

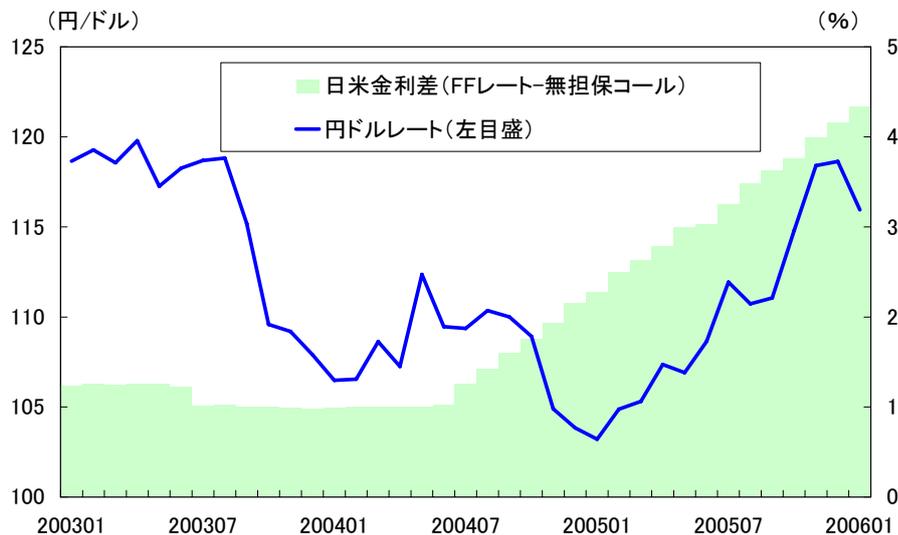
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～為替市場の金利差テーマに区切り

- 11月全国コアCPIは、前年比0.1%と2003年10月以来2年1カ月ぶりのプラスとなった。量的金融緩和の解除条件を文字通り解釈すれば、1-3月期には量的緩和の条件がそろふことになる。
- しかし、4月以降のコアCPIの上昇率は緩慢なものにとどまることから、政府との全面対決は考えにくく、日銀は夏以降まで待つて解除を行うと予想する。
- 長期金利は、①コアCPIのプラス転化、②景気回復、③株高などを背景に強含みの展開を予想する。ただし、①市場は量的解除が行われてもゼロ金利が長期間続くとのシナリオを織り込みに入っていること、さらに②円高などの要因も加わることから、金利上昇の余地も限られるだろう。
- 為替相場は金利差をテーマにしたドル高トレンドは終わりにさしかかったが、1-3月期については米国の利上げが続くことでいましばらくドルの底堅い展開を予想する。春先以降は米国の利上げがストップし、市場では米国経常赤字や、中間選挙に向けたドル安政策へのシフトなどに注目が集まり、ドル安トレンドへの転換となるだろう。

金利差をテーマとしたドル高は終了



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 TEL: (03)3512-1884  
 ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

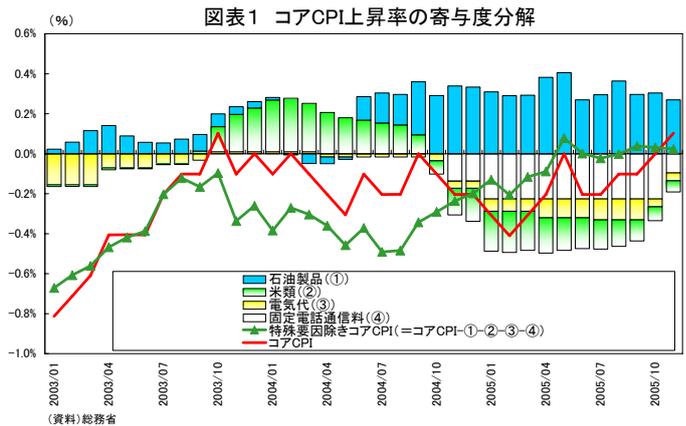
## < 金融政策、金融・為替市場の動き >

### ● 金融政策：量的緩和解除時期とゼロ金利政策

#### (2年ぶりにプラスになったコアCPI)

11月全国コアCPIは、景気回復で需給ギャップが縮小に向かう中で、固定電話通話料金の引き下げという特殊要因が剥落し、前年比0.1%と2003年10月以来2年1カ月ぶりのプラスとなった(図表1)。

この先12月分(1月27日公表予定)についても、米価、固定電話通話料という特殊要因の剥落の影響で前年比0.2%程度のプラスが期待される。さらに1月分からは、固定電話のマイナス寄与もなくなり、1-3月はコアCPIの前年比が0.3-0.5%程度とプラス基調が継続する見通し。



