

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

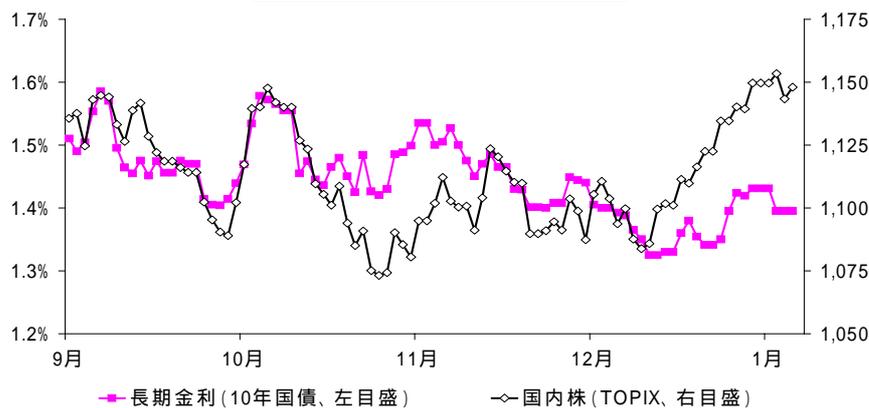
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 昨年末悪い指標発表が連続した。12月短観で7 四半期ぶりに大企業・製造業の業況判断が悪化、景気動向指数が3 カ月連続で50%割れ、生産も7-9月期に前期比マイナスに転じるなど、景気のベクトルが下向き始めていることが明らかとなっている。
2. 今年の金融政策は、前半は景気に対して先行き強めスタンスを残すことで政策面では様子見姿勢、年後半はむしろ緩和政策を模索する展開になると予想する。

< 金融・為替市場の動き >

1. 円高圧力の持続、国内景気の減速感、依然として水面下にあるCPIなど、株高を除けば、長期金利に対する下振れ要因は解消されておらず、「10年国債利回り = 1%半ば」を下回った状態で、長期金利は暫く推移し続けるものと思われる。
2. 年明け以降もドル買い戻しが優勢となる中、米金利先高観などが短期的なドルのサポート要因となるが、今後予想されるブッシュ米大統領の財政赤字削減策などに対し、市場の信認が得られないと、ドル売り圧力が再び強まる可能性がある。

株高でも上昇力の鈍い長期金利



(データ) 日本証券業協会、東証

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)

2005年の政策の行方

今年の日銀ウォッチのポイントは、足元の景気減速が一時的かそれとも後退入りするかという点と、それに対する日銀の判断がどうなるかという点である。

昨年未悪い指標発表が連続した。12月短観で7四半期ぶりに大企業・製造業の業況判断が悪化、景気動向指数が3カ月連続で50%割れ、生産も7-9月期に前期比マイナスに転じるなどなど、景気のベクトルが下向き始めていることが明らかとなっている。

日銀は基本的見解を11、12月と2カ月連続で下方修正したが、足元の減速は一時的でその後、早期で回復に転じるとのスタンスをとっている。また政府の月例経済報告も同様に2カ月連続で基調判断が下方修正されているが、年末に出された「平成17年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度(政府経済見通し)」が示すように、2005年度については再び回復に向かうとの見方だ。

当研究所では、早期回復シナリオの前提となっている海外経済の再加速、増税強化の中でも底堅く個人消費が伸びるといった点を否定的に見ており、2005年度は景気後退に陥ると考えている

(図表1) ニッセイ基礎研と政府の経済見通しの比較表

	2003年度実績	2004年度実績見込み		2005年度予測	
		当研究所	政府	当研究所	政府
名目GDP	0.8	0.8	0.8	▲0.3	1.3
実質GDP	0.5	2.0	1.7	0.5	0.9
民需寄与度	1.5	1.9	1.8	0.5	1.1
公需寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.4	0.1	0.1
外需寄与度	0.8	0.6	0.7	▲0.1	0.4
消費者物価指数	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.1

(出所) 内閣府をもとに当研究所にて作成

(Weekly2004/12/10号をご参照ください)

そのため今年の金融政策は、出口よりは追加緩和の方向に向かうと予想する。確かに、前半は現在日銀がとっている短期での景気回復路線を大きく修正することはないだろう。すなわち、先行き強めスタンスを残すことで政策面では様子見姿勢が続くだろう。しかし年後半は、景況感の下方修正が行われ緩和政策を模索する展開になると予想する。

次回決定会合は1月18、19日に行われる。2カ月連続で下方修正となっている景況感は据え置き、政策変更は行われないと予想する。

GDPデフレーターに続き、CPIも改定へ

総務省は昨年11月26日に「消費者物価指数平成17年基準改定方針案への意見募集結果」を公表した。現在の2000年基準の消費者物価指数は、2006年8月公表から2005年基準へと「基準改定」が行われる。今回公表された意見募集結果は、この改定で取り入れて欲しいユーザーのニーズ収集とそれに対する総務省の見解が示されている。

