

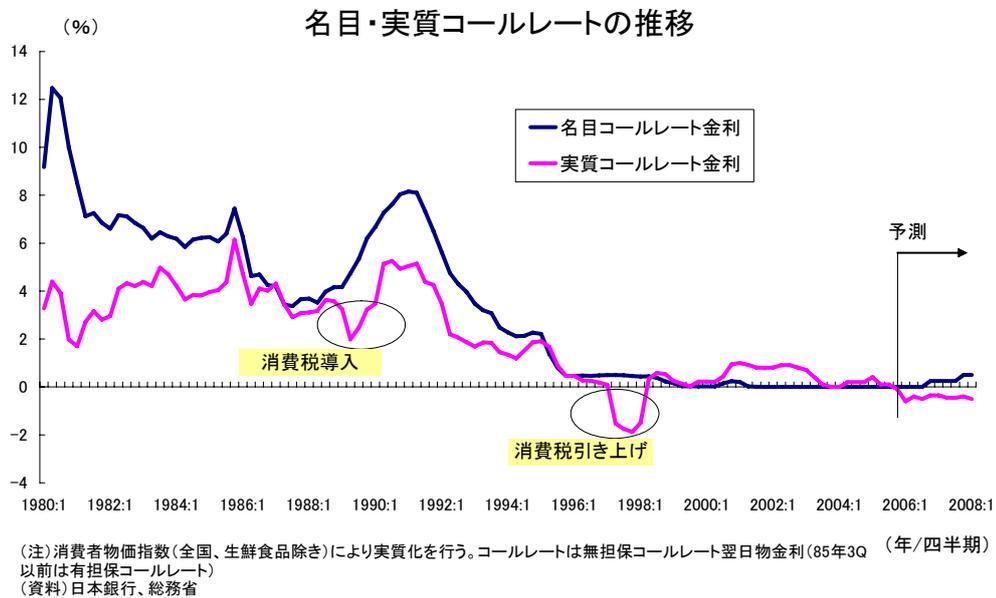
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～実質マイナス金利と過剰流動性

1. 金融政策は、5年間続いた量的緩和が解除され、ゼロ金利政策に移行した。消費者物価が緩やかに上昇する中、ゼロ金利政策が今後しばらく継続することで、実質政策金利はマイナスになるものと予測される。大規模な過剰流動性もあり、日銀の政策運営上で資産インフレリスク抑制の位置づけは高まらざるをえないだろう。
2. 4月28日に展望レポートが公表される。今回は初めて2007年度の予測が示される。日銀のシナリオは2006,2007年度と景気回復は持続、消費者物価指数も上昇率を高め、2007年度には0.8-1.0%程度の数値が示されると予想する。
3. 当面、長期金利は強含み傾向で推移しよう。景気拡大、株高などを受け早期ゼロ金利解除観測がさらに高まり、当面の欧米の利上げ継続で世界的にも金利上昇圧力がかかる。
4. 円ドルレートは、ゼロ金利が継続する中で米国の追加利上げ観測がドルサポート材料となり、110円台半ばから後半のレンジでの推移が続く見込み。

