

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

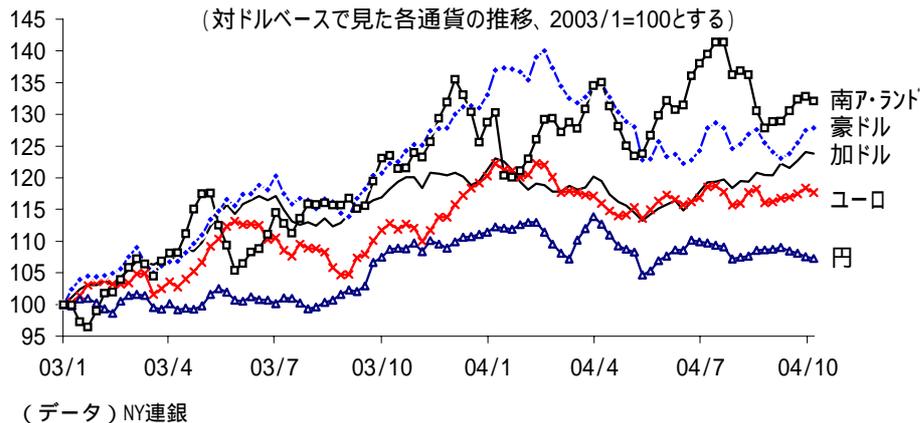
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 展望レポート(10月29日公表)では、2005年度のCPIは小幅プラスの見通しが示される可能性がある。ただし、先行きの減速シナリオが同時に示されること、さらに安定的にゼロを上回る=デフレに再び戻らない水準が今回プラス予想数値では不十分との見解も示されることから、急激に早期解除観測が高まることはないだろう。

< 金融・為替市場の動き >

1. 原油価格の高止まりなどもあり、短観の結果だけで国内経済の先行き不透明感が解消されたわけではないのに加え、1%半ばの10年国債利回りはフェアバリューに近い水準であると思われることから、長期金利がこのまま上昇し続ける可能性は小さいだろう。
2. 一次産品価格の高止まりを背景に、資源国通貨に目が向かいやすい状態が続く中、主要通貨については積極的に買える材料が依然として乏しいことから、円・ドル・ユーロとも引き続き大きく動きにくい状態が続こう。

「主要国通貨」より「資源国通貨」



主任研究員 熊谷 潤一(くまがい じゅんいち) (03)3512-1833 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)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 : (03)3512-1884
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：景気減速シナリオの中で、CPIは若干のプラスの可能性

10月29日、日本銀行から半年に一回の「展望レポート」が公表される。今回は2004年度の見通しとともに、初めて2005年度の予測が示される。

2004年度の数値については、前回4月28日に出された見通しから、実質GDP、消費者物価は大きな変更はなく、国内企業物価は1%後半に上方修正されるだろう。2005年度については、実質GDPは2%台、CPIはゼロ近傍で中央値は若干のプラス(+0.1ないし0.2)の可能性はあるだろう。

この1ヶ月で多くの審議委員が講演を行っている。その中でのコンセンサスは、先行きについては、海外経済鈍化を主因に日本経済が巡航速度(潜在成長率と考えられる1.5-2.0%程度)近くに減速するという減速シナリオ(大きな後退は免れる)をとっている。

また物価については、潜在成長率を上回る成長が継続することから需給ギャップは縮小(物価引き上げ要因)が期待できるが、生産性の上昇や昨今日銀が注目しているユニットレーバークオストの低下などが続き、本格的なデフレ解消にはもうしばらく時間を有するという慎重な見方になっている。

今回の展望レポートでは、2005年度の物価予測がプラスとなる可能性があるが、先行きの減速シナリオが同時に示されること、さらに安定的にゼロを上回る=デフレに再び戻らない水準が今回小幅プラスの水準では不十分との見解も示される見込みである(9月22日の岩田副総裁の会見では、「デフレに再び戻らないための糊代(のりしろ)がどのくらい必要か、私は1%はどうしても必要なのではないかと思っている」との発言をしている)ことから、急激に早期解除観測が高まることはないだろう。

