

# 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 / 円高余地を探る

### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 1月最後の決定会合(1月20日)では、当座預金残高目標をそれまでの「27~32兆円程度」から「30~35兆円程度」に引き上げる決定が行われた。G7に向けた円高加速リスクへの対応と見るべきであろう。
2. 今回の追加緩和は政策の軸足がシフトした結果でもある。円高、長期金利高等の市場変化に対し、デフレ加速抑止優先の観点から追加緩和が実施される可能性が高まった。

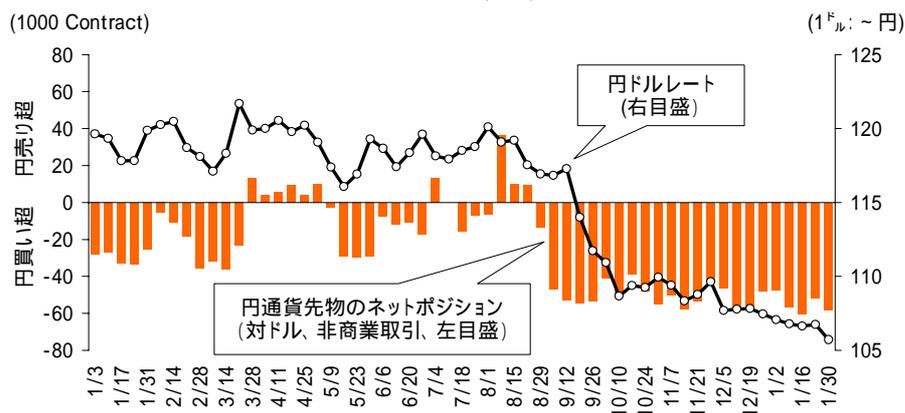
### < 金融・為替市場の動き >

1. 国内GDPの上振れが示されれば一時的な金利上昇もあろうが、円高やデフレ継続へのリスクが払拭できない限り、長期金利はレンジ内で概ね安定推移を続けよう。
2. 米国にとって現状のドル下落は自国経済にプラスとなっていることから、G7ではこれまでのスタンスに変更はないと思われ、G7明け後には再び円の上値が試されよう。

### < トピックス：円高余地を探る（物価変動格差の観点から）>

1. 日本ではこれまで製造業の生産性上昇が投入コストの削減を通じて国内物価の安定につながったことで、PPP（購買力平価）の円高方向へのシフトが続いた。
2. 世界的な規模で価格調整が続く中、内外価格差の大きいサービス価格の是正が日本の物価上昇を相対的に抑制することとなり、企業物価ベースで見たPPPをさらに円高方向にシフトさせる可能性がある。

高水準が続くシカゴ先物取引所(CME)での円買いポジション



(資料) Bloomberg、CME(Chicago Mercantile Exchange)

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 : (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)

### 1月の政策決定会合：G7に向けた追加緩和策

1月最後の決定会合（1月20日）で追加緩和が決定された。具体的には当座預金残高目標をこれまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げたこと、ならびに流動性供給の拡大を意図した資産担保証券の買取の基準緩和である。

買取基準の緩和については事前に報道されておりサプライズはなかったが、当座預金残高の引き上げが行われたことは予想外であった。足元の景況感は改善傾向にあり、株価、長期金利も比較的落ち着いていたことから判断して、追加緩和の目的が円高にあったことは明らかだ。

実際、決定会合後の声明文でも「金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要」との文言が付け加えられ「今後の景気回復の動きをさらに確かなものとする趣旨から、当座預金残高の目標値の引き上げを行うことが適当」と書かれており、円高が意識された追加緩和と読み取れる。

#### 金融市場調節方針の変更について（2004年1月20日）

- ・日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げることを決定した。
- ・わが国の景気は緩やかに回復しており、先行きについてもその持続が見込まれる。ただ、回復のテンポは、過剰債務など構造的な要因が根強いもとで、なお緩やかなものに止まると考えられる。消費者物価は、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況の中、引き続き小幅の下落基調を辿るものと予想される。この間、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である。
- ・日本銀行は、以上のような情勢を踏まえ、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとする趣旨から、当座預金残高の目標値の引き上げを行うことが適当と判断した。