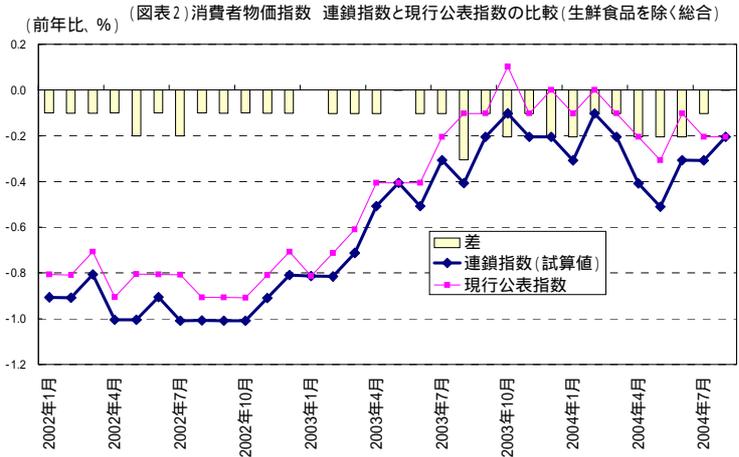
その中で金融政策との絡みで注目なのが「連鎖方式」である。

現在、連鎖方式は年1回、作成、公表されているが、これに対して、要望では月次での作成、公表があげられている。総務省は月次公表に前向きな回答を行っており、次回改定に絡んで連鎖方式が導入されることになりそうだ。

昨年未改定となったGDPデフレーターの下方向バイアスとは逆に、消費者物価指数には上方バイアスがあると指摘がなされてきた。今回試算値として月次の連鎖方式の数値が示されているが(図表2)

上方バイアスの存在が見取れる(両者の差は0.1-0.2%程度、最大は2003年8月0.3%となっている。現行公表指数で一時的にプラス(2003年10月、0.1%)やゼロとなった場面もあったが、連鎖方式で見るとマイナスである)

連鎖方式の導入に伴い量的金融緩和の解除条件のハードルがいっそう高くなりそうだ。



国債管理政策にベット：日銀乗換の大幅増加

2005年度の発行計画が財務省から公表された。2005年度は新規財源債が2004年度対比で2.2兆円減少する一方で、借換債が19.4兆円増加する。この借換債増加は、いわゆる財務省がよく使う大量償還の「こぶ」への対応によるものだ(図表3)。

2005年度の国債発行増加分を吸収するのが日銀による乗換だ。

日銀は保有する中長期の国債が満期を迎えた場合、短期国債を一回だけ引き受けて償還を先延ばしする「乗換」に依っている。2005年度は償還期限を迎える約16兆円が乗換の対象だが、これとは別に2004年度中の乗り換え分13兆2000億円について、半分強を新たな短期国債を引き受けて再乗換する予定だ。つまり合計で約23兆円程度の乗換となる。

この乗換額増加については財政規律が失われるとの批判もあるが、乗換額増加に応じなければ、市中消化額が大幅に増加し長期金利が急騰するリスクもあり得るだけに、日銀は当然の判断だと考えていると思われる。ただし、今回の判断で将来的には出口戦略の中で、長期金利上昇を避けるべきだとの圧力(長期国債の買入額増加など)に応じざるをえなくなる金融政策の姿が見え隠れすることとなった。

(図表3) 2005年度国債発行計画

		(兆円)		
<発行額>		2004年度当初	2005年度予定	差額
新規財源債		36.6	34.4	▲2.2
借換債		84.5	103.8	▲19.4
財政融資特会債		41.3	31.3	▲10.0
合計		162.3	169.5	7.2
<消化額>		2004年度当初	2005年度予定	差額
市中発行分計		114.6	119.8	5.1
個人向け国債		1.6	3.6	2.0
日銀乗換		13.2	23.0	▲9.8
財政融資資金乗換		1.0	1.0	0.0
郵便貯金資金		19.7	12.3	▲7.4
年金資金		7.5	5.2	▲2.3
簡易生命保険資金		2.4	1.8	▲0.6
郵便窓販		2.3	2.8	0.5
合計		162.3	169.5	7.2

