

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

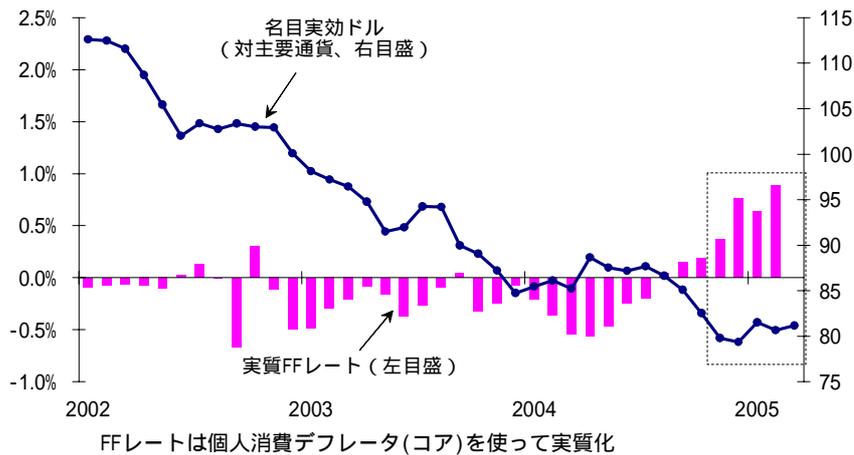
< 今月の日銀ウォッチ >

1. 2月決定会合では、3月の当座預金残高維持が可能との見通しもあり、全員一致で現状維持。ただし、この問題は大幅な資金不足となる5-6月に向けさらに深刻になり、政策が動く可能性がある。
2. どのような運用が行われるかは、ペイオフ後の流動性需要の低下の程度により現段階では全く読めない。ただ、どのような運用が行われても、緩和は継続、強化しているとのメッセージをあわせて打ち出す必要がある。国債買入れ増額を拒否したままで、柔軟運用が実施される可能性は極めて低い。

< 金融・為替市場の動き >

1. 行き過ぎた金利低下が修正される過程で、強めの経済指標が加わったことで、長期金利が1.5%台まで上昇しているが、これ以上の上昇を正当化するのは困難であると思われ、むしろ、10年国債利回りがフェアバリュウ近辺に戻ってきたと捉えるべきであろう。
2. 「米双子の赤字」から「金利差」や「景況感格差」などに市場の眼がシフトしている模様だが、構造的なドル安要因が決して解消に向かい始めた訳ではないことから、引き続き予想外にドルが下落するリスクを念頭に入れておくべきだろう。

米金利先高観が目先のドル安を阻止している模様だが...



(データ) FRB、NY連銀、米商務省

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)

当座預金残高の下限問題：技術的対応ではすまない

先月は、久々に決定会合（2月16-17日）や公表された議事録などへの市場の関心が高かった。12月の決定会合で福間審議委員が当座預金残高の目標引き下げ論を初めて提起し、それ以降も一部の審議委員からも、当座預金残高の目標の引き下げや、一時的に目標割れを認める発言が相次いでいたため、当座預金残高の目標下限に対して、何らかの政策変更が行われるかとの思惑が強まっていたためだ。

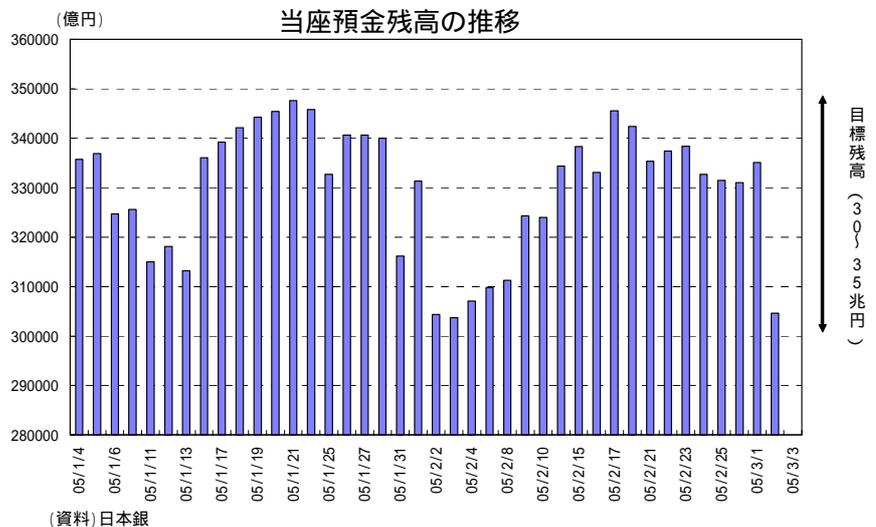
この当座預金残高の目標下限問題のやっかいなところは、札割れ頻発により当座預金残高の目標維持が難しくなったために目標の引き下げや目標割れを容認する運用を行うという「技術的対応」との説明では、納得が得られないところにある。