大規模過剰流動性の中、実質マイナス政策金利で資産インフレリスクが高まる



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/>

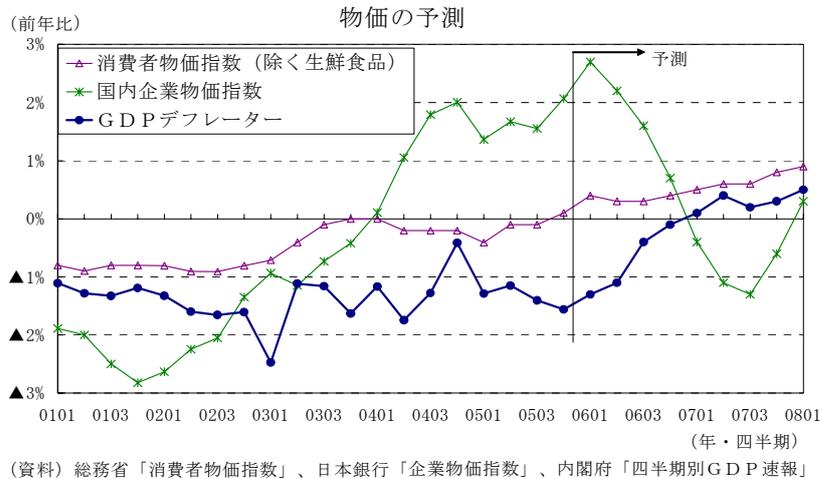
＜金融政策、金融・為替市場の動き＞

● 実質マイナス金利と過剰流動性

筆者は、今後の金融政策について、①6月末に向けて当座預金残高を6-10兆円程度に削減、7-9月はゼロ金利政策維持、10-12月期にゼロ金利を解除し無担保コールレートを0.25%に引き上げる、②07年度については、08年4月に消費税が導入されるかどうかなど不確定要素が多いが、1-2回程度の追加利上げが実施される、と見ている。

ゼロ金利の解除の時期については、①経済・物価動向、②資産インフレ、③米国経済・金融、の3つが大きなポイントとなる。

当研究所では、06年度の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は0.5%と予想しており、量的緩和解除時に示された物価安定の目安（0-2%、中心値1%前後）の中心値にも達しないと見ている。消費者物価指数からの判断ではゼロ金利解除は07年度に入ってからということになるが、日銀は資産インフレを警戒した運営にならざるを得ず、その点から06年度にゼロ金利を解除するものと予想する（図表1）。



(実質マイナス金利の効果)

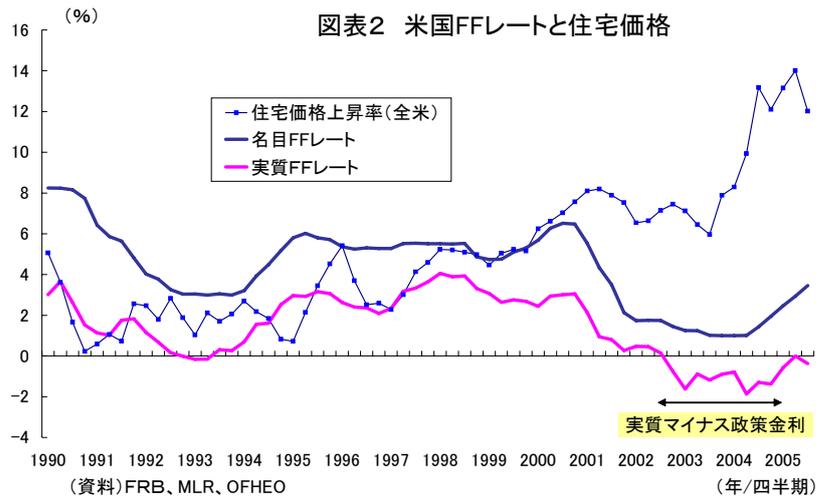
デフレ脱却により物価上昇率がプラスになったことで、実質政策金利（無担保コールレート-消費者物価指数前年比）は実質マイナスとなり、極めて緩和的な時期がこれから続く。

日本では80年代以降、消費税の引き上げ（97年）などで一時的に消費者物価上昇率が高まり、結果として実質マイナス金利となった時期があるが、それ以外はすべてプラス。足もと出現したマイナス金利は80年代以降では2回目の経験となる（表紙図表）。

直近、2002-2004年にかけて米国は実質政策金利をマイナスにした。当時、同時多発テロ直後から急激に景気は悪化しデフレ突入の危機が叫ばれた。現在のFRB議長バーナンキなどが日本の90年に学び、迅速かつ大規模な緩和策を打ち出すべく、実質マイナス金利となるような強力な緩和策