(資料)財務省

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

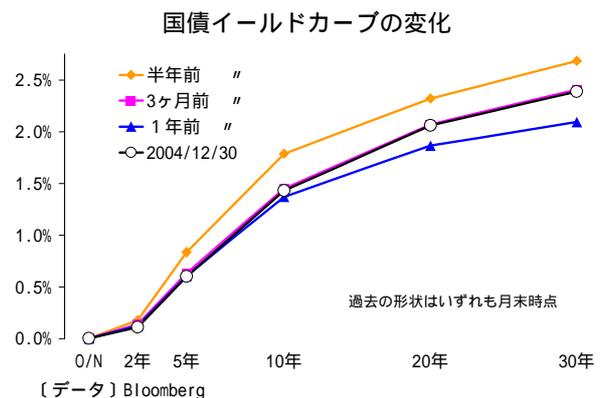
最近の金融市場の動き

(12月の概況)

月初の10年国債入札(2日)が無難に消化されたこと、米雇用統計(3日)の結果に対する失望から米金利が低下したこと、機械受注(9日)が前月比で予想外に減少したことなどを受け、国内債市場では長期金利が低下基調を強め、10年国債利回りは1.4%台を割り込む展開となった。その後発表された日銀短観(15日)は、全面的な景況感の悪化を示さなかったものの、円高進行などを背景に、国内景気の先行きに対する慎重な見方が広まったため、長期金利の低下は続き、10年国債利回りは月央にかけて1.34%まで低下した。しかし、月後半に米長期金利が上昇に転じたこと、また、米国株高を受けて日経平均株価が5ヵ月ぶり高値を付けるなど、国内株式市場が堅調に推移したことなどから、長期金利は上昇に転じ、年末には10年国債利回りが一時1.4%台を回復した。

(当面の円金利見通し)

株高と歩調を合わせるように、年末には長期金利もやや上昇の度合いを強めた(表紙図表参照)。しかし、円高圧力の持続、国内景気の減速感、依然として水面下にあるCPI(消費者物価)など、外部環境から判断する限り、目先の株高を除けば、長期金利に対する下振れ要因は解消されていない。そのため、現金融政策下(ゼロ金利・量的緩和)の落ち着きどころと考えられる、「10年国債利回り=1%半ば」を下回った状態で、長期金利は当面、推移し続けるものと思われる。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.3~1.5%。



最近の為替市場の動き

(12月の概況)

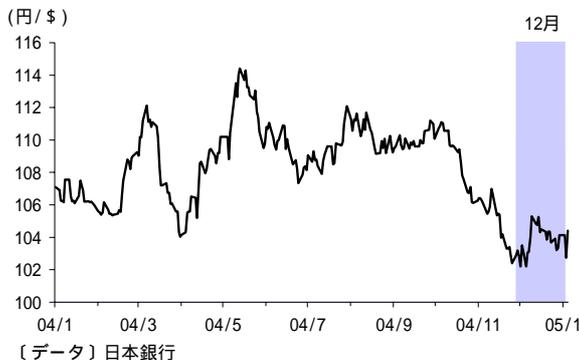
年末を控え、ドル売りポジションを解消する動きが広まったことや、日本の実質GDPが下方修正されたことなどを背景に、月初はドルが買い戻される展開となり、10日には1ドル=106円台まで円安・ドル高が進んだ。しかし、本邦輸出企業のドル売り圧力が強まるにつれて、次第にドルの上値も限定的なものとなり、それ以上のドル高は実現しなかった。その後、15日に発表された日銀短観が懸念されたほど悪い結果とはならなかったのに加え、同日発表された10月分の対米証券投資額が低水準にとどまると、再び円買い・ドル売りの動きが活発化し始めた。さらに、オランダ財務相がユーロの対ドルでの上昇は依然として受け入れ可能な範囲にあるとの見解を示した(24日)ことなどをを受けて、年末に対ユーロ中心にドル売りが加速したため、ドルは対円でも102円台まで売られる結果となった。

ドルユーロレートは、月初こそ年末を控えたポジション調整の動きを背景に、一時1ユーロ=1.32ドル台を割り込む水準までユーロが売られたものの、オランダ財務相による現状のユーロ高への容認発言(24日)などを背景に、月後半は再びユーロ買い圧力が高まり、年末には再び対ドルでの最高値を更新する1.36ドル台までユーロ高が進行、また、対円でも一時141円台までユーロ高が進んだ。

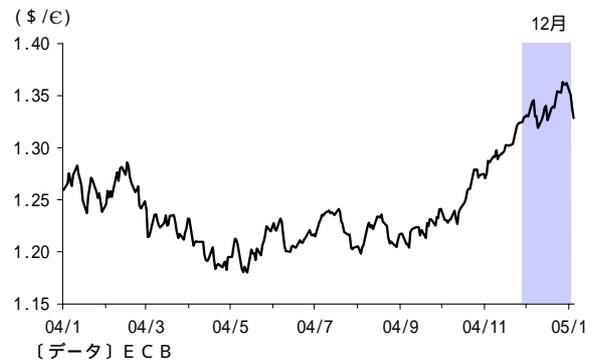
(当面の見通し)