数人の委員が1月会合で指摘したように、量的緩和

政策は「金融不安への対応も含めてデフレからの脱却を目標としたものであり、金融不安の後退だけを理由に当座預金残高目標を減額することは説明が難しいのではないか」ということだ。

量的金融緩和の目的は、デフレ脱却とともにシステム不安に対する流動性供給にあった。たしかにシステム不安は減じているが、デフレ脱却はまだ果たせていない。しかも最後の追加緩和が行われた2004年1月は、景況感が上向き中での追加緩和であり、デフレ脱却を後押しするとの見解を日銀は示していた。量的金融緩和は、そもそも資金需要のない銀行に無理やり資金を供給することを意味していたはずで、その銀行の資金需要がなくなったからといって当座預金残高の目標を減じることは、過去の政策の否定となる。さらに、中長期の国債の買い切りオペをもっと大規模に行えば当座預金残高の目標維持は不可能ではない、という反論もあり得る。

今回の2月決定会合では、2004年10-12月期が3四半期連続のマイナス成長となるなど、景気は踊り場を続けているとの判断が当然あっただろうが、3月上旬にかけての資金不足期においても当座預金残高の目標維持が可能との金融調節担当からの報告もあり、全員一致での現状維持が可能だったものと思われる。



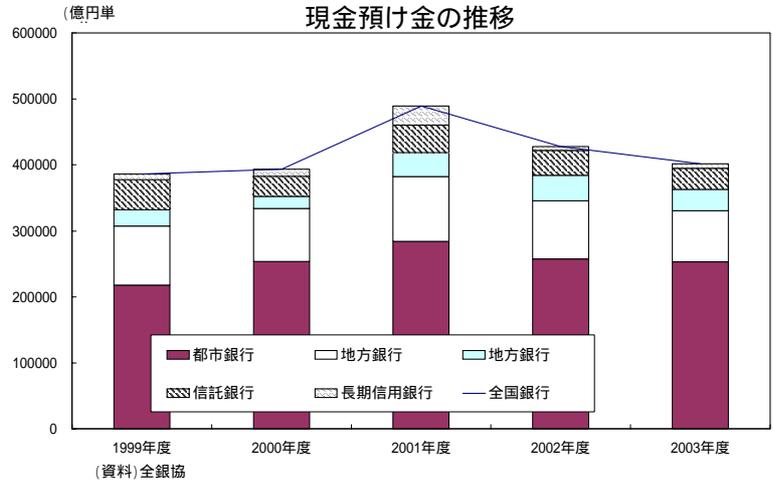
5-6月の大幅資金不足

ただし、この問題は今後さらに深刻になろう。税揚げなどで大量の資金供給を迫られる5、6月の目標達成が全く読めない。

金融システムの安定のひとつの試金石であるペイオフが4月に実施されれば、銀行の流動性需要はいっそう減じるだろう。

銀行の現金預け金を流動性需要として見ると、2001年度末が高くそれ以降、少しずつ減じてきている。ペイオフが実施されれば急激に落ち込むとの見方もできる一方で、貸出も伸びておらずさほど減ること

はないとの見方もできる。調節担当者も実際にはどの程度流動性需要が落ちるか、ふたを開けてみなければ分からないというのが本音だろう。



運用をどう変える？：流動性需要の減少幅したい

当座預金残高の目標下限の運用については、いくつかの案が浮上している。そもそも残高の引き下げを行えばいいとの案、「一時的に当座預金残高の目標が下回ることもある」との但し書きを挿入する案、当座預金残高の目標を平均的に上回ればいいとの案、さらに30-35兆円程度となっている現在の目標の「程度」という言葉を拡大解釈するとの案（30兆円を下回っても程度には入っているとの理解をするというもの）などである。

