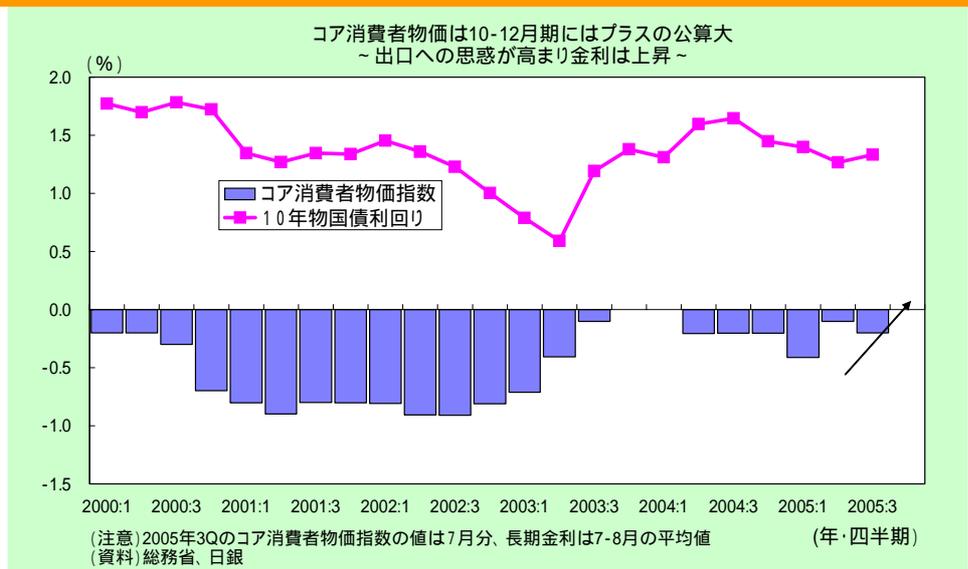


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策、金融・為替市場の動き～原油価格がかく乱要因

1. 量的金融緩和政策のターゲットであるコアCPIは、10-12月期からプラスに転じる見込み。日銀は、解除3条件が揃った段階で出口議論を開始する腹積もりであり、その状況が実現するまで「動かない」戦略が続く。すなわち当面金融政策は「現状維持」が続くと筆者は見込む。
2. 連日最高値を更新する原油価格は、消費者物価指数の押し上げ要因となり、出口議論で最もやっかいな「糊しろ」の議論はクリアーしやすくなる。しかし一方で、景気の先行き見極めという別の困難な問題が生じることになる。
3. 先行きの国内債市場は、原油高による世界経済鈍化、日本の景気減速懸念という金利低下要因はあるものの、秋口以降からコアCPIがプラスに転じる公算が高まっており、量的金融緩和収束に向けた思惑が高まり、金利が徐々に強含む展開を予想する。
4. 先行きの円ドルレートは、米国経済の堅調さ、米国利上げの継続による日米金利差拡大などドルサポート要因がある一方で、米国の住宅バブルへの懸念、原油高の影響などが先行きの米国経済への不安を高めており、方向感がつかめない状況が暫く続くだろう。ユーロドルについては、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気などから、当面ユーロの軟調展開が続く見込み。



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/>

< 金融政策、金融・為替市場の動き >

金融政策：来年春まで動きなし

現在、政局一色になっている。ただし、金融政策の先行き、とくに量的金融緩和の解除時期などを巡っては、自民・公明政権の勝利でも民主党の政権奪取となった場合でもそれほど大きく見方を変える必要はない。両方ともマニフェストを見る限り、政策ごとに改革度合いの強弱はあるものの、基本的には構造改革路線であり、とくに金融政策との関係において重要な消費税の引き上げのタイミングも2007-8年度と同じようだ。金融政策が出口に向けて動き出せる可能性がある時期として、2006年前半という従来の見方を変えるような要因は今のところない。