昨年秋以降の円高が徐々に企業マインドに影響を与え始めているということ、さらに2月6、7日のG7への懸念が強かったと推測される。前回9月のG7でも日本の介入に対して各国の理解が得られないとの思惑が働き円高が加速した。今回のG7でも同様に円高が加速するリスクは高い。日銀としても大規模介入をする政府、市場へのアピールが必要との意見から、このタイミングが追加緩和のメッセージを送れる最後のチャンスだと決断がなされたのだろう。

政府、海外からの日銀の追加緩和に対する評価は高かった。しかし、為替市場へのインパクトは残念ながらあまりなかったようだ。そもそも現在の円高は、米国の双子の赤字への懸念という米国サイドの要因が強いため、追加緩和で円安レベルに持っていくことは期待できない。

今回の声明文にあるように「デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に」との姿勢を示したことで、今後は、景気が悪化あるいは改善しているか、あるいは経済の動きが想定よりも上下どちらにあるのかといった観点ではなく、デフレからの脱却に現在の金融政策で十分なのかという観点から金融政策が評価されることになるだろう。この意味で、今回の追加緩和は政策の軸足がシフトしたと見るべきだ。円高、株安、長期金利高といった市場の変化に対し、デフレが加速するとの判断から、その抑止に向けて追加緩和が実施される可能性が高くなった。

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 最近の金融市場の動き

#### (1月の概況)

正月3が日で休場の間、海外市場では2004年の世界経済が引き続き好調となることへの期待から株高・金利高となったのを受け、5日に始まった国内金融市場も株高・金利高の展開となり、債券市場では長期金利(10年国債利回り)が1.4%台まで上昇した。しかし、9日に発表された米雇用統計が市場の期待を大幅に下回る結果にとどまったため、米金利先高観が後退したことから、国内債市場でも長期金利が低下に転じた。

月央にかけては、好調な10~12月期企業業績の決算内容や、金融機関の大型合併決定などを好感するかたちで米国では株高基調が強まった。これを背景に、国内市場でも19日には日経平均株価が終値ベースで3カ月ぶりとなる1万1千円台を回復し、長期金利も下げ止まった。その後、27~28日に行われた米FOMCの声明文から「相当期間、緩和政策を維持することが可能」との文言が削除されたのをきっかけに、早期利上げ期待が高まったことが嫌気され、米国株が下落に転じたことや、相次ぐ介入にもかかわらず円先高観が払拭できないことから、月末にかけて株高が一巡する中、長期金利は1.3%台前半で揉み合う展開が続いた。

#### (当面の円金利見通し)

10~12月期の国内GDP(2/18発表予定)が、市場のコンセンサスである5%を超えるような高い伸びを示した場合には、株価が反発することで長期金利が一時的に上昇する場面も見られよう。しかし、円高やデフレ継続へのリスクが払拭できない状況が続く限り、金利先高観は長続きせず、現状の金利水準では国債入札が順調に消化されると思われることから、長期金利は引き続きレンジ内での安定推移を続けよう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.2~1.5%。

### 最近の為替市場の動き

#### (1月の概況)

年初から金利差を背景に対ユーロなど高金利通貨中心にドル売りが続く中、ドルは対円でも下落し、7日には2000年9月以来となる1ドル=106円割れまで円高ドル安が進んだ。この水準では政府・日銀による円売り・ドル買い介入が入るため、一時的に円安となる場面も見られたが、本邦輸出企業などの根強い円買い圧力を背景に、介入の効果は長続きしなかった。その後、欧州当局から急激なユーロ高を懸念する発言が相次いだことで、ドルが対ユーロ中心に買い戻されると、対円でも107円台までドル買い戻しが進行したものの、実需の円買いが入ることや、ユーロが下げ渋ったことで再び円高に転じ、月後半は105円台まで円高が進んだ。ただし、介入が断続的に入ること(1月の介入実施額は7兆円であった)や、G7(2/6~7)が目前に迫ってきたことから、次第に