これらの案のどれを採用するかは、ペイオフ後の流動性需要がどれだけ減るか、そもそも数日の残高割れですむのか、当座預金残高の目標維持が不可能な状況になるのかによる。銀行の需要がそれほど減らなければ、但し書きなどが有力だろうが、大幅に減るのであれば、日銀としては背に腹は変えられず、当座預金残高の目標水準自体を引き下げざるを得なくなる（この場合は当座預金残高が量的金融緩和の目処との見解を放棄することになる）。

ただ、どのような運用に変更したとしても、追加緩和は継続している、強化しているといったメッセージをどのような形で作るかという問題がつかまとう。

現在のところ政治的には景気・デフレは関心事とはなっていない。しかし、竹中経済財政担当相は1月のマネーサプライが前年同月比2.0%にとどまったことについて「2%で良いわけがない」と述べ、日銀の金融緩和政策が不十分だと認識を示している。現状で不十分との認識がある上に、量的金融緩和は資金需要のない銀行に無理やり資金を送ってきた政策で、その政策の効果を日銀も主張してきたはずで、需要がなくなったから目標を変える、弾力運営をするといったも政治的な理解はまず得られない。何らかの変更に対して政治的に緩和継続の強いメッセージを添える必要がある。

また、市場に対しても同様だ。何らかの変更を行った場合、金利上昇、株安、円高に動く可能性が高く、緩和は継続・強化しているという分かりやすいメッセージを同時に打ち出さなければならないはずだ。

メッセージとして国債買入れ増額が最有力だろう。総裁は強く国債買入れ増額を否定しているが、調節が難しさを増す中では、どうしても資金供給手段として中長期国債買入れの依存度が今以上に高くならざるを得ない。技術的な対応として当座預金残高の目標の変更を行うが、国債買入れオペの増額はしない、という選択はどうみても可能性が極めて低い状況だ。

変更のXデーは？

供給オペの期間を長くするなどの対応を取っても、5-6月を乗り越えられない、当座預金残高の目標維持が無理と判断した場合、いつ下限問題を切り出すのか？

今後のスケジュールを見ると、ペイオフ解禁後、ある程度市場の動向を見極め、5-6月の大幅不足に間に合わせるには、4月末の会合と5月19・20日の2回の会合しかない。

ただ、この2回の会合も時期としては微妙である。4月末はまさに「展望レポート」が示されるタイミングだ。先行きの回復シナリオは維持の基本は変わらないだろう。景気シナリオが10月とほぼ同じような見方となる中で、物価については公共料金の引き下げの影響などを加味し、2005年度は再びマイナスとなる公算大だ。マイナスの見通しの中で下限見直し論に対して「理解を得る」ということは難しい。

	会合開催	金融経済月報公表	(議事要旨公表)
3月	3月15日(火)・16日(水)	3月16日(水)	(5月9日(月))
4月	4月5日(火)・6日(水) 4月28日(木)	4月6日(水) ----	(5月25日(水)) (6月20日(月))
5月	5月19日(木)・20日(金)	5月20日(金)	(6月20日(月))
6月	6月14日(火)・15日(水)	6月15日(水)	未定

5月に入ってしまった段階で調節がうまくいっていなければすでに当座預金残高の下限目標割れしている可能性もあるが、大幅不足に何らかの政策アクションを起こすとしたら5月19・20日が最後のチャンスだ。

このタイミングでは、4月よりはペイオフ解禁後の流動性需要の落ち込みがどの程度なのか正確な判断が可能だろう。ただこのタイミングも4月と同じ問題は引きずっている上に、G7と時期が重なる(G7に向けての各国の調整は4月から始まっているだろう)、日本での理解が難しいこの種の話が海外で受け入れられるとは思えない。

上記のように2回の会合を比べると、両方とも難しい状況には変わらないが、変更を行った場合、特に円高加速が懸念されることから、海外問題を比較的持ち出さなくてもよい4月末を選択する可能性が高いと思われる。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

