

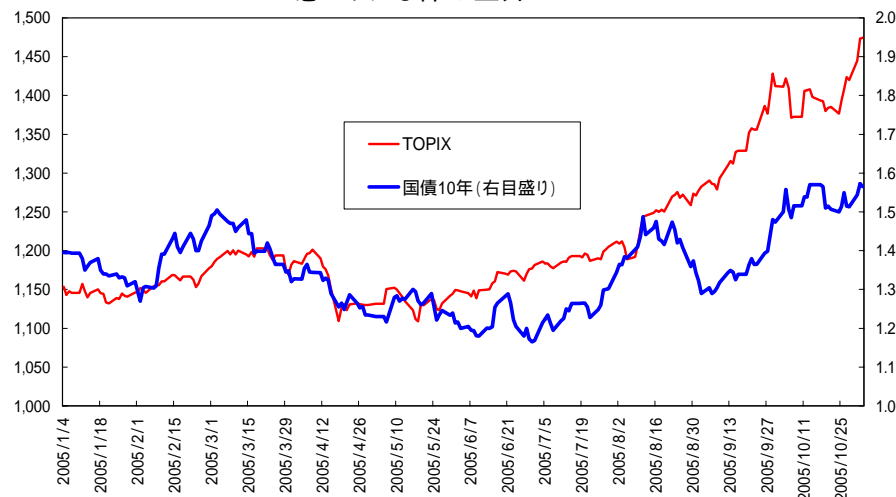
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～展望レポート：2006年に変更する姿勢全面に

1. 10月31日公表の展望レポートでは、2006年度の実質GDP、CPIをそれぞれ1.8%、0.5%と予想、量的緩和解除に向け強気の見通しが提示されている。今後の政策運営についても、「今回の展望レポートの経済・物価見通しが実現することを前提とすると、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まっていくとみられる」と、2006年に枠組みを変更する姿勢が打ち出された。
2. いまだ市場で政策変更のシナリオとして描ききれていないのが、3条件達成でどのような順番で枠組み変更がなされるか、すなわち、政策目標の変更（量 金利）と、30兆円に膨れ上がっている当座預金残高の減額、のどちらを先に行うかである。現段階では筆者は の可能性が高いと見ている。
3. 先行きの国内債市場は、株高、円安が続く公算大であること、年末にコアCPIがプラスとなることなどから、金利上昇となるだろう。株などに比べて金利は上昇ピッチが遅かった分、今後レンジの切り上がりは大きくなる可能性がある。
4. 先行きの為替レートは、米国インフレ懸念から利上げ継続で対日・欧金利差が拡大、年末に向けたポジション手仕舞いや米雇用創出法による米国への資金還流などから、年末までドルのじり高が、円ドル、ドルユーロで続こう。

急ピッチな株の上昇



(資料)東証、日本銀

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：展望レポート：2006年に変更ありの姿勢全面に

(06年解除に向けて強気の見方)

展望レポートの数値は、ほぼ市場予想のコンセンサス通りとなった。

注目される2006年度の実質GDP、CPIについては、それぞれ1.8%、0.5%の数値が示され、4月時点（実質GDP1.6%、CPI0.3%）からともに上方修正されている（**図表1**）。景気展望では「2005年度後半から2006年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される」との見解が示され、解除実施を裏付けるような景気・物価の強気の見方となった。

今度の政策運営については、「今回の展望レポートの経済・物価見通しが実現することを前提とすると、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まっていくとみられる」と最近の審議委員の発言等から明らかになっている「来年春先から夏場」といった解除時期があらためて提示された。

(図表1) 政策委員の大勢見通し(10月31日公表分)

対前年比、%、< >内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2005年度	+2.2~+2.5 <+2.2>	+1.6~+1.8 <+1.7>	0.0~+0.1 <+0.1>
4月時点の見通し	+1.2~+1.6 <+1.3>	+0.8~+1.0 <+0.8>	-0.1~+0.1 <-0.1>
2006年度	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>
4月時点の見通し	+1.3~+1.7 <+1.6>	+0.2~+0.5 <+0.3>	+0.2~+0.4 <+0.3>

(「枠組み変更」の意味：量から金利が先か、残高縮小が先か)