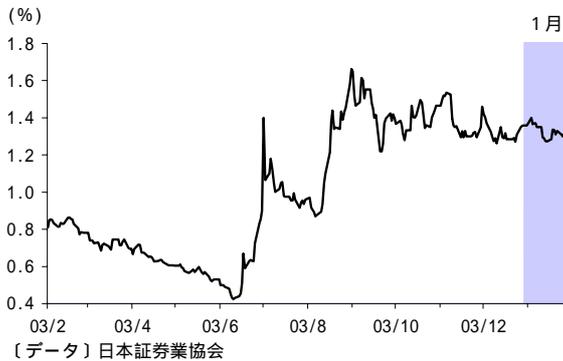
値動きが限定的となり、月末にかけて105円台半ばを挟んだ揉み合いが続いた。

ドルユーロレートは、年初から金利差を背景にユーロ高が強まった結果、1ユーロ=1.29ドル近くまでユーロ高が進んだ。しかし、急激なユーロ高が続いたことから、月央にかけてECB・各国当局がユーロ高を懸念するコメントを相次いで発表すると、G7を前にポジション調整のユーロ売りが活発化した。その後、欧州当局のユーロを巡る発言に一貫性がないことから乱高下を繰り返す場面も見られたが、月下旬以降はG7を控え、大きくポジションを傾げにくくなったことから、次第に1.24ドル台を中心としたレンジ推移となった。

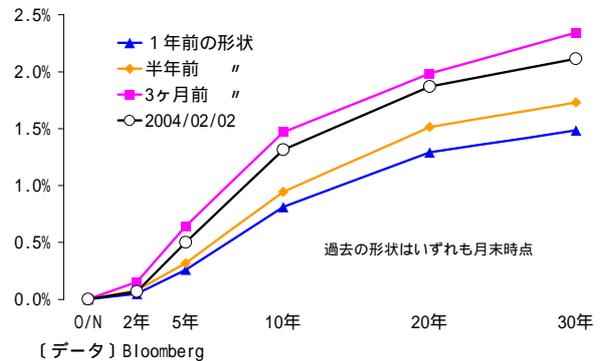
**(当面の見通し)**

注目されるG7(2/6-7)であるが、米国にとって現状程度のドル下落は自国経済にプラスとなっていることから、これまでのスタンスに変更はないことが想定され、G7明け後は再び円の上値が試される展開が続くこととなろう。また、ユーロについても急激な変動の際には当局からのユーロ高牽制発言が出される可能性もあるが、ECBが利下げに動く可能性が現実的なものとならない限り、金利差を狙ったユーロ買戻しが活発化しよう。今後1カ月の円ドルレートの予想レンジは、102~108円。また、ドルユーロレートの予想レンジは、1.22~1.28ドル。

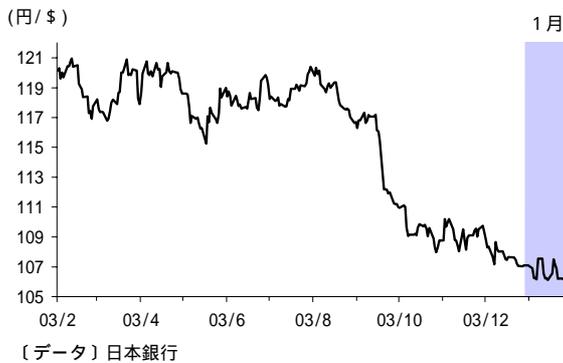
10年国債利回りの推移(直近1年間)