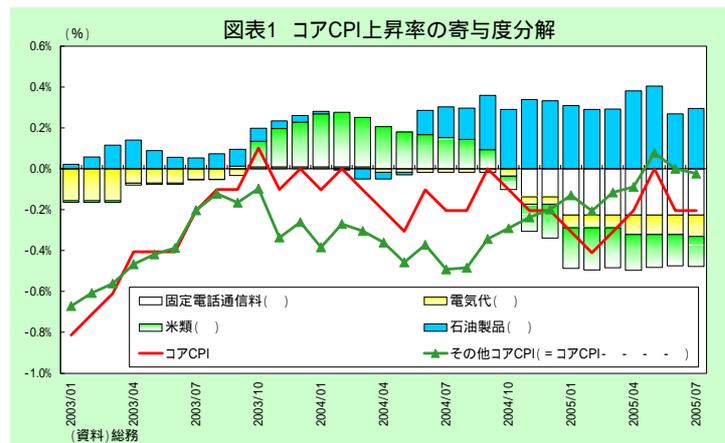
秋以降にコアCPIが水面上に出てくる公算大となっており、日銀は来年の春先頃より、3条件クリアーによる量的金融緩和政策の収束に向けた議論を開始するものと見られる。

(10-12月期にはCPIがプラスに)

7月CPIは、コアで見ると前年比0.2%と若干のマイナスの動きが続いている(図表1)。

ただし、特殊要因(固定通信料金、電気代の値下げ、米価、原油高による石油製品高)を除いて見ると、前年比ゼロ近辺の動きとなっており、需給ギャップ縮小を受ける形で確実にデフレ圧力は軽減されている。

今後については、10-12月期に電



気代・固定電話料金の特殊要因が一巡する(7月コアCPIへの寄与: 電気代 0.10%、固定電話通話料 0.23%)

10月以降、米価の特殊要因が剥落(7月コアCPIへの寄与: 0.15%)、逆に、物価を押し上げている原油高の影響が今後大きくなる見込み(電気代の値上げや航空運賃の値上げなど、企業が原油高を受けて価格転嫁を行う行動が目立つようになってきている)で、10-12月期にはコアCPIがプラスに転じる公算大となっている。単月で見た場合、早ければ米価の影響がなくなる10月分(11月28日公表)にもプラスとなる可能性がある。

(9月会合は変更なし)

9月の決定会合は、7、8日に行われる。福間・水野両審議委員から、当座預金残高引き下げの提案がなされると予想するが、これは否決され、賛成多数で当座預金残高の据え置き(30-35兆円)という現状維持方針が決定されると見込む(図表2)。

前回8月の決定会合から発表された統計で大きく景況感を改善させる内容のものはない。金融経済月報の景況感も据え置きとなるだろう。

今後の金融政策は、9月11日の選挙後も政権運営が不確定なこと（たとえ自公勝利の場合でも参議院を郵政法案が通過するか不透明）また来年度予算編成の作業に入ることなどから、動きにくい。しかし、日銀自体もコアCPIが水面上に出て、3条件（**図表3**）が揃った段階で出口議論を開始する腹積もりであり、その状況が実現するまで「動かない」戦略が続くだろう。

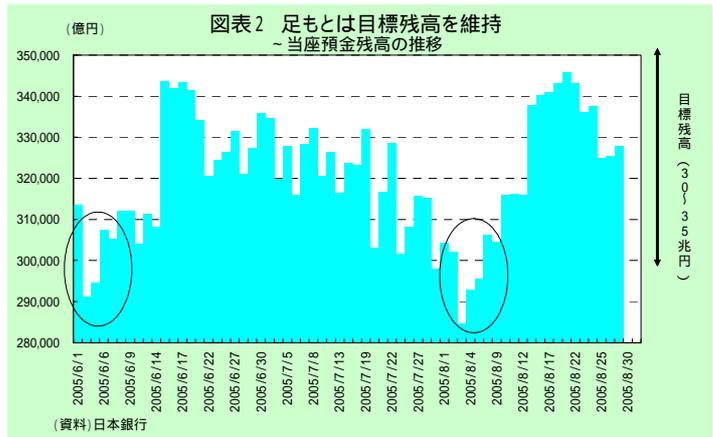
（2006年の政策変更の可能性は？）

コア消費者物価指数が10-12月期からプラスとなると来年の春には、数ヶ月プラスが継続していることが確認されることになり、日銀としては3条件が達成されたとして量的金融緩和の収束のアクションを起こしたいところだろう。