量的金融緩和の解除条件を文字通り解釈すれば、1-3月期には量的緩和の解除条件がそろうことになる(図表2)。

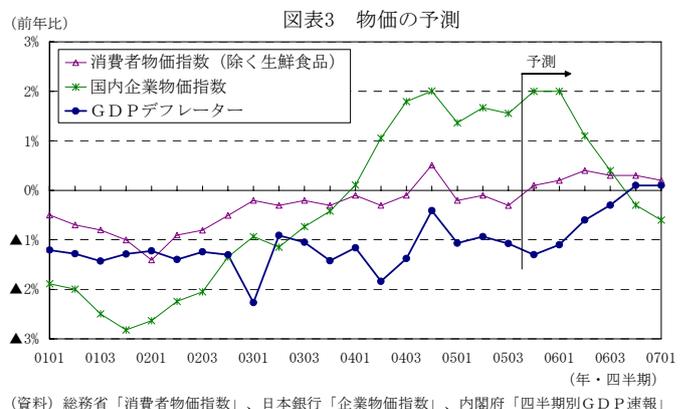
市場では4-6月に量的金融緩和解除に踏み切るとの見方が有力だが、当研究所では夏以降まで待つとのシナリオをとっている。

#### (図表2) 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

#### (06年の物価上昇率は緩慢)

06年度は05年度に比べて成長率が鈍化し、賃金の上昇も緩やかにとどまるため、趨勢的なコアCPIの動きも緩慢なものにとどまる見込み(図表3)。そのような中で、来年4月の①大手電力会社は電気料金の値下げ、②診療報酬の値下げなど合計▲0.2%程度の新たなマイナスの特殊要因が生じる。また原油価格の上昇ピッチが止まれば、来年度には物価へのプラス寄与は大きく減少する。



当研究所では、2006年度はコアCPIは対前年比0.3%（10月の展望レポートでは大勢見通しの平均値が0.5%）程度の緩慢な上昇にとどまると予想している。

そうであれば、1-3月に解除条件がそろうからといっても、（インフレが加速してしまうといったリスクが顕在化することもなく）解除を見合わせるリスクは小さい。また政府との全面対決も避けた日銀としては、量的緩和の解除時期は、消費者物価指数の基準改定（8月）後もコアCPIのトレンドが上向いていることが確認され、ポスト小泉（9月内自民党総裁選実施予定）の動きがはっきりする夏以降となる可能性が最も高いというのが、我々のメインシナリオである。

### （もうしばらく辛抱の量的緩和策か、ゼロ金利政策長期化策か）

植田元日銀審議委員は「ゼロ金利との闘い-日銀の金融政策を総括する-」（日本経済新聞社）において、量的緩和解除の判断に際して

「長期的に望ましいインフレ率がゼロ%よりもかなり上とすれば、インフレ率がゼロ%を越えた後、多少加速して上昇するのはある意味望ましいとも言える。他方、再びデフレが深刻な問題となるようなことがあれば日銀の信任は大きく低下することは必至である。以上のように考えれば、量的緩和解除の判断に際しては若干の辛抱をして日銀にとって損はなさそうである。・・・中略・・・いったん利上げに転じれば0.5%~1%程度にまでは無理なくオーバーナイト金利を引き上げることができそうだというあたりを確認してからでも遅くはなさそうである。」

と言及している。当研究所も植田元日銀審議委員が指摘するように、もうしばらく量的緩和政策を維持することでその後の金利引き上げをスムーズに行う路線を日銀が採用するとの見方である。

しかし、昨今の福井総裁は会見で量的金融緩和の「異常」、「異例」という言葉をしばしば使っている。そこから読み取れるものは、量的金融緩和の解除条件がそろったのだから、異常・異例な量的緩和は解除するが、ただしゼロ金利は相当程度続けるというメッセージに受け取れる。

インフレ参照値導入などの思惑が高まるのもこのゼロ金利長期化のツールとして理解しやすい。今のところ日銀からは、「もうしばらく辛抱路線」のコメントはあまり聞かれない。しかし、春先に向け解除への期待が高まる一方で、政治的な圧力が強まれば、路線の揺り戻しも起こりうると見ている。