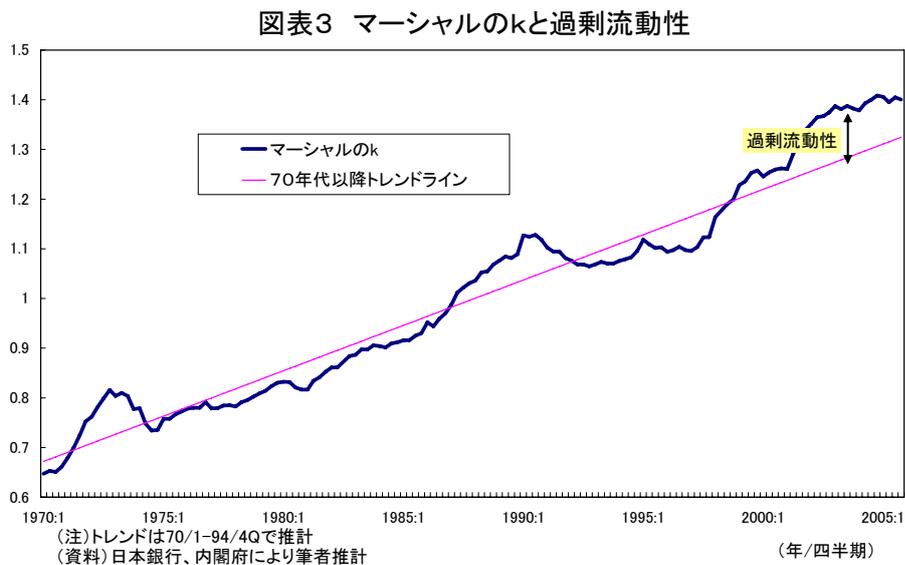
を講じるべきだとの主張を行っていた。当時のグリーンSPANはFFレートを引き下げ、2002-2004年の間、実質政策金利をマイナスにし、その強力な緩和効果によりデフレ回避・景気回復を実現した。ただし、マイナス金利が強力だったゆえに、のちの住宅バブルという問題を引き起こしてしまったとの指摘は多い（図表2）。

日本は長期にわたる量的金融緩和で大規模な過剰流動性が存在している。今後、日銀は金融政策上、資産インフレ防止に相当程度力点を置かざるをえないだろう。



(バブル時期を越える過剰流動性)

過剰流動性の「過剰」とは、「経済実体と比べて余分な状態となっているマネー」という概念であり、なかなか一義的には決めることは難しい。ここでは一般的な「マーシャルのk」（マネーサプライ／名目GDP）を利用して、現在の過剰流動性の規模を見てみよう（図表3）。



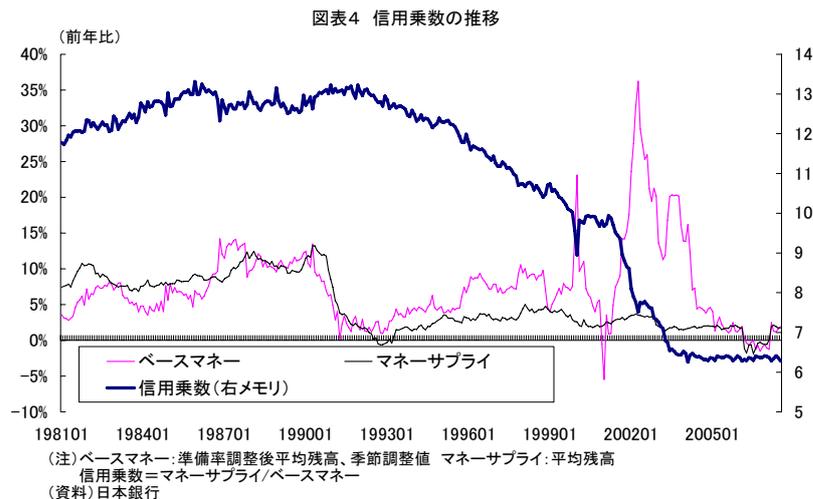
マーシャルのkの動きを見ると、98年第4四半期頃からトレンドラインを上回るようになり過剰流動性が発生し始めた。その後過剰流動性が7年間継続し、現在までのピークは2003年第1四半期で名目GDP比11.3%（55兆円）、また直近は2005年第4四半期で名目GDP比7.6%（38兆円）となっている。