しかし、当研究所の見通し（2005.8.16日 Weekly を参照ください）では、実際に量的金融緩和の収束のアクションを起こすのは困難だと見込んでいる。

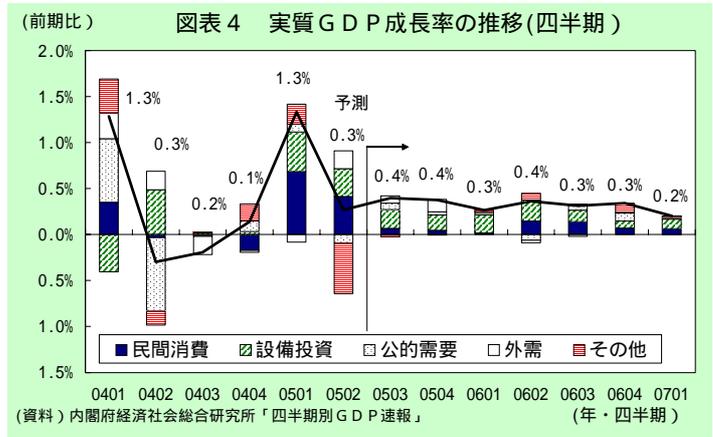
当研究所の見通しは以下の通り。

- 2005年度は、消費、設備投資ともに堅調に推移することから、外需の寄与度の縮小にもかかわらず、実質成長率は1.8%の成長を見込む（**図表4**）。
- しかし米・中経済の不均衡は拡大して早晚調整が必要な状況にあるため、2006年に入ると潜在成長力に向けて減速し始め日本の輸出が鈍化する、また厚生年金の引き上げなど家計部門の負担増により消費の頭が押さえられること等から、2006年度の成長率は1.3%に鈍化。
- 2006年初めには消費者物価上昇率は前年比0.2%程度となる。その後も前年比プラスの推移が続くが上昇率は小幅プラスにとどまる（2006年4-6月期：0.3%、7-9月期：0.2%）（**図表5**）。



（図表3）量的金融緩和の解除3条件

- （条件1）消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上
- （条件2）政策委員の多くが、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していること
- （条件3）総合判断



3条件クリアーにおいて最も議論があるのが、解除条件1である「基調的な動きとしてゼロを上回る」という、いわゆる「糊しろ」議論だ。

消費者物価指数の上方バイアスや、来年8月に予定されている基準改定（今回は0.1-0.2%程度下方修正、今回は0.1-0.2%程度下方修正と見込んでいる）の影響を考慮すると、識者によってその水準はかなり異なってくることになる。当然日銀内部でも意見が大きく割れるところだ。たとえば、岩田副総裁は、常々、糊しろは1%程度必要との主張を行っている。

当研究所見通しの0.2-0.3%という消費者物価指数の上昇率では、糊しろ議論をクリアーするには低すぎる水準である。このため、2006年度に日銀は量的金融緩和の収束には向かえないものと判断される。

（原油高：糊しろ議論と景気の見極め）

足もとで連日最高値を更新する原油高がこれからも続くと、日銀としてもやっかいな見極めが必要になってくる（図表6）。

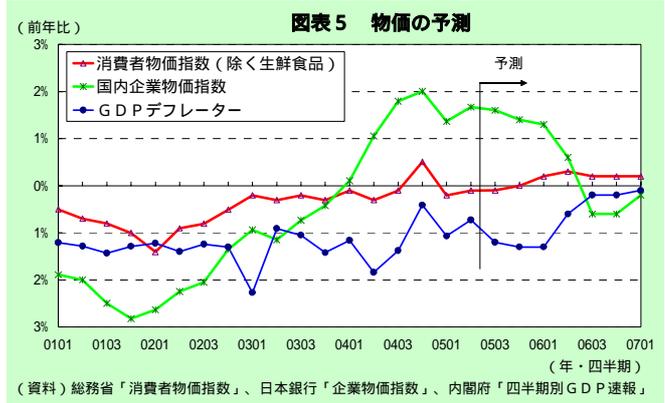
今後の原油価格の動向如何によっては、糊しろの議論をしなくてもいいくらいコア消費者物価指数が上昇するという事態もあり得る。