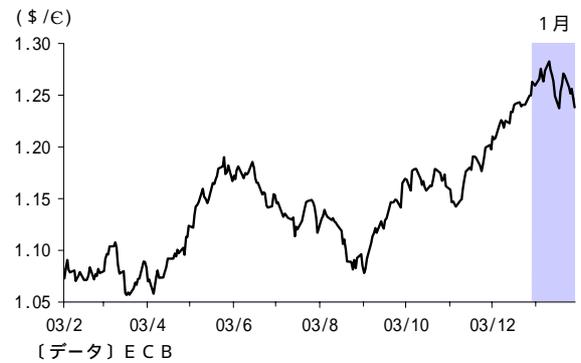
国債イールドカーブの変化



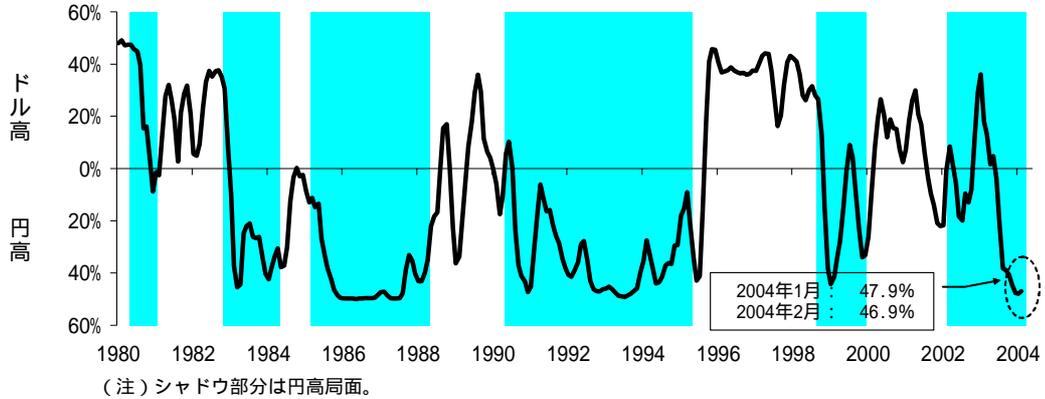
円ドルレートの推移(直近1年間)



ドルユーロレートの推移(直近1年間)



## 為替インデックス(円ドル): 2月は 46.9%と円高サイン継続

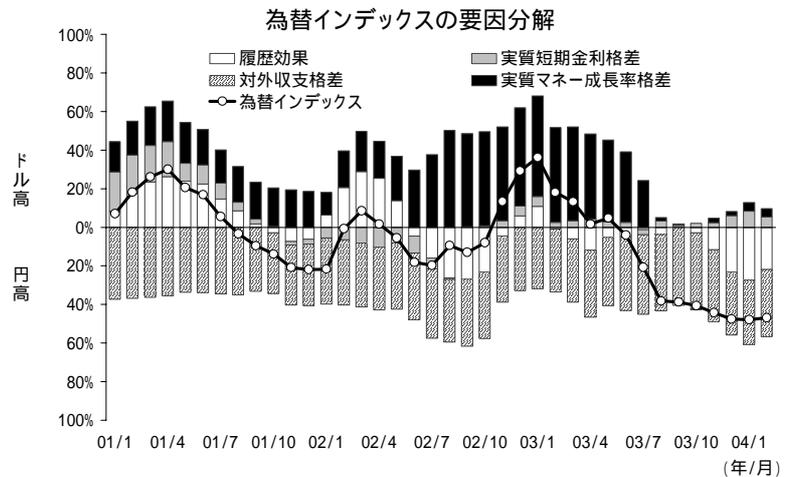


2月の為替インデックス(円ドル)は 46.9%と、前月から1.0ポイント上昇したものの、依然として円高圧力が強いことを示した。変数別にポイントを挙げてみると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：わずかにドル高要因。しかし、単月ベースで見ると、米PPIの伸び率が上昇した分、米実質金利がやや低下したため、実質短期金利差が小幅縮小しており、前月比では3.2ポイントの円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。前月に続き、日本の経常収支黒字が拡大したため、前月比で見ても1.3ポイントと小幅ながら円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：ほぼ中立に近い状態である。前月比で見ても、日米較差に大きな変化が見られず、月次の変動に対してもほぼ中立であった。
- 4) 履歴効果：これまで円高モーメンタムを示してきた履歴効果であるが、円高基調こそ続いているものの、そのスピード自体は介入の影響で緩やかなものになっていることから、円の上昇度合いが小さくなった結果、前月比では5.4ポイントのドル高寄与に転じた。

為替インデックス(過去1年分)

2003年2月	18.1%
2003年3月	13.3%
2003年4月	1.7%
2003年5月	4.7%
2003年6月	-4.1%
2003年7月	-20.8%
2003年8月	-38.2%
2003年9月	-38.8%
2003年10月	-40.7%
2003年11月	-44.3%
2003年12月	-47.6%
2004年1月	-47.9%
2004年2月	-46.9%



