

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 / デフレ脱却後の世界を描く金融市場

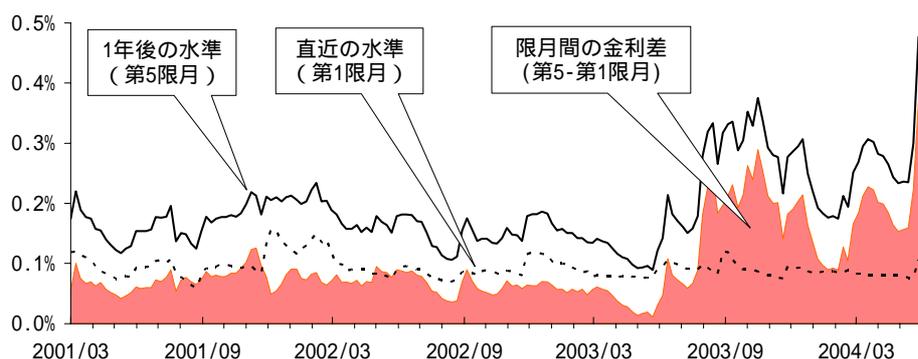
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 2005年度中に量的金融緩和解除が行われるという見方が強まっている。しかし当研究所では、2005年には日本経済は景気後退を余儀なくされると予想しており、早期解除はないと考えている。
2. 福井総裁は、昨今の長期金利の上昇に対してけん制発言を行った。しかし本音は、市場の憶測を無理に押さえつけ、長期金利の水準をことさらに下げて、かえって将来の「出口」の問題を大きくしたくないということだろう。

< 金融・為替市場の動き >

1. イールドカーブが現在織り込んでいる時期よりも、量的金融緩和およびゼロ金利が解除されるタイミングが後ずれすることで、長期金利は再び1%台半ばに回帰しよう。
2. 予想される米国の緩やかな利上げについては、5月のドル反発で既にある程度織り込まれており、今後のドル買い要因にはなりにくい半面、膨大な米経常赤字が改めて浮き彫りとなる中、為替市場は一段とドル安方向に不安定化しやすくなっている。

「時間軸効果」を既に喪失し、イールドカーブの正常化が進む金融市場
(時間軸効果を導入した2001/3/19以降の3ヵ月金先カーブの推移)



(データ) Bloomberg、TIFFEより作成

主任研究員 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)

長期金利の急騰：早期金融緩和解除期待高まる

長期金利は、5月下旬に約3年半ぶりに1.7%を越えた後も、水準を切り上げ1.9%半ばまで上昇した(量的金融緩和後、最も高い長期金利の水準)。長期金利が急上昇した背景は、言うまでもなく、早期量的金融緩和解除期待が高まっていることにある。実際ブルンバーグのサーベイ調査によれば(6/25日報道)、2005年度中に量的金融緩和を解除するとの予想が、15社中11社となっている。しかし当研究所では、解除は早くとも2007年頃と予想している。解除時期が大方の予想より遅れる最大の要因としては、2005年度が景気後退に陥ると見られるからである。今後、米国・中国経済の減速による外需の鈍化、設備投資の循環的な調整、消費の伸びの低迷から、景気後退(実質GDP成長率予想：2004年度3.0% 2005年度1.1%)は避けられず、需給ギャップが小幅ながら拡大、2005年度はCPIが水面には浮上しない(CPI(生鮮食品除き)前年比予想：2004年度0.0% 2005年度0.1%)と予想している。CPIの前年比が安定的にゼロを越える状況(解除が可能となる必要条件の1)となるのは、次の景気回復まで待たなくてはならないと考えている。ただし、景気の鈍化が見えるのは、早くとも本年末頃になるため、もうしばらくは強気が市場を支配する展開が続くことになりそうだ。