日銀は量的金融緩和の解除を市場に織り込ませつつあるが、いまだ市場で政策のシナリオとして描ききれていないのが、3条件達成でどのような順番で枠組みが変更されるのかということである。すなわち、政策目標の変更(量 金利)と、30兆円に膨れ上がっている当座預金残高の減額、のどちらを先に行うかである。

パターン1：政策目標の変更を先にする場合

3条件達成と同時に、日銀は現在の当座預金残高という「量」目標をやめ、無担保コールレートという「金利」目標への復帰を宣言するパターン。当初の金利水準は、ゼロ近傍のピンポイント、または少し幅を持たせて誘導水準を設定することになるだろう。金利に政策目標がシフトしても

量運営にどっぷり慣れてしまった市場への混乱を最小限にするために、所要準備額への量減額のペース（3カ月程度）が提示される可能性が高い。

パターン1の場合、1回政策変更を示せば市場がそれに向かって修正を行うことになる。つまり、金利政策への復帰と所要準備の減額が短期間で起こることになる。ただし修正を市場にゆだねる点では、混乱が生じるリスクはある。また政策運営が大きな転換を迎えた、大きな引締めを行うとの印象はぬぐえず、当初の政治的反発は相当程度大きいものになることが予想される。

パターン2：当座預金の減額を先にするケース

もうひとつのパターンが、3条件達成と同時に、目標は量のままで、当座預金残高の縮小を行っていくというパターン。要は現在の量的金融緩和で当座預金残高が積み上がってきた過程を逆に戻るといふもの。毎回の決定会合で量の目標を示し、所要準備額程度に額が減ってきたら、政策の目標を量から金利に変更する手順を取る。

パターン2では、現在の量政策の中で減額が行われるので、市場の混乱といったリスクはほとんどない。また政治的にもすでに審議委員が現在の当座預金残高水準には、流動性効果も期待されるほどなく、景気浮揚効果などはないという発言を繰り返していることもあり、現在の30兆円から当座預金を減額しても影響は小さいということには理解は得られやすい。当初の変更に政治的な反発は当然あるが、パターン1よりも少ないだろうことが予想される。

ただし、（金融政策決定会合ごとに）量を減じていくことに対して、毎回政治圧力を受け続けるということになる。

今回の展望レポートでは、今後の政策運営について「枠組みの変更は、日本銀行当座預金残高を所要準備の水準に向けて削減し、金融市場調節の主たる操作目標を日本銀行当座預金残高から短期金利に変更することを意味する」と記されている。

これを読むと枠組み変更の順番としてパターン2ではと思われるかもしれないが、展望レポート公表後の総裁会見で「概念整理として、量的緩和政策の枠組みから金利をターゲットとする政策への転換の過程では、必ず流動性の額の削減が起こるが、その順序やどのように具体的に組み込まれていくかということは、全くオープンである。すべては今後の政策措置である。本日の金融政策決定会合でも、流動性削減を今からでも少しずつ行うべしという少数意見が出ており、今後そうしたやり方の可能性が全くないということを申し上げるのは、私としては越権行為である。そうしたことも含めて今後の具体的な政策は、情勢にあわせて柔軟に、最も適切に組み立てていくことであり、今から具体的な順序立ては一切想定していない。皆さんもそこはスペキュレーションしないで欲しい。必ず間違える」と、現段階では決まっていない旨の発言がなされている。

日銀としては1回の政策変更で行えるパターン1を実施したいものと、筆者は考えている。

ただし、今からパターン1を全面に出すと「枠組み変更」の市場・政治への地ならし自体が失敗することになってしまう可能性がある。そのため、パターン2を併記することで、「枠組み変更」

自体に対する反発をできるだけ押さえて地ならしをきっちり行いたいのだろうと、筆者は考えている。

最終的にパターン2が実現されることになる可能性は否定できないが、現段階では、2006年後半にパターン1で量的金融緩和解除が実施されるものと予想する。

金融市場：為替では全面円安展開、金利も上昇ピッチ早まる

(10年金利)