## < トピックス：円高余地を探る（物価変動格差の観点から） >

（担当：熊谷）

2002年の春先に1ドル=135円台まで円安が進んだ為替市場では、その後一時的に円が売られる場面こそ見られたものの、概ね円高トレンドが続いている。特に、昨年9月のG7を境に、米「双子の赤字」を材料にドル売りが強まった結果、円高圧力は高まっており、今年に入ってから100円台が定着している。こうした円高については、様々な角度から説明することが可能であろうが、今回は物価変動格差の観点から、円高の持続性について見てみたい。

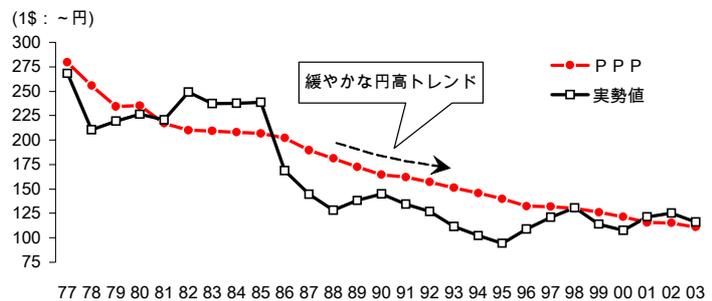
### 円高トレンドの続くPPP

内外の相対的なインフレ格差をもとに算出される購買力平価（PPP）の変遷を見ると、円は対ドルでは70年代半ば以降、対欧州通貨（マルク、ユーロ）では80年代以降、緩やかな円高トレンドが続いてきたことが確認できる（図表1）。

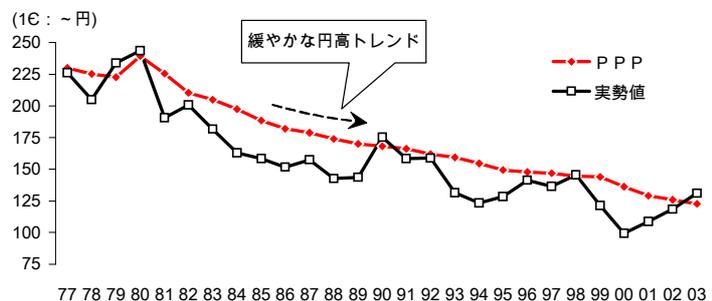
物価変動格差と通貨変動の関係について考えた場合、代替性の高い財生産部門については、一物一価の法則から、為替レートが物価変動を調整するかたちで変動しやすく、PPPが成立しやすいと思われる。こうした中、日本ではこれまで製造業の生産性上昇が投入コストの削減を通じて国内物価の安定につながったことで、PPPの円高方向へのシフトが続いた。そして、企業物価（生産者物価）ベースのPPPの変化と歩調を合わせながら、実勢レートの円高が続いた。

通貨高が輸入価格を下落させ、それが国内物価を引き下げる要因となってきたのであれば（円高デフレ）通貨高の進行自体も、相対的な物価安定への寄与を通じてPPPを円高方向にシフトさせる要素になり得る。したがって、仮に経常収支黒字持続の観点から、今後とも円高圧力が続くようであれば

図表1．円のPPP  
対ドル



対ユーロ



1. 企業物価・生産者物価ベース。
2. 年平均データを使用。1973暦年よりPPPデータを累積したもの。
3. ユーロは、1998年までマルクおよび独生産者物価を使用。

（資料）日本銀行、FRB、ECB、独連銀より作成

ば、こうした経常収支の側面から生じる円高が、国内物価の安定を通じて、今後ともPPPを円高方向にシフトさせる要因となろう。

### 依然として大きい内外価格差

一般的に、国内外の代替性の観点から考えた場合、前述の通り、財部門の代替性が高い反面、サービス部門の代替性は低い。したがって、サービス価格を含む広い意味でのPPPと為替レートの水準は一致しにくいと認識されている。