ただ、現在市場で懸念が高まっているように、原油高で世界経済鈍化のシナリオの蓋然

性が高まる。日本は過去の石油ショックの経験から他の先進国の中では石油依存度がかなり低い。このため、原油高の影響を他の先進国に比べて受けにくい構造となっている。しかし、直接的な影響は少ないとしても外需を通じた間接的な影響は大きい。

現在外需を支えているアジア・米国は、残念ながら石油高に強い体質であるとは言えない。このため、原油高が続いた場合、当研究所が現段階で想定している以上に景気が冷え込むことになる。つまり、世界経済の鈍化 日本経済の外需鈍化 日本の成長鈍化というシナリオの可能性が高まるということになる。

原油高が続くことで糊しろの議論はクリアーしやすくなる一方で、日銀は景気の先行き見極めという厄介な問題を抱えることになる。コアCPIが高まり、その水準からは量的金融緩和の収束が問題ない状況であっても、例えば日本の景気が減速している場合、または日本経済が明確な減速



を示していないとしても世界経済が減速し、日本に景気のけん引役が期待されるような状況となれば、果たして日銀が収束に踏み切れるかどうか、相当厄介な問題が生じることになる。

金融市場：総選挙後の動き

9月11日に衆議院総選挙が行われる。現時点の報道では与党優勢が伝えられている。金融市場も小泉政権圧勝を前提に、昨今のファンダメンタルズの改善を織り込んだ動きとなってきている。

総選挙の結果、現段階の予想通り小泉政権継続となった場合、政局混迷という不透明要因が払拭されるため、株価などは買いが期待できるが、基本的には既に小泉政権継続シナリオを織り込んでおり、上昇幅も限定的なものにとどまるだろう。

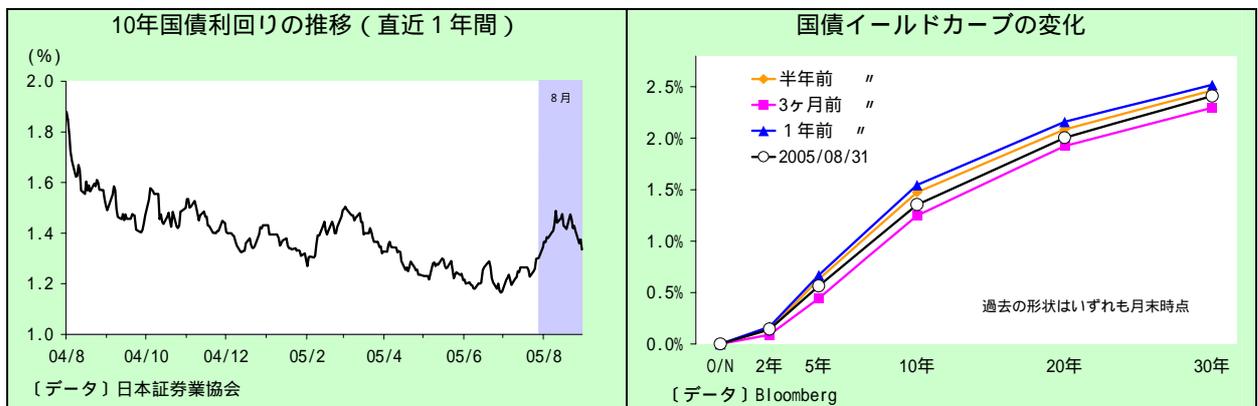
逆に自民党が大敗・小泉首相退陣といった結果となった場合、株安・円安が大きく進む可能性が高い。マニフェストを見る限りでは民主党のほうが、構造改革路線が強く打ち出されているとの印象もあるが、特に海外投資家としては、小泉政権＝構造改革推進との評価が定着していることもあり、その構造改革の象徴となっている小泉首相退陣の場合、少なくとも一時的には日本売りは避けられまい。この場合、株安・円安を受けて債券市場は、一時債券安に振れる可能性もあるが、今まで金利上昇を牽引してきた株価が大きな調整となれば、債券は買われて金利は低下する公算大だ。