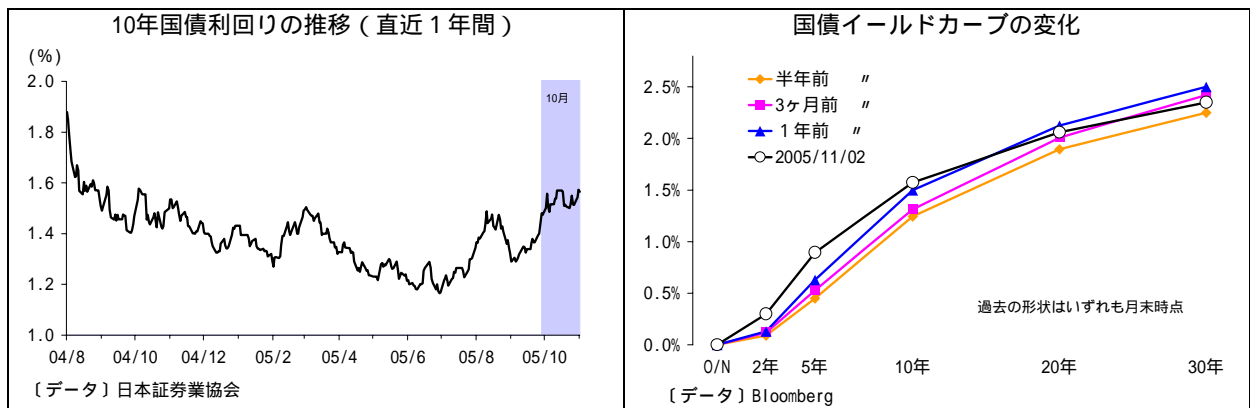
(10月の動き：長期金利は上昇)

10月の長期金利は月間通して見れば上昇となった。3日の日銀短観が市場予想を下回る結果となり、10年金利は一時1.48%に低下した。しかし、米国長期金利が4.5%台に上昇、国内でも11日の8月機械受注が市場予想を上回り景気回復期待が再び強まると17日には1.57%まで上昇した。その後株安から1.5%程度での推移が続いたが、24日に次期FRB議長としてベン・バーナンキが指名されるとデフレファイターとしてのイメージから、世界的に株高・金利上昇となり、月末には1.57%程度に上昇した。(図表2)

(今後の予想：量的金融緩和解除を織り込みさらに上昇)

10年国債金利は、景気回復期待、株高、円安、年末にコアCPIがプラスとなることなどから、金利上昇を予想する。また日銀も枠組み変更に向け、地ならしの発言を増やし、市場はそれらの発言に過剰に反応するといった場面が多くなるだろう。今まで株などに比べて金利は上昇ピッチが遅かっただけに、一旦上昇に転じるとレンジの切り上げ幅は大きくなる可能性がある(表紙図表)。当面1~2カ月は1.5-1.8%のレンジを予想する。

図表2 10年国債利回りの推移とイールドの変化



(円ドルレート)

10月の円ドルレートは、日米金利差拡大をテーマにドル高が持続。13日には米貿易赤字の拡大が予想よりもわずかな拡大にとどまったことを材料に、ドルが買われ2003年9月以来の115円を突

破。中旬にかけて日本の株価が軟調となり、米国でのインフレ懸念が高まったことから、さらにドル高・円安が進行し116円台に（図表3）。

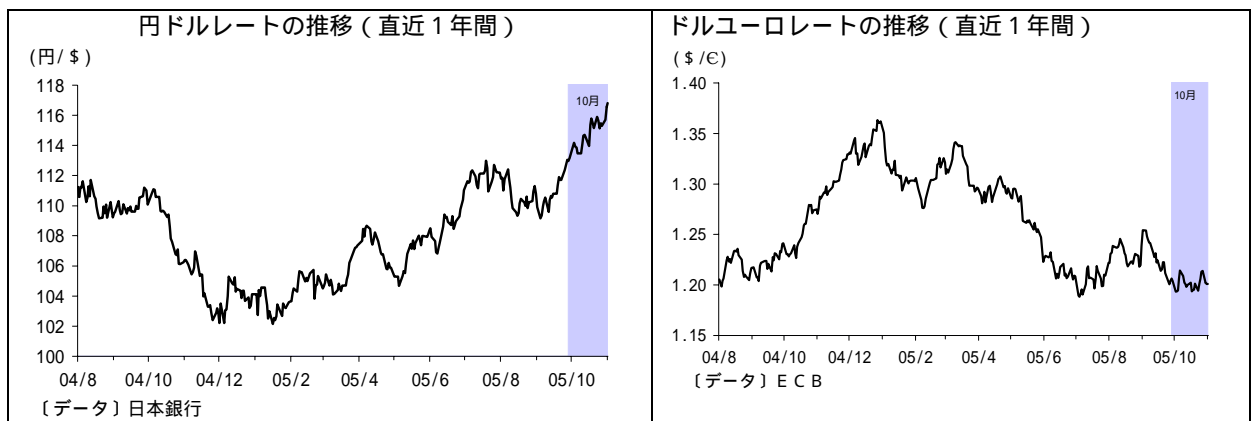
11月以降の円ドルレートは、日本の国内景気回復、早期量的金融緩和解除という思惑の高まりなど円高材料があるものの、米国インフレ懸念から米国の利上げ継続で日米金利差が拡大、年末に向けたポジション手仕舞いや米雇用創出法による米国への資金還流などから、当面ドル高要因に反応する展開が続くだろう。ただし年明け以降は、米国の連続的な利上げがストップし、逆に日本の量的金融緩和解除が注目され、日米金利差縮小から円が買われる展開になると予想。当面1～2カ月の予想レンジは115-120円。