ちなみにバブル期では、約5年間過剰流動性が発生した期間が続き、1990年第1四半期が過剰流動性のピークで、名目GDPで9.0%（37兆円）となっている。

（信用創造メカニズムの回復によりさらに過剰流動性は増加）

この過剰流動性は、信用創造メカニズムが働き出す、すなわち信用乗数（マネーサプライ/マネタリーベース）が回復すれば急増する。

信用乗数の動きを長期間で見たものが**図表4**である。92-93年頃までは12-13倍であったが、その後低下傾向が続く。量的金融緩和がスタートした2001年頃になると低下幅が大きくなり、量的金融緩和で最後の当座預金残高の引き上げ（30-35兆円に）が行われた2004年の初めからは、6.3-6.4倍の数値の横ばいが続いている。

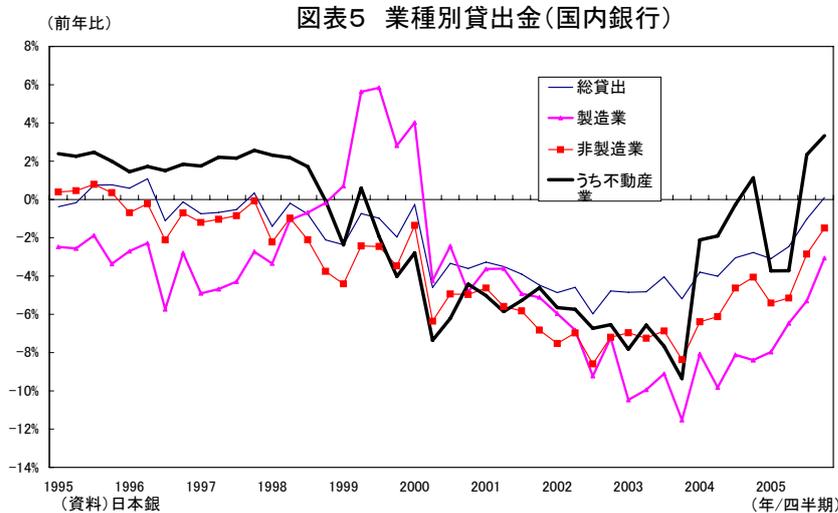


足もと貸出増加傾向が鮮明になってきており、今後信用乗数が改善するのは間違いない状況だ。例えば、量的緩和スタート時点の10倍程度に信用乗数が改善したとすれば、（当座預金残高が35-30兆円から6-10兆円程度に約20兆円減少すること考慮しても）足もと707兆円のマネーサプライは、900兆円に増加し、過剰流動性は約250兆円（名目GDP比率50%）のオーダーに急増してしまう。

（たとえ消費者物価上昇率が1%に達しなくとも、将来の資産インフレ回避で引き締めを行う）

不動産向け貸出の伸びが高いことなど（**図表5**）、足もとで少しバブルを連想させる統計も始めているが、現段階では資産インフレは生じてはいない。ただし、各経済主体のバランスシート調整も終了し、3月短観で示されたように企業では、設備・雇用判断が不足に転じ始めている。大

量の過剰流動性に、実質マイナス金利という強めの緩和策、さらには急速に上向き始めた経済主体の期待を踏まえると、資産インフレの土壌は醸成されている（される）可能性は高い。



福井総裁は、新たに導入した物価安定の目安（CPI前年比0-2%、中心値1%前後）は、今後の政策を縛るものではないと強く主張しているが、これは、これからの政策運営はある程度、資産インフレに力点を置かざるを得ないとの考えがあるからに他ならない。