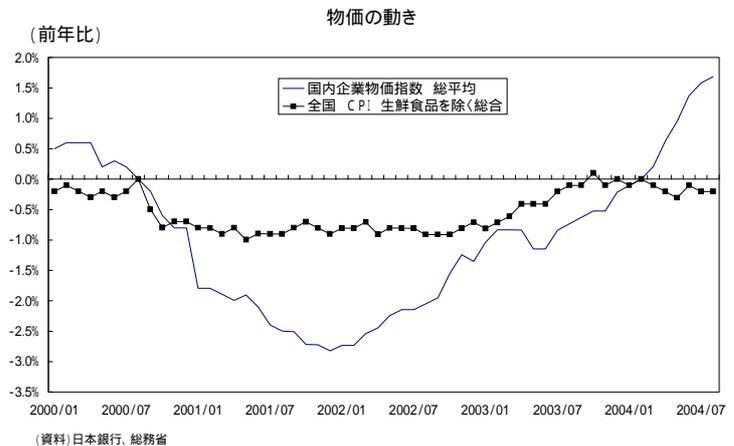
静かに終わる銀行保有の株式買収

日銀は9月30日をもって、2002年11月から始めた銀行保有の株式の買い取りを終了した。当初予定では上限3兆円としていたが、実際の買い取り総額は2兆180億円に留まった。今後は買い取った株式を2007年9月末まで保有し、それ以降10年間で売却を進める予定となっている。

前回(4月28日)の「展望レポート」

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)
2004年度	+3.0~+3.2 <+3.1>	+0.1~+0.3 <+0.2>	-0.2~-0.1 <-0.2>



< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

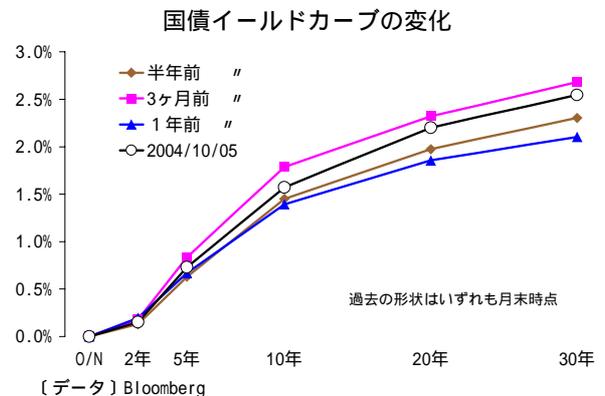
最近の金融市場の動き

(9月の概況)

3日に発表された米雇用統計がまずまずの結果となったことや、4-6月期法人企業統計において、民間設備投資が予想以上の増加を示したこと(6日)などを手掛かりに、月初の国内金融市場では、株価が堅調に推移し、長期金利(10年国債利回り)が1.6%台まで上昇した。その後、7日に発表された機械受注が予想を下回り、10日に発表された4-6月期GDPが予想外に下方修正されると、長期金利は一転して低下。8日に行われた議会証言で、グリーンズパンFRB議長がインフレ懸念を示さなかったことや、原油高を嫌気して米株安が進んだことを背景に、米長期金利(10年国債利回り)が一時4.0%を下回ると、国内でも長期金利が一段と低下し、10年国債利回りが一時1.40%を割り込んだ。しかし、10月に入り、1日に発表された日銀短観が予想以上の改善を示したことで、国内景気に対する慎重姿勢が後退すると、株価が大幅高となり、長期金利も一気に1.5%台後半まで上昇した。

(当面の円金利見通し)

月初に発表された日銀短観を受け、国内景気に対する慎重姿勢が後退する中、長期金利は目先上振れしやすい状況にあるものと思われる。しかし、原油価格の高止まりなど、景気の先行きに対する不透明要因が全て解消されたわけではなく、このまま長期金利が上昇を続ける可能性は小さいだろう。また、現状の金融政策が維持される限りにおいて、1%半ばの10年国債利回りはフェアバリューに近い水準であると思われることから、ここから大きく乖離することも想定しづらい。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.4~1.7%。



最近の為替市場の動き

(9月の概況)