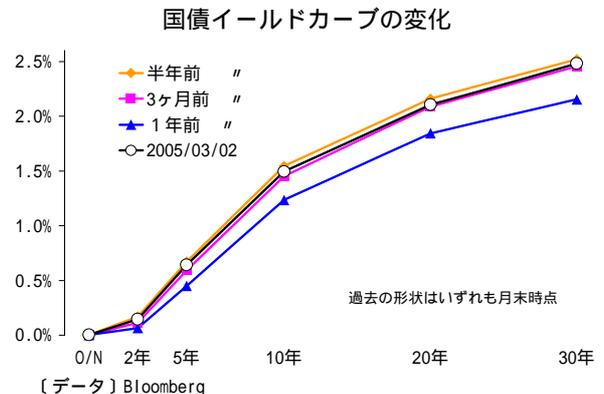
最近の金融市場の動き

(2月の概況)

国内債市場では、景気の先行き不安などを背景に投資家が債券買いを積極化させたのを受け、10年国債利回りが昨年3月以来となる1.2%台まで低下した。その後、過度の金利低下に対する警戒感が次第に強まったことから長期金利は上昇に転じ、さらに、機械受注(10日)が予想を大幅に上回る増加を示すとともに、日経平均株価が年初来高値を更新すると、10年国債利回りは1.4%台を付けた。月後半にかけては、10-12月期GDP改定値(16日)が下方修正され、3期連続でマイナス成長となったことなどを受け、一旦は長期金利上昇に歯止めがかかった。しかし、28日に福井日銀総裁が、「イールドカーブが金融緩和の長期化を過度に織込み過ぎていないか注意を要する」と発言すると、再び金利上昇圧力が高まった。そして、鉱工業生産(28日)や家計調査(3/1)などの経済指標が予想以上に強めの結果を示すと、3月初に10年国債利回りが1.5%台まで上昇した。

(当面の円金利見通し)

前月時点の当レターで「量的金融緩和の追加などを見込まない限り、これ以上の金利低下に対しては逆張りの発想で臨むべき」との見解を示したとおり、行き過ぎた金利低下に対する警戒感が高まったところに、機械受注や鉱工業生産など、強めの経済指標が加わったことで、長期金利は上昇の度合いを強めた。たしかに、福井総裁が指摘する通り、緩和政策の長期化を過大に期待するのは適切でないと思われる。こうした中、国内景気に対する悲観的な見方が一旦は後退したことで、長期金利が今暫く上振れしやすい状態が続く可能性はあろう。しかし、CPIが前年比マイナスの度合いを強めるなど、最終物価のインフレ期待が高まりにくい状況下、量的金融緩和やゼロ金利の解除を見越したかたちで金利水準を想定するのも時期尚早であろう。したがって、現時点ではこれ以上の長期金利上昇を正当化するのは困難であると思われ、むしろ、10年国債利回りがフェアバリュー近辺に戻ったと捉えるべきであろう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは1.35~1.65%。



最近の為替市場の動き

(2月の概況)

G7で発表された声明文に為替調整に関する踏み込んだ内容が含まれなかったこと(4日)、昨年11月に米経常赤字に警鐘を鳴らしたグリーンズパンFRB議長が、一転してやや楽観的な見解を示したこと(4日)、12月分の米貿易赤字が改善したこと(10日)、北朝鮮の6ヵ国協議からの離脱宣言が円に対するマイナス要因となったこと(10日)など、月上旬の為替市場ではドル買いや円売りにつながる材料が相次いだため、ドル円レートは一時1ドル=106円台後半まで円安・ドル高が進んだ。しかし、本邦輸出企業のドル売りがそれ以上のドル高進行を抑制する中、22日に韓国中銀が外貨準備の分散投資を検討するとの報道が出るとドル全面安の展開となり、104円台を割り込んだ。その後、韓国中銀が早期のドル売却に否定的な見解を示したことや、米金利先高観がドル支援材料として作用したことから、それ以上ドルが売り込まれる展開とはならず、月末にかけては104~105円近辺での揉み合いが続いた。

ドルユーロレートは、上記の通りドル支援材料が月上旬に重なったことから、一時3ヵ月振りとなる1ユーロ=1.27ドル台までユーロ安・ドル高が進行した。しかし、独景況感指数の改善(15日)や、韓国中銀による分散投資の報道(22日)などを受け、月後半は再び1.3ドル台を回復する水準までユーロが反発した。