日銀：急ピッチの上昇はけん制

日銀の金融政策は、1月20日以降、5カ月間以上、全員一致で現状維持が採択されている。この間、日銀の景気認識は確実に強まっている(5月の金融統計月報の景気認識にバブル後最も強い表現が使われたことなど)。しかし、市場の早期解除観測、それに伴う長期金利の上昇に対して、6月25日の記者会見で、福井日銀総裁は、市場が先走りしないように牽制する発言を行っている。同15日の記者会見では中立姿勢を保っていた(15日の会見をけん制とする報道があったが、会見の全文を見ると、けん制と読める部分は一部であり、基本は市場に委ねるという印象を筆者は受けている)が、その後、2%に迫る急ピッチな上昇が続いたことや、財務省などからの長期金利上昇への懸念の発言への配慮などがあり、このけん制発言となったものだ。しかし、福井総裁としては量的金融緩和維持の姿勢は市場に訴えながらも、市場の憶測を無理に押さえつけることはしたくないというのが本音だろう。すなわち、このまま景気回復が持続し、CPIが水面上に浮上した場合には、現在の市場の思惑通り2005年度中の解除が現実味を帯びる。その際、新たにインフレ参照値やソフトなインフレターゲットの導入を検討したとしても、長期金利のある程度の上昇は避けられない。今の段階で長期金利を低く抑えていけば量的金融緩和の解除時の長期金利の上昇幅は大きくなってしまい、それだけショックの規模も大きくなる。このリスクが減じない限り(つまり景気後退が見えない限り)長期金利の上昇をある程度、日銀サイドとしても容認せざるを得ないはずだ。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

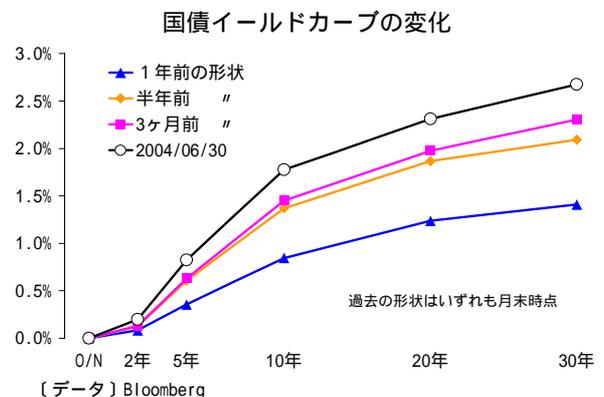
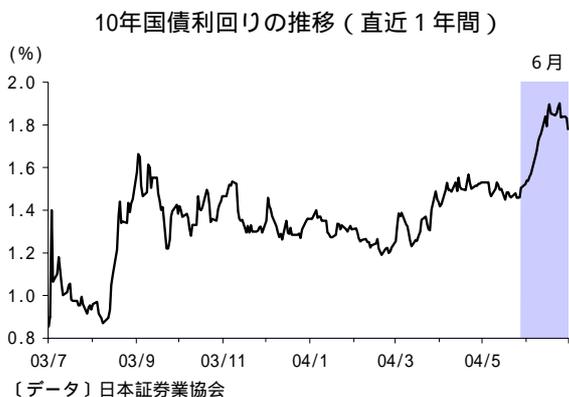
最近の金融市場の動き

(6月の概況)

月内に実施された国債入札(1日:10年債、8日:5年債、17日:20年債)は概ね順調に消化されたものの、米国の利上げがほぼ確実な状況下、国内でも景気回復が続くことでデフレからの脱却が間近に迫ってきたとの期待から、債券市場では長期金利に対する上昇圧力が急速に高まった。こうした中、15日には福井日銀総裁が量的緩和を続ける姿勢を示したにもかかわらず、その前日(14日)に発表された機械受注が予想以上の増加を示したことや、株値の堅調推移が続いたことから、量的緩和解除を意識した長期金利上昇は止まらなくなり、17日には10年国債利回りが2000年9月以来となる1.9%台を付けた。しかし、25日に発表された消費者物価(CPI)が市場の期待していたプラス転換とはならなかったため、量的緩和の早期解除に対する思惑がやや後退し、10年国債利回りは1.8%近くまで低下した。一方、株式市場では、米・中の金融引締めが懸念されたことで一時的に大幅安となる場面も見られたが、7/1に発表される日銀短観が大幅な景況改善を示すとの期待が日増しに強まる中、主要株値指数は下値を切り上げながらじりじりと上昇していった。

