩み気味なのに対し、米国のM1伸び率が小幅増加したため、前月比で2.8ポイントのドル高寄与に働いた。
- 4) 履歴効果：9月のG7以降、円ドルレートが一時107円台を付けるなどの円高進行を背景に、履歴効果が示す円高モーメントの度合いは高まっており、11月は8.8ポイントの円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

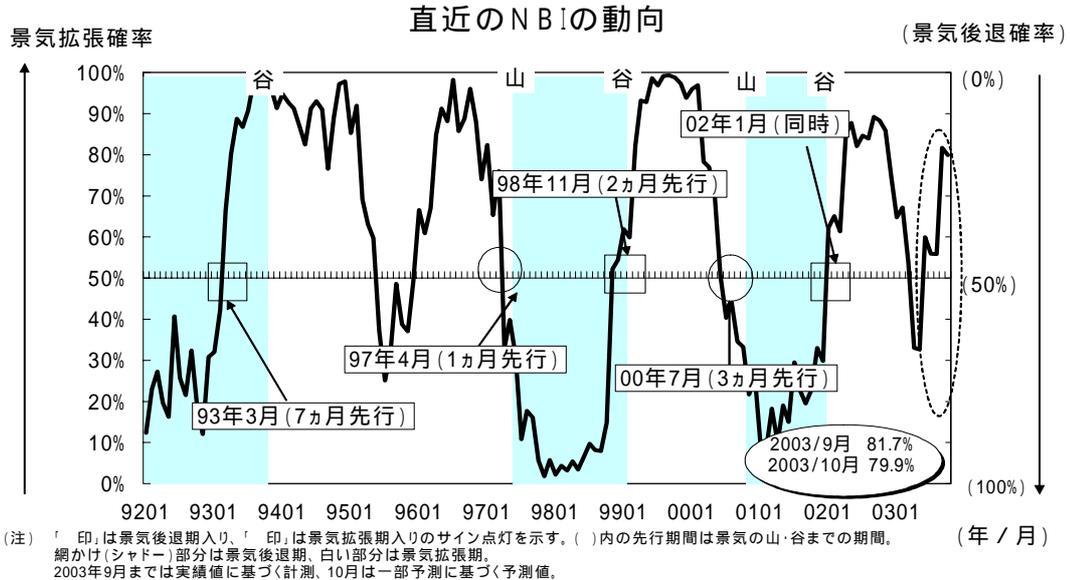
2002年11月	13.2%
2002年12月	29.1%
2003年1月	36.1%
2003年2月	18.0%
2003年3月	13.2%
2003年4月	1.6%
2003年5月	4.6%
2003年6月	-4.1%
2003年7月	-20.9%
2003年8月	-38.3%
2003年9月	-38.8%
2003年10月	-40.5%
2003年11月	-44.3%

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) ~9月 : 81.7%、10月(予測値) : 79.9%



	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
02/11	85.9%	546,228	0.1%	13.2%
02/12	74.6%	537,729	1.6%	29.1%
03/1	64.7%	544,448	1.2%	36.1%
03/2	67.2%	547,521	0.6%	18.0%
03/3	53.8%	546,261	0.2%	12.7%
03/4	33.0%	547,050	0.1%	1.6%
03/5	32.7%	549,067	0.4%	4.6%
03/6	60.0%	555,156	1.1%	-4.1%
03/7	55.9%	552,613	0.5%	-20.9%
03/8	55.8%	550,380	0.4%	-38.3%
03/9	81.7%	558,564	1.5%	-38.8%
03/10	79.9%			-40.5%
03/11				-44.3%

(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

- 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」、景気拡張確率
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
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2003年11月5日号参照
- 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障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)