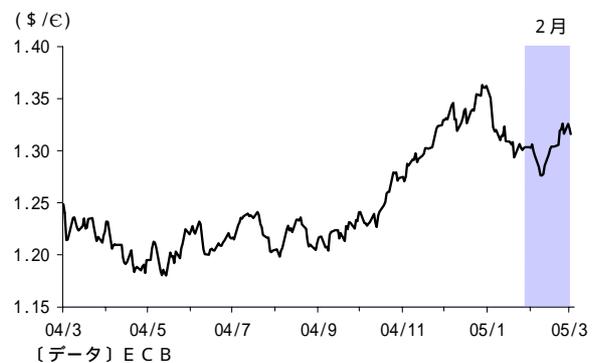
(当面の見通し)

「双子の赤字」といった米経済の構造的側面から、「FRBの利上げ継続に伴う金利差拡大(米>日欧)」や「米景気の持続的拡大」など、米経済の循環的側面に、市場の眼はシフトしている模様だ。こうした状況下、雇用統計(3/4)が米雇用環境の改善を示すことなどを通じて、目先のドル買い意欲が高まる可能性はあろう。しかし、韓国中銀の分散投資の報道が出た際の市場の反応からも分かるように、米対外収支の赤字基調が続く中において、ドル下落につながる潜在的な不安定要素は、決して解消に向かい始めた訳ではない。したがって、引き続き予想外にドルが下落するリスクを念頭に入れておくべきだろう。今後1カ月の予想レンジは、直近2ヵ月間の予想と同じ、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=1.29~1.35ドル。

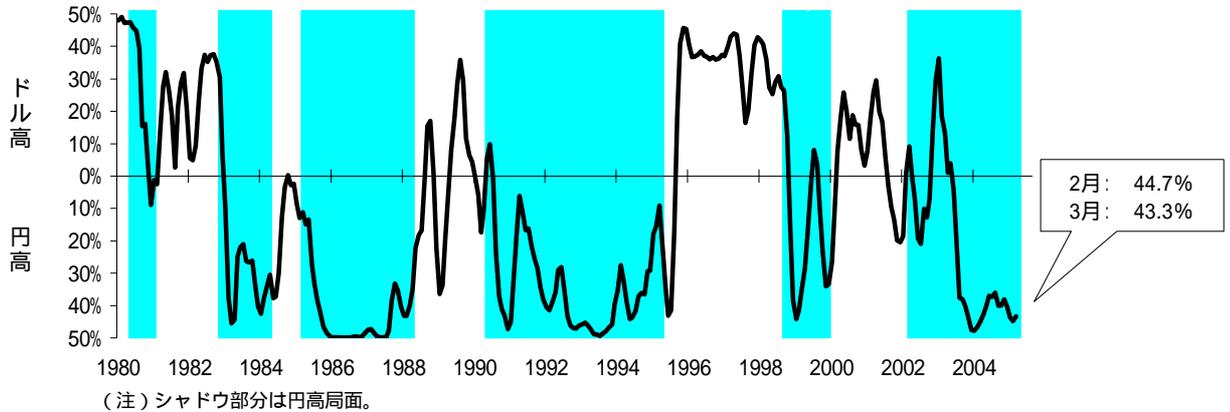
円ドルレートの推移(直近1年間)