一人当たり所得水準が向上した国では、生産性の低いサービス産業の割合が所得増加に応じて高まる傾向が強く、内外価格差が拡大するとされている。これは、図表2のように、縦軸に物価水準、横軸に一人当たり

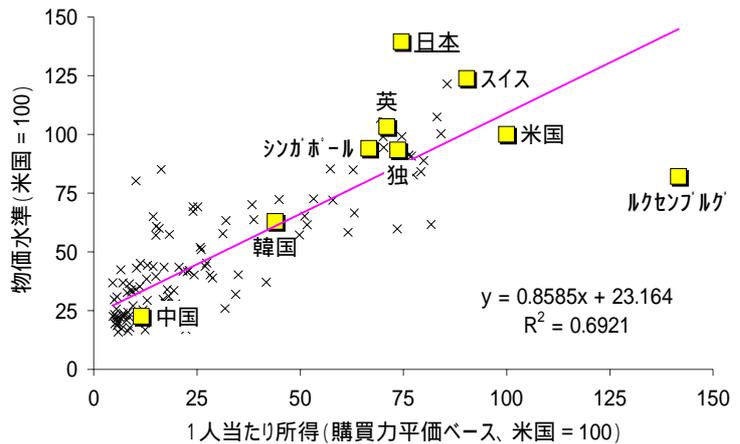
GDPをとって各国の関係を見ても、各国の位置が概ね右肩上がりの関係、すなわち所得増大と物価上昇が正の関係にあることから確認することが可能だ。したがって、相対的に所得水準の低い国に対し、日本の物価が高い点については、ある程度の説明力を有する。しかし、特筆すべきは、こうした国同士の所得格差を考慮してもなお、日本の物価水準が所得向上では説明できないほど高いところに位置している点である。これは、日本の物価が割高となっており、内外価格差の大きさを表していると言えよう。

内外価格差は、「サービス価格なども含めた国全体のPPPを為替レートで割ったもの」として計算することができる。例えば、日本では140円で買える物が、米国では1ドルで買えるとし、その時の為替レートが1ドル=120円とした場合、内外価格差： $140円 / (1ドル \times 120円) = 1.16$ 倍、PPP： $140円 / 1ドル = 140円$ であるから、 $PPP(140円) / 実勢レート(120円)$ からも内外価格差(1.16倍)が求められる。したがって、日本全体の内外価格差が解消するには、「財のみでなく、サービスなどを含む国全体で見たPPPが円高方向にシフトする」か、「実勢レートが国全体で見たPPPに向かって円安になる」かが考えられる。

### 内外価格差の解消がPPPをさらに円高に向かわせる可能性も

今後、経済のグローバル化がサービス分野にまで及ぶことで、財価格に加え、サービス価格も均等化の圧力が高まるのであれば、まず、図表2に見られた、世界的な傾向として描ける右肩上がりの関係が、よりフラットな状態にシフトすることで、物価格差が修正されるであろう。さらに、これまで規制などによって高止まりしていた国内サービス価格が適正水準まで引き下げられ

図表2 . 各国の所得・物価水準 (2001年)



(資料) 世界銀行



る（世界的な右肩上がりとの関係への収束）といった「独自要因」も加わり、日本の内外価格差が是正されるシナリオが想定できよう。

仮に、国内の需給ギャップが改善に向かうことで、日本経済がデフレ脱却に向かった場合でも、こうした世界的な価格調整のプロセスは、物価の上昇圧力を緩和させる方向に働くこととなる。一方、経常収支黒字が続いていることから、実勢レートが円安に向かうかたちで内外価格差が解消する可能性は小さい。その結果、サービス価格上昇が相対的に抑制される中で、国全体のPPPが下落することにより、日本の内外価格差が解消に向かうといったシナリオが描けよう。

内外価格差の解消に伴う国内サービス価格の下落は、財生産部門における投入コスト削減に結びつくことも考えられ、企業の生産価格にも反映される可能性がある。その場合、内外価格差の修正は、貿易財（企業物価）で計ったPPPの円高シフトにもつながる。したがって、実勢レートもこうしたPPPの変化に引っ張られながら、物価変動格差に応じてしばらく円高圧力がかかり続けることとなる。

---

(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)