現段階では小泉政権が継続することをメインシナリオと考えている。以下の国内債券、円ドル、ドルユーロについての見通しは、その前提に基づいたものである。

(9月以降の国内債市場予想)

9月以降の国内債市場は、原油高による世界経済鈍化 日本景気減速懸念という金利低下要因はあるものの、秋口以降からコアCPIがプラスに転じる公算が高まっており、量的金融緩和収束に向けた思惑が高まることから、金利が徐々に強含む展開を予想する。当面1～2カ月は1.3-1.6%のレンジを予想する。

図表7 10年国債利回りの推移とイールドの変化



(9月以降の為替市場予想)

(円ドルレート)

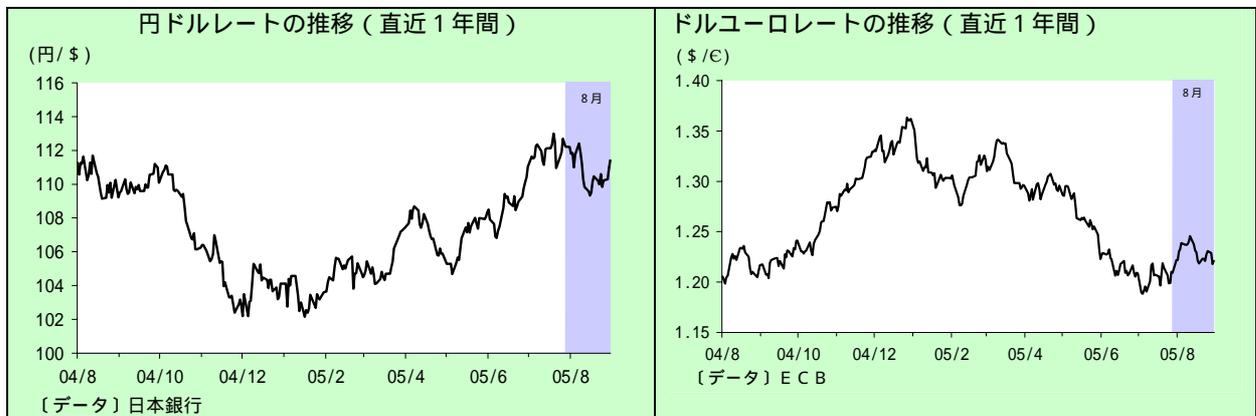
9月以降の円ドルレートは、足もとの米国経済の堅調さ、米国利上げの継続による日米金利差拡大、日本の原油高による輸入増で貿易黒字が縮小など、ドルサポート要因がある一方で、米国の住宅バブルへの懸念、原油高の影響などが先行きの米国経済への不安を高めている。このため方向感がなかなかつかめない状況が暫く続くことになるだろう。

ただし、ドルを巡る構造問題は潜在的なドル売り・円買い材料として残存する、人民元の切り上げ観測がくすぶり続けることも市場に常に円高を意識させることなどから、ドルの上値も限定的。年末頃からは、米国の連続的な利上げがストップし、逆に日本は量的金融緩和解除への思惑が市場で高まることで、日米金利差からドルが買われる展開に変化が見られるようになると予想。当面1～2カ月の予想レンジは108-114円。