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): 3月は 43.3%の円高サイン



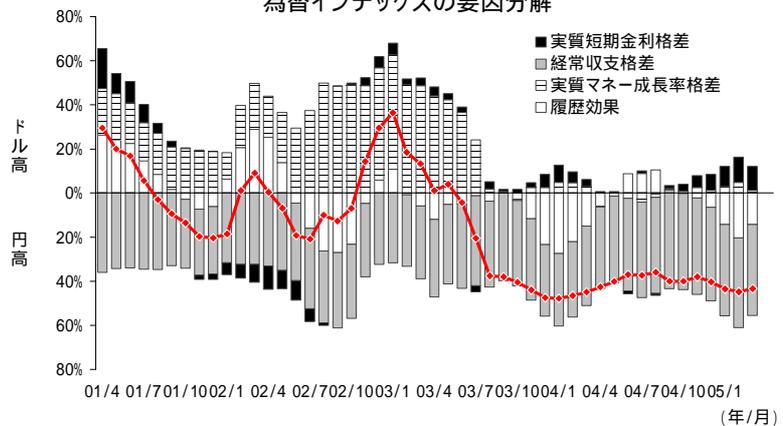
3月の為替インデックス(ドル円)は 43.3%となり、前月に比べれば僅かながら軽減したものの、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: 引き続きドル高要因。但し、国内企業物価の上昇が鈍化し、日本の実質金利低下が一服したことで、実質短期金利差が小幅縮小した分、前月比ベースでは0.6ポイントと僅かながら円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き大きな円高要因。単月ベースで見ても、米経常収支赤字(GDP比)の増大を背景に、前月比0.5%と僅かながら円高寄与となった。
- 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)の伸びが増大した一方、日本のマネーサプライの伸びが鈍化した分、前月比3.5ポイントの円高寄与となった。
- 4) 履歴効果: ドル円レートの円高モーメントが一旦は収束に向かっていることから、前月比6.1ポイントのドル高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

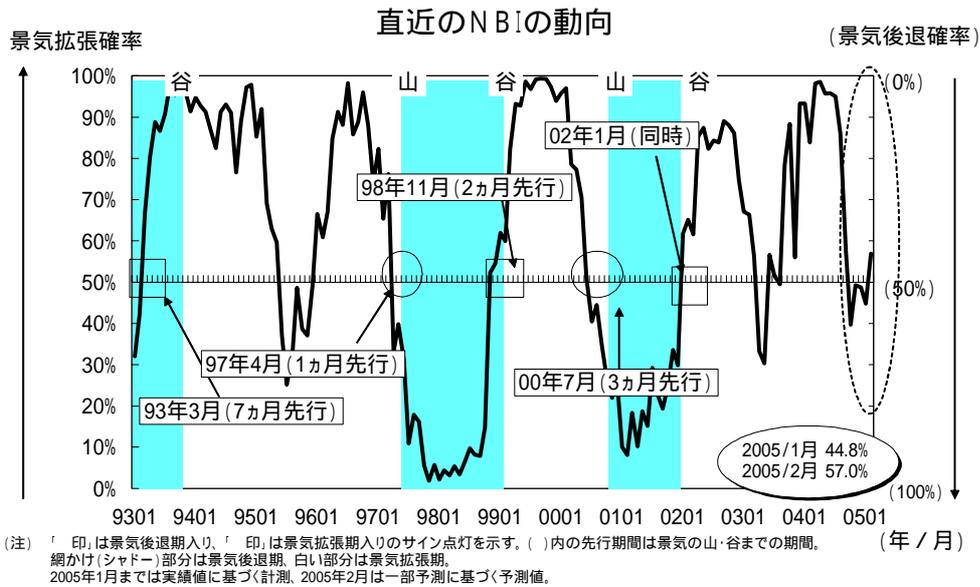
2004年3月	-44.8%
2004年4月	-42.6%
2004年5月	-40.2%
2004年6月	-37.0%
2004年7月	-37.3%
2004年8月	-36.0%
2004年9月	-40.0%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.3%
2005年1月	-43.5%
2005年2月	-44.7%
2005年3月	-43.3%

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) ~ 1月: 44.8%、2月 (予測値): 57.0%



	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	
04/2	83.9%	538,410	0.6%	-46.5%	
04/3	98.2%	527,994	1.9%	-44.8%	
04/4	98.6%	535,657	1.5%	-42.6%	
04/5	95.7%	530,376	1.0%	-40.2%	
04/6	95.8%	532,443	0.4%	-37.0%	
04/7	95.0%	533,212	0.1%	-37.3%	
04/8	86.0%	530,154	0.6%	-36.0%	
04/9	57.8%	532,583	0.5%	-40.0%	
04/10	39.7%	528,781	0.7%	-40.0%	
04/11	49.3%	530,956	0.4%	-38.0%	
04/12	48.8%	532,539	0.3%	-40.3%	
05/1	44.8%	537,938	1.0%	-43.5%	
05/2	(予測値) 57.0%			-44.7%	
05/3				-43.3%	

(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

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」、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。

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)