● **金融市場：金利はゼロ金利長期化が安心材料に、為替は金利差拡大は最終段階**

**(10年金利)**

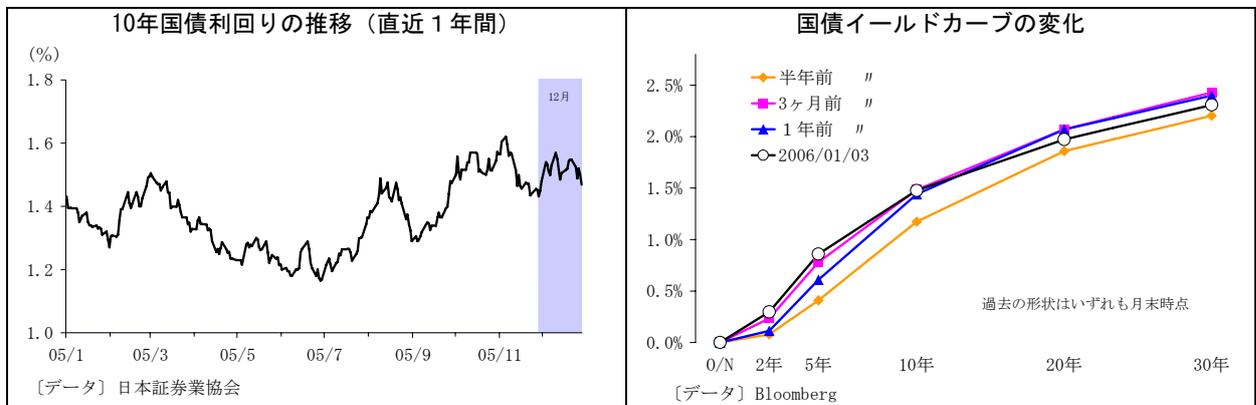
12月の長期金利は、月初1.4%台半ばでスタートしたが5日に法人企業統計で市場予想を上回る設備投資の伸びが示され、さらに日経平均株価が1万5500円を越えると債券売りが加速し、1.5%半ばに上昇した。しかし8日に発表された機械受注が市場予想を逆に下回ると日経平均株価は1万5100円台まで調整し、長期金利は1.5%まで低下した。

10日以降、日経平均が再び1万6000円を目指す展開になると、長期金利は上昇し13日には一時1.6%と11月初めの水準まで上昇した。

しかし、14日には前日の米国FOMC声明文で利上げ終了が示唆され米国の長期金利が低下に向かい、さらに14日の短観が市場予想を下回ると債券買いが強まり、15日には1.5%割れに。その後下旬には株式市場では景気楽観論が強まり1万6000円台の推移となるものの、債券は逆に買いが先行し1.5%前後での推移。年末は1.4%後半で終了している。

1月以降の長期金利は、①コアCPIのプラス転化、②景気回復、③株高などを背景に金利は強含みの展開を予想する。ただし、①市場は量的解除が行われてもゼロ金利が長期間続くとのシナリオを織り込みに入っている、さらに②円高などの要因も加わり、金利上昇の余地も限られる。当面1～2カ月は1.4-1.7%のレンジを予想する。

図表4 10年国債利回りの推移とイールドの変化



**(円ドルレート)**

12月の円ドルレートは、日米金利差を引き続き市場がテーマにする中、G7での円安容認を受け月初に121円台半ばまでドル安が進行した。その後、13日の米国FOMC声明文で利上げ打ち止めが示唆されると、年末を控えたドルポジションの調整が一気に顕在化し19日には、115円半ばまで急激に円高が進んだ。下旬以降はクリスマス休暇に入り116-117円での小動きの展開となった。

1月以降の円ドルレートは、①米国雇用創出法の期限切れなどのドルサポートの特殊要因も消え、②米国の先行き利上げ継続期待が大きく剥落し、金利差をテーマにしたドル高トレンドは終息すると見込む。ただし、日本の長期金利の低迷を背景とした対外投資需要も根強い中、1-3月期につ

いては米国の利上げが続くことで、実際の日米金利差は今しばらく拡大が継続するためドルは底堅く推移するだろう。春先以降は、①米国の利上げがストップし、日本では量的金融緩和解除、さらに将来のゼロ金利解除への思惑が高まり、市場がそれらを織り込みに行くこと、②米国中間選挙に向けて内向きなドル安政策への思惑が高まることとが予想され、円高トレンドに本格的に転換することになるだろう。当面1～2カ月の予想レンジは113-120円。

**(ユーロドルレート)**

12月のユーロドルレートは、上旬は1.17ドル台とユーロ軟調の推移が続く。しかし中旬には、欧州での景気指標が予想を上回る改善を示す中、ECB理事が追加利上げを示唆し、逆に米国では米国FOMCの早期利上げ打ち止めを示唆され、14日には1.202までユーロが戻す展開に。その後クリスマス休暇となり1.18ドル台を中心に小動きとなる。

1月以降のユーロドルレートは、ドル円レートと同様に春先までは米欧金利差が実際には拡大するためユーロ軟調の地合いが続こう。ただし春先以降にはユーロの利上げの可能性が高く、さらに米国雇用創出法の期限切れなどからユーロの下落幅は小さいと見込む。春先以降は、米国の利上げがストップし、欧州の利上げが開始（当研究所では1-3月に0.25%を予想）されることでユーロじり安相場が止まると予想する。当面1～2カ月の予想レンジは1.16-1.23。

図表5 円ドルレート、ドルユーロレートの推移(1カ月と1年)