(ユーロドルレート)

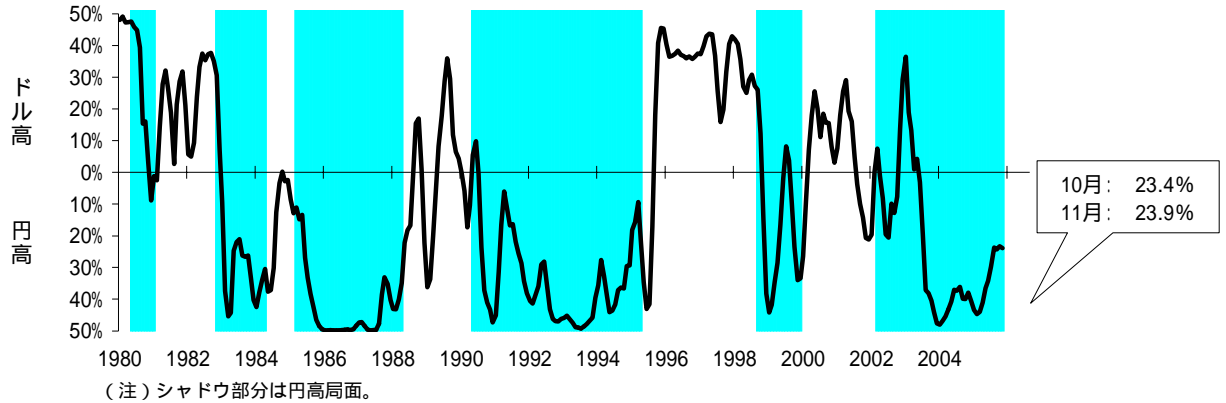
9月のユーロドルレートは、月初、ECB総裁による利上げ発言を受け一時1.22ドル台までユーロ高となった。しかし、円ドルレートと同様に、米国でのインフレ懸念の高まりから利上げ長期化観測が強まりドル高に。月中は1.19ドル程度での推移。月後半にはドイツなどで景気回復を示す統計の発表があり、1.21ドル程度までユーロが若干戻した（図表3）。

11月以降のユーロドルレートは、ユーロ圏での構造改革進展への不安が高まる中、米欧間の景況感・金利差が拡大するため、ユーロ安の展開が続くだろう。ただし年明け以降、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、またユーロでも利上げの現実味が増してきて、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1.16-1.23。

図表3 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): 11月は 23.9%の円高サイン



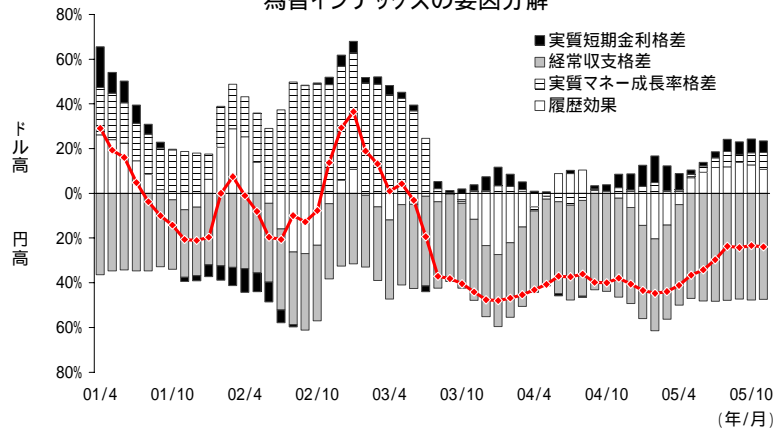
11月の為替インデックス(ドル円)は 23.9%となり、円高圧力は依然として存在していることを示した。変数別にポイントを挙げると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: 引き続きドル高要因。但し、単月ベースで見れば、前月比0.9ポイントと円高寄与となった。
- 2) 経常収支格差: 引き続き大きな円高要因。
- 3) 実質マネー成長率格差: ドル高要因。
- 4) 履歴効果: ドル高要因。但し、単月ベースで見れば、前月比2.1ポイントと円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