(当面の円金利見通し)

5年ゾーンが一時1.0%を付けるなど、イールドカーブは日銀の量的緩和解除とその後のゼロ金利解除を既に織り込み始めている。しかし、原油価格が落ち着くなど、一次産品価格の上昇テンポはピークアウトの兆しを見せており、コストプッシュ的な物価上昇圧力は今後減退に向かう可能性があるのに加え、国内景気も年後半には一服感が出始める可能性がある。したがって、CPIをはじめとした国内物価の伸び率がゼロを上回る水準で定着するには、今暫く時間がかかるものと思われる。その結果、ゼロ金利解除の時期は市場が現在織り込んでいるタイミングよりも後ずれする可能性が高く、長期金利も再び1%台半ばの水準に回帰しよう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.6~2.0%。



最近の為替市場の動き

(6月の概況)

米金利先高観の高まりと日本経済の先行き期待に挟まれ、為替市場では、円ドルレートに明確な方向感を見出せない状態が暫く続き、月前半は1ドル=109~111円でのレンジ推移となった。その後、18日に発表された第1四半期の米経常収支が過去最高の赤字額を示すと、次第にドル売りが優勢となった。更に、耐久財新規受注の減少(24日)、第1四半期GDP成長率の下方修正(25日)など、米経済指標が事前の予想に比べて低めの数字を示すと同時に、日本の経済指標が概ね良好な数字を示したことで日本株が堅調な推移を続けると、月後半には一時107円台前半まで円高・ドル安が進行した。しかし、イラク暫定政府への主権移譲(28日)に伴い地政学的リスクが目先一服したことや、日本の鉱工業生産が予想に比べて低めの伸びにとどまったこと(29日)で、円高・ドル安の流れは一服した。

ドルユーロレートは、一部FRB高官がインフレ警戒的ともとれる発言を行ったことで、利上げの速度が急速になるとの見方が台頭したため、欧米金利差縮小の思惑から、一時1ユーロ=1.19ドル台までユーロ売り・ドル買いが進行した。しかし、グリーンズパン議長が15日の議会証言で改めて慎重なペースでの利上げを示唆したこと、また、月後半は米経済指標の一部が予想されたほど強い数字を示さなかったことから、月末にかけてユーロは反発した。

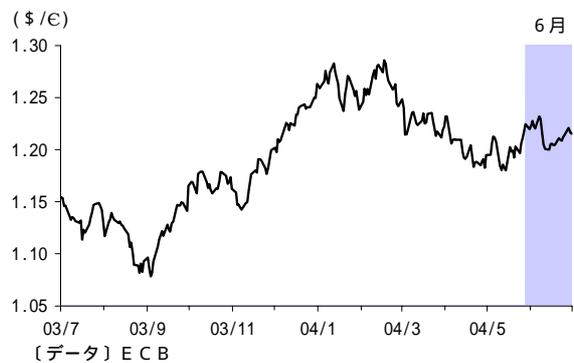
(当面の見通し)

予想される米国の緩やかな利上げについては、5月にドルが反発した局面で、既にある程度織り込まれたものと思われ、今後の新たなドル買い要因とはなりにくいだろう。半面、米国の膨大な経常赤字が改めて浮き彫りとなっていることから、これまで以上に為替市場はドル安方向に不安定化しやすくなっていると思われる。したがって、たとえ行き過ぎた「日本買い」が修正されたとしても、円売りは一時的なものにとどまろう。これはドルユーロについても言えることであり、米利上げ観測の高まりに伴う欧米金利差解消の思惑も、一方的なドル買いには結び付かないだろう。今後1カ月の予想レンジは、円ドルレートが1ドル=106~110円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.19~1.23ドル。