● **金融政策：6月末をメドに当座預金残高を6-10兆円に**
(4月展望レポート)

量的緩和解除後初めての経済・物価情勢の展望（展望レポート）が4月28日に公表となる。今回は初めて2007年度の予測が示される。日銀のシナリオは2006,2007年度と景気回復は持続、消費者物価指数も上昇率を高め、2007年度には物価安定の目安で示された中心値「1%前後」近辺の数値が示される見込み（図表6）。

○2006年度予測

足もとでは（IT在庫の積み上がりといった多少の懸念材料はあるが）内需堅調で年度後半、米国経済のスローダウンなどから外需の低下があったとしても、景気回復基調は維持する公算大。エコノミストのコンセンサス予想では06年度の実質GDP成長率は2%半ばとなっており、日銀の4月予測も0.7%程度上方修正され民間予測と同程度となると見込む。消費者物価指数については、GDP予測の上方修正で0.6%程度と0.1ポイントほど上昇を予想してくるだろう。

○2007年度予測

2007年度については、景気拡大継続で戦後最長のいざなぎを超えるのかという想定のは是非が議論¹となるだろう。循環的には後退局面か成長率の鈍化といったシナリオの可能性が高くなるだろ

¹ 当研究所では2008年4月に消費税の引き上げが実施されると考えている。このため消費税前の駆け込みで成長率が高まる。日銀のシナリオには消費税要因は考慮されてない。

が、不確定要素が大きすぎるため、現段階では海外経済の減速などによる景気後退シナリオはリスクシナリオとして記述されるにとどまる。潜在成長率と考えられる（1%後半から2%程度）成長率を若干上回る拡大継続、物価が緩やかに上昇するとのシナリオを示す公算大。実質GDP成長率は2%前半、消費者物価指数は0.8-1%の数値を予想。

図表6 2005年10月の展望レポートと最新の当研究所予測

政策委員の大勢見通し（2005年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

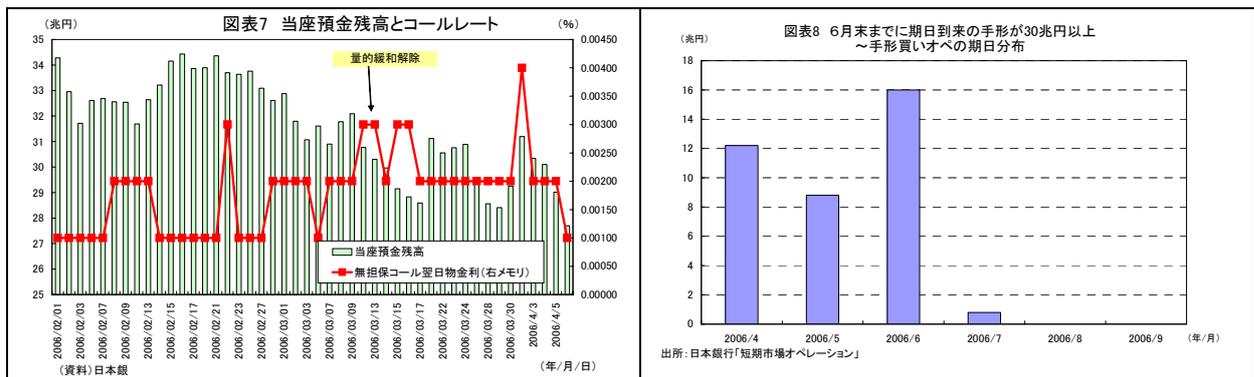
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2005年度	+2.2~+2.5 <+2.2>	+1.6~+1.8 <+1.7>	0.0~+0.1 <+0.1>
2006年度	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>

当研究所の予測

	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	3.3	2.0	0.1
2006年度	2.0	1.2	0.5
2007年度	2.5	-0.4	0.8

(4月に入り当座預金残高は緩やかな削減開始)