2004年11月	-37.9%
2004年12月	-40.6%
2005年1月	-43.4%
2005年2月	-44.8%
2005年3月	-43.9%
2005年4月	-41.1%
2005年5月	-36.6%
2005年6月	-34.2%
2005年7月	-29.7%
2005年8月	-23.7%
2005年9月	-24.3%
2005年10月	-23.4%
2005年11月	-23.9%

為替インデックスの要因分解

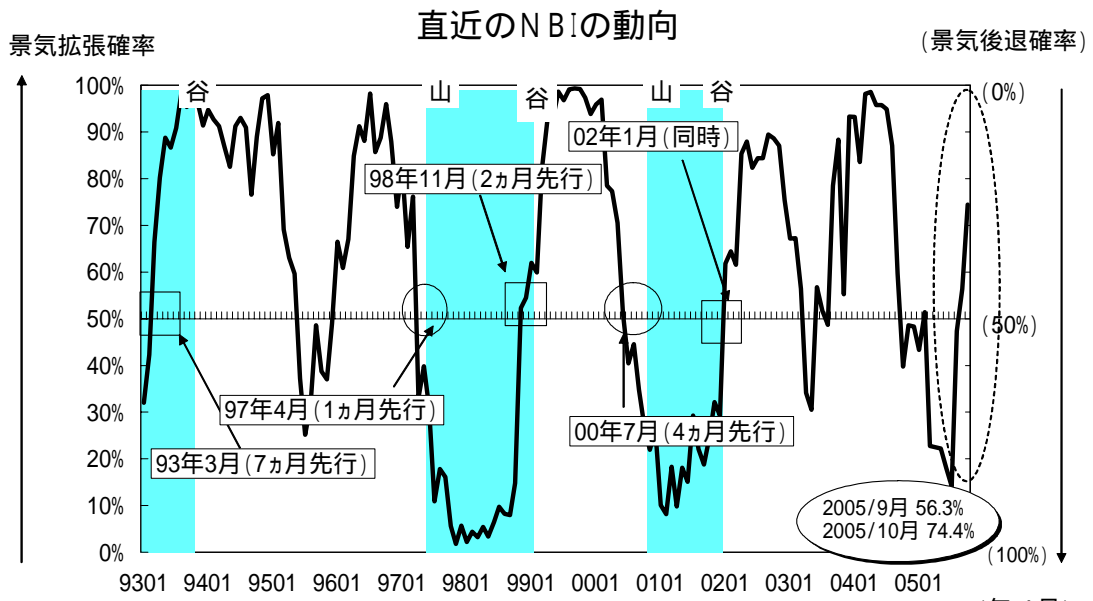


(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)

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 (N B I) ~ 9月 : 56.3%、10月 (予測値) : 74.4%



(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(シャドウ)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
 2005年9月までは実績値に基づく計測、2005年10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 (N B I)	月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
04/10	39.8%	528,569	0.6%	-40.0%
04/11	48.6%	533,013	0.8%	-37.9%
04/12	48.3%	534,586	0.3%	-40.6%
05/1	43.3%	540,205	1.1%	-43.4%
05/2	51.4%	536,571	0.7%	-44.8%
05/3	22.8%	541,920	1.0%	-43.9%
05/4	22.5%	546,030	0.8%	-41.1%
05/5	22.2%	542,832	0.6%	-36.6%
05/6	18.0%	544,715	0.3%	-34.2%
05/7	14.1%	541,662	0.6%	-29.7%
05/8	47.4%	547,963	1.2%	-23.7%
05/9	56.3%	552,062	0.7%	-24.3%
05/10	(予測値) 74.4%			-23.4%
05/11				-23.9%

(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 (N B I) : 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。直近の数値はweeklyエコノミストレーター2005年11月1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)