月初～月央にかけて日米両国経済に対する慎重な見方が増えたことから、いずれの通貨についても積極的に買えない状況となり、ドル円レートは1ドル=110円を挟んで身動きの取れない状態が続いた。その後、一旦ピークアウトした原油価格が再び上昇に転じると、原油高が米個人消費にマイナスとなる以上に、アジア経済への悪影響を通じて日本にマイナスに働くとの連想が働き始めた。これを受けて、円が対欧州通貨中心に売られると、ドル円レートも111円台後半まで円安が進んだものの、この水準では本邦輸出企業の円買い意欲も根強いことから、それ以上の円安は進行しなかった。翌月初(10/1)に発表された日銀短観が、予想以上の改善を示すと、一転して109円台まで円高が進む場面が見られた。しかし、同日開催されたG7で、為替市場の柔軟性に言及しつつも、人民元を含むアジア通貨への切り上げ圧力が限定的なものにとどまったことから、円高も限定的なものにとどまり、結局レンジ内での揉み合いから脱し切れない状況が続いた。

ドルユーロレートについては、日米経済に対する見方が慎重になる過程で、消去法的にユーロがじりじりと買われる展開となったものの、月末～翌月初にかけて日米経済に対する慎重姿勢が後退すると、ユーロ高の流れも止まった。

(当面の見通し)

日銀短観が良好な結果を示したことや、原油高下でも日米で株高が続いているのを受け、日米とも景気の先行きに対する見方に明るさが戻ってきた。しかし、原油価格の高止まりが続く状況には変わりなく、リスク要因が完全に解消されたわけではないことや、積極的に買える材料は依然見当たらないことから、主要通貨(ドル・円・ユーロ)については、いずれも大きく動きにくい状況が今暫く続こう。こうした中、一次産品価格の高騰が続いていることを手がかりに、資源国通貨に目が向きやすい展開が続くものと思われる。今後1カ月の予想レンジは、ドル円レートが1ドル=108～112円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.20～1.24ドル。

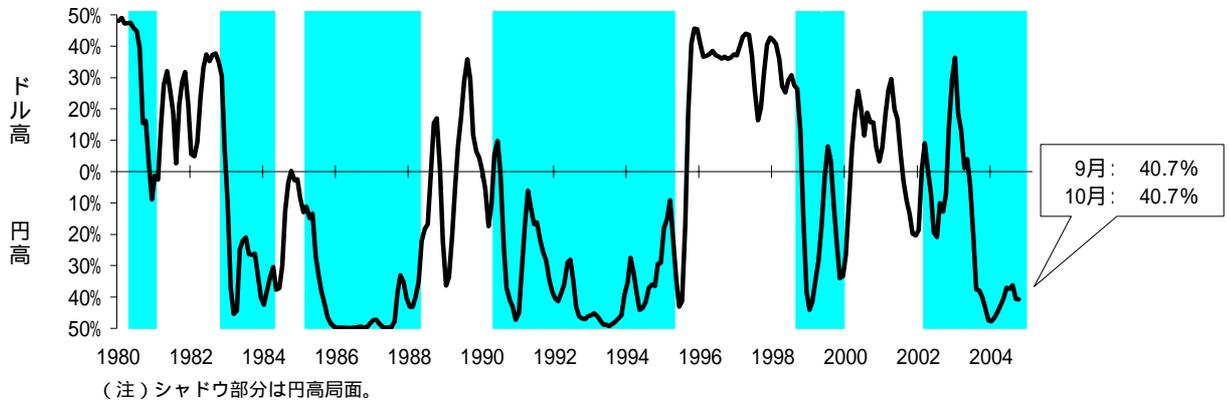
円ドルレートの推移(直近1年間)



ドルユーロレートの推移(直近1年間)