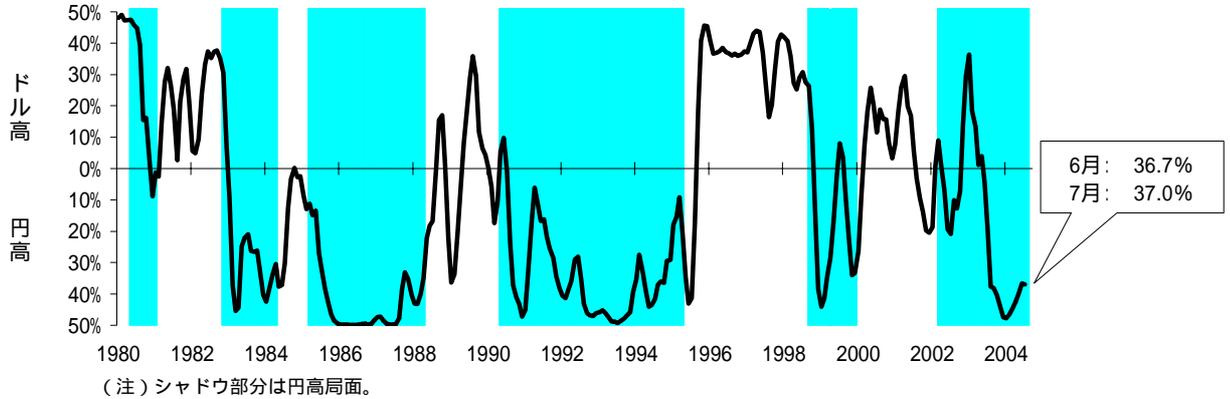
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 7月は 37.0%の円高サイン



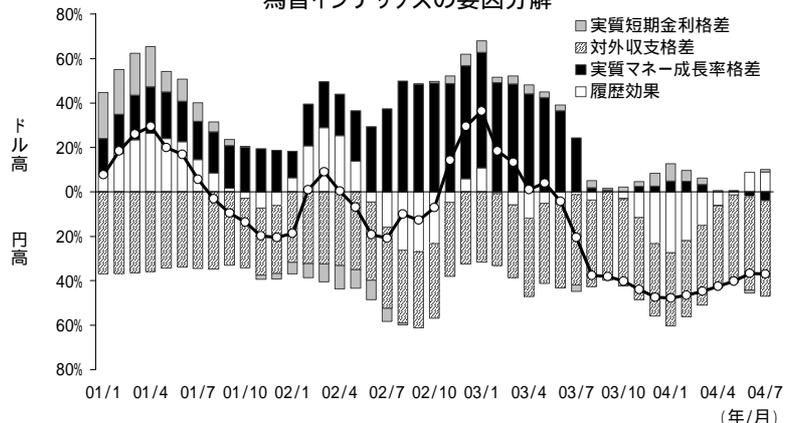
6月の為替インデックス(円ドル)は 37.0%と、前月(36.7%)に比べてわずかながら円高圧力の増大を示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きほぼ中立の状態だが、単月で見ると、企業物価指数の上昇に伴う国内実質金利の低下を主因に、実質金利差が米>日にやや傾斜した分、前月比では2.4ポイントのドル高寄与となった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因。国内経常黒字と米経常赤字がいずれも拡大し続けていることから、前月比ベースで見ても1.1ポイントの円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：中立～わずかに円高要因。単月で見ると、国内マネーサプライ(M1)の伸びが鈍化した分、前月比ベースで1.7ポイントの円高寄与となった。
- 4) 履歴効果：米金利先高観の高まりに伴うドル高のモーメントが一巡した結果、前月比ベースで見た履歴効果の寄与は、ほぼゼロとなった。

為替インデックス(過去1年分)

2003年7月	-20.5%
2003年8月	-37.7%
2003年9月	-38.1%
2003年10月	-40.2%
2003年11月	-43.9%
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.5%
2004年5月	-40.2%
2004年6月	-36.7%
2004年7月	-37.0%

為替インデックスの要因分解



(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)