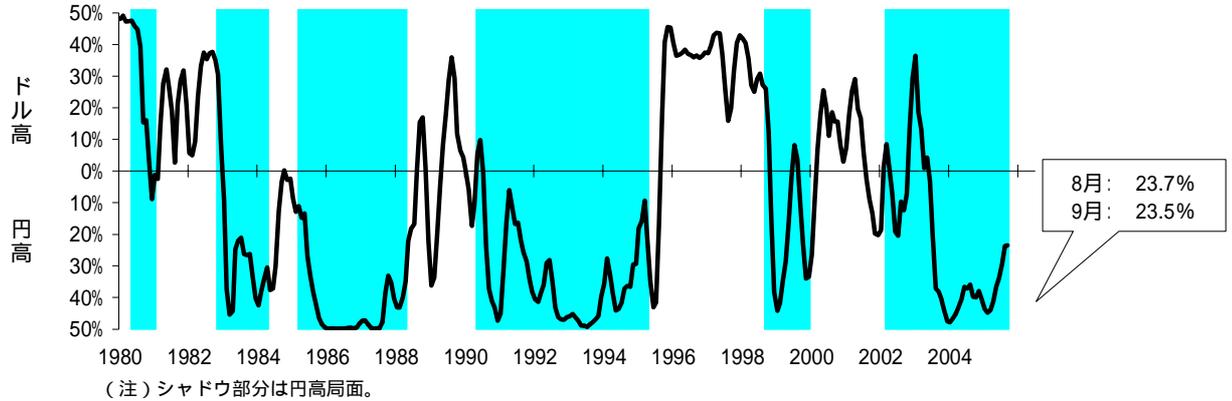
(ユーロドルレート)

9月以降のユーロドルレートは、米欧金利差拡大、軟調なユーロ圏景気、雇用創出法による米への資金還流から、当面ユーロの軟調展開が続く見込み。ただし年後半にユーロ圏景気がテンポは緩やかながら持ち直し傾向を強め(当研究所見通しユーロ2005年実質GDP1.4%、2006年1.8%)、米欧金利差・景況感格差が一服し、ユーロのじり安が止まるとの展開を予想する。当面1～2カ月の予想レンジは1.19-1.24。

図表8 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



為替インデックス(ドル円): 9月は 23.5%の円高サイン



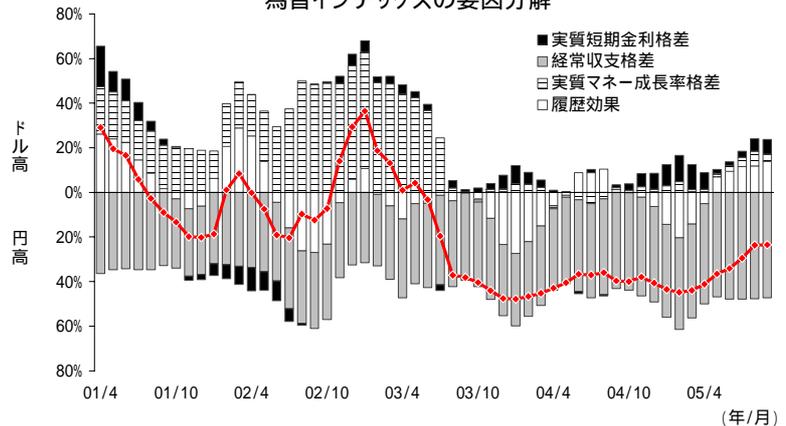
9月の為替インデックス(ドル円)は 23.5%となり、円高圧力は依然として高いことを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続きドル高要因。但し、実質金利差が拡大した分、前月比ベースで1.0ポイントと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。単月ベースで見れば、米経常収支赤字(GDP比)の縮小を背景に、前月比0.5ポイントと円安寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差：若干の円高要因。
- 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2.0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9月	-39.7%
2004年10月	-40.0%
2004年11月	-38.0%
2004年12月	-40.6%
2005年1月	-43.5%
2005年2月	-44.8%
2005年3月	-43.9%
2005年4月	-41.2%
2005年5月	-36.5%
2005年6月	-34.1%
2005年7月	-29.5%
2005年8月	-23.7%
2005年9月	-23.5%

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)