為替インデックス(ドル円): 10月は 40.7%の円高サイン



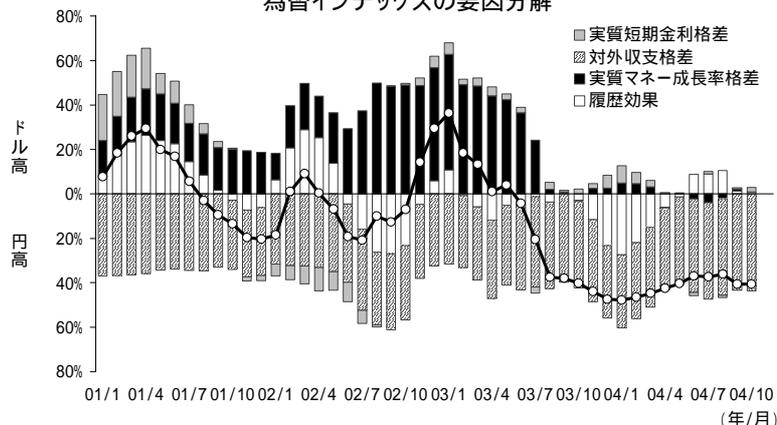
10月の為替インデックス(ドル円)は 40.7%と前月と同水準であった。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差： 徐々にドル高要因に傾斜しつつある。単月で見ても、国内企業物価が上昇し、前月に続き日本の実質金利が米国以上に低下したことで、日米実質金利差の拡大が続いた分、前月比1.5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。ただし、国内の経常黒字がやや減少した分、米国経常赤字が悪化がしたにもかかわらず、前月比ベースで見ればほぼ中立であった。
- 3) 実質マネー成長率格差： ほぼ中立の状態だが、日本のマネーサプライ(M1)の伸びが鈍化した分、前月比ベースで見ると1.0ポイントの円高寄与となった。
- 4) 履歴効果： ドル円レートのレンジ推移が続いていることから、履歴効果の影響は低減している。なお、前月比ベースでは0.4ポイントと僅かながら円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

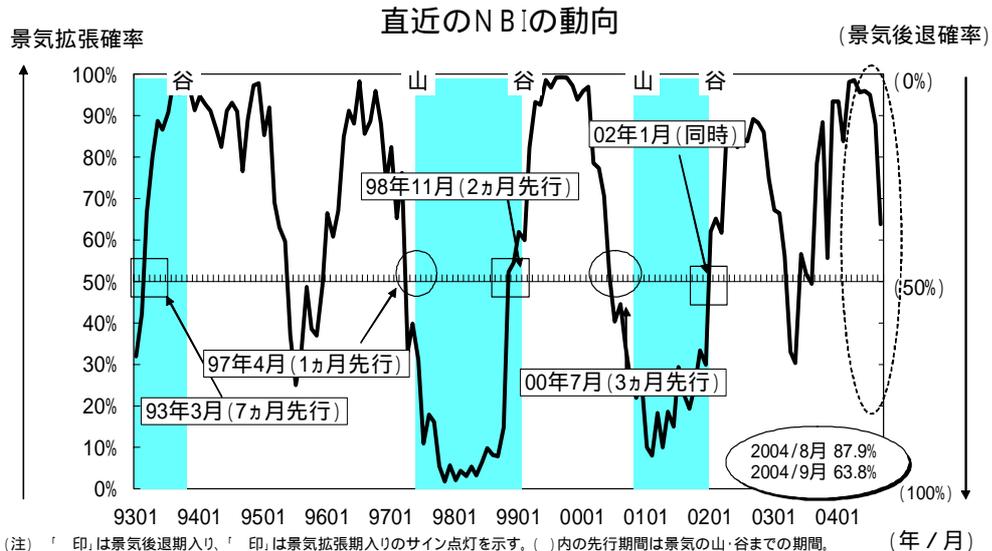
2003年10月	-40.2%
2003年11月	-43.9%
2003年12月	-47.5%
2004年1月	-47.8%
2004年2月	-46.5%
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.6%
2004年5月	-40.4%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.4%
2004年8月	-36.2%
2004年9月	-40.7%
2004年10月	-40.7%

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) ~ 8月 : 87.9%、9月 (予測値) : 63.8%



(注) 「↑」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山・谷までの期間。
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。
2004年8月までは実績値に基づく計測、2004年9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	
03/9	78.5%	556,458	2.4%	-38.1%	
03/10	88.4%	556,790	0.1%	-40.2%	
03/11	55.7%	550,778	1.1%	-43.9%	
03/12	93.4%	563,476	2.3%	-47.5%	
04/1	93.4%	567,345	0.7%	-47.8%	
04/2	83.9%	567,267	0.0%	-46.5%	
04/3	98.2%	562,438	0.9%	-44.8%	
04/4	98.6%	567,866	1.0%	-42.6%	
04/5	95.7%	568,401	0.1%	-40.4%	
04/6	95.8%	564,270	0.7%	-37.0%	
04/7	95.0%	565,383	0.2%	-37.4%	
04/8	87.9%	564,639	0.1%	-36.2%	
04/9	63.8%			-40.7%	
04/10				-40.7%	

(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

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。

月次 GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はWeeklyエコノミストレーター2004年9月24日号を参照。

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)