年明け以降もドル買い戻しが優勢となる中、ドル売り圧力は小康状態を保っており、米経済指標改善に基づく米国の金利先高観などが、短期的なドルのサポート要因となろう。しかし、米「双子の赤字」の構造的な問題は未解決であり、本邦輸出企業のドル売り圧力も根強いと予想されるため、ドルの持続的上昇を見込むことはできない。むしろ、今後予想されるブッシュ米大統領の財政赤字削減策などに対し、市場の信認が得られないと、ドル売り圧力が再び強まる可能性もある。但し、円高が進めば、日本の通貨当局による為替介入や、日本経済に対する先行き慎重姿勢が高まるものと思われ、持続力のある円高を見込むのも難しい。今後1カ月の予想レンジは、ドル円レートが1ドル=100~106円、ドルユーロレートが1ユーロ=1.30~1.37ドル。

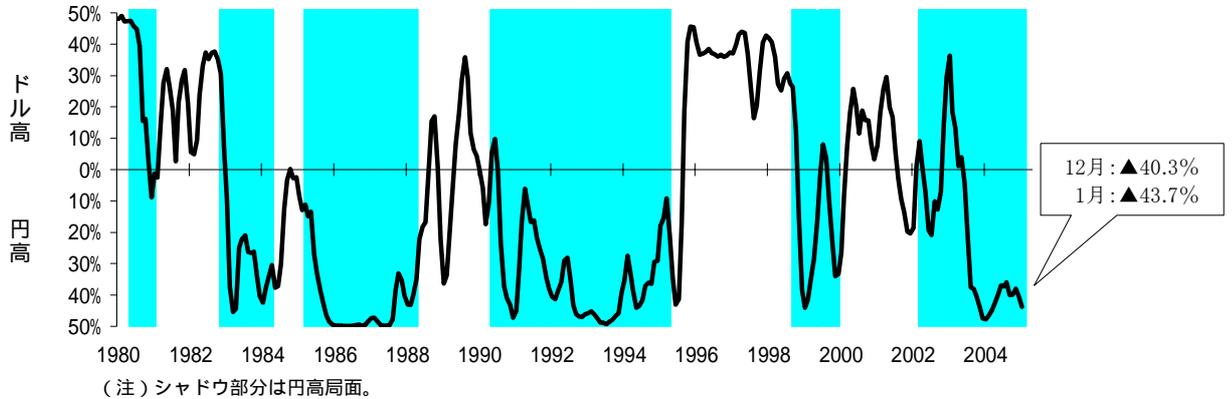
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 1月は 43.7%の円高サイン



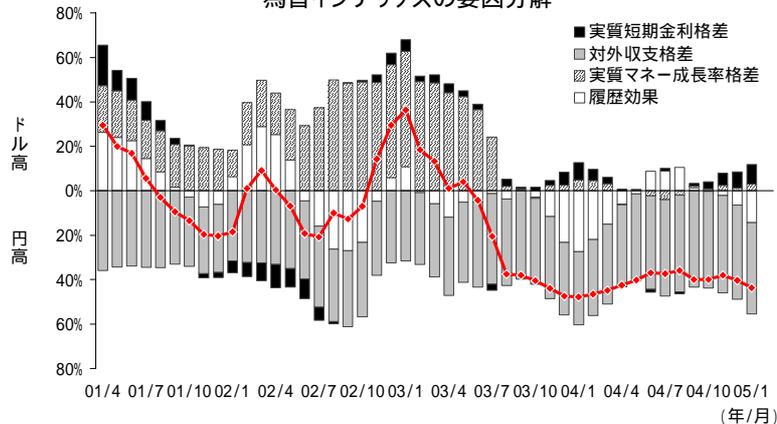
1月の為替インデックス(ドル円)は 43.7%となり、小幅ながら2ヵ月連続で前月に比べ円高圧力が増加したことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続き小幅ドル高要因。月次ベースでも、国内企業物価の上昇に伴い日本の実質金利が低下したことで、日米実質金利差が拡大した分、前月比1.4ポイントの小幅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。但し、日本の経常収支黒字がGDP比ベースで小幅縮小した分、前月比では1.3ポイントの小幅ドル高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：依然としてほぼ中立。ただし、月次ベースでは、米国のマネーサプライ(M1)の伸びが小幅鈍化する一方、日本のマネーサプライがわずかに増加した分、前月比1.8ポイントの小幅ドル高寄与となった。
- 4) 履歴効果：昨年11月以降のドル円レートの円高モーメントの強まりを背景に、前月比ベースで7.9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)

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	-40.2%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.3%
2004年8月	-36.0%
2004年9月	-40.0%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.3%
2005年1月	-43.7%

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证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)