日銀は4月に入って、当座預金残高を減らし始めている。3月9日の量的緩和解除後も資金需要が高まる3月決算期末の混乱を抑えるため、残高30兆円前後をキープしてきた（**図表7**）。4月に入り、期日を迎えた手形などに対して追加供給を押し込みながら短期金利が急上昇しないペースで残高削減を進める見込み（**図表8**）。6月末をメドに当座預金残高10兆円程度とやや所要準備（約6兆円）を上回る水準に削減を進める見込みで、ゼロ金利解除を技術的に可能な状況にもっていただくろう。



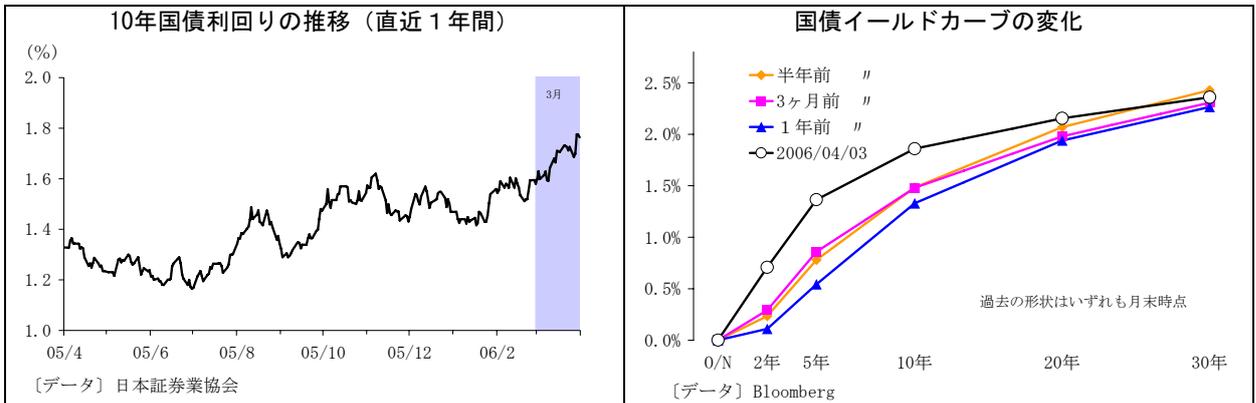
● **金融市場：金利は長短スプレッドが大幅に縮小、為替はこう着状態**

(10年金利)

3月の長期金利は、量的緩和の解除を受け先々のゼロ金利解除・追加利上げを織り込んだことで、月初の1.6%から1.8%へと基本的には一本調子の上昇が続いた。超長期債にくらべ中短期債の金利上昇が大きく、イールドは大きくフラット化した（**図表9**）。

当面の長期金利は強含み継続を予想する。国内景気拡大、株高などを受け早期ゼロ金利解除観測がさらに高まるだろう。また当面は欧米の利上げ継続で世界的に金利上昇傾向にあり、長期金利の上昇圧力がかかる。ただし中短期金利はすでに年内2-3回の利上げを織り込む水準となっているなど債券が売られすぎの状況にあり、いくらか調整が起きて、イールドカーブはスティープになるだろう。当面1～2カ月は1.75-1.95%のレンジを予想する。

図表9 10年国債利回りの推移とイールドの変化



(円ドルレート)

3月の円ドルレートは、115-119円のレンジ内での推移。月初は、日本の量的緩和解除が早まるのではとの見方が強まり115円半ばまで円高が進行。その後、解除に至ったとしてもゼロ金利政策が長期間継続するとの見方が強まり、さらに米国サイドでは雇用統計などの改善を受け追加利上げ観測が高まったことで13、14日には119円前後までドルが戻す。中旬以降は、再び日本の早期ゼロ金利解除・連続利上げ観測が台頭し20日には再び115円台に。月末28日に米FOMCが開催され、今後も追加利上げの可能性を示唆する声明が発表されたことで、117円後半まで再びドルが戻す（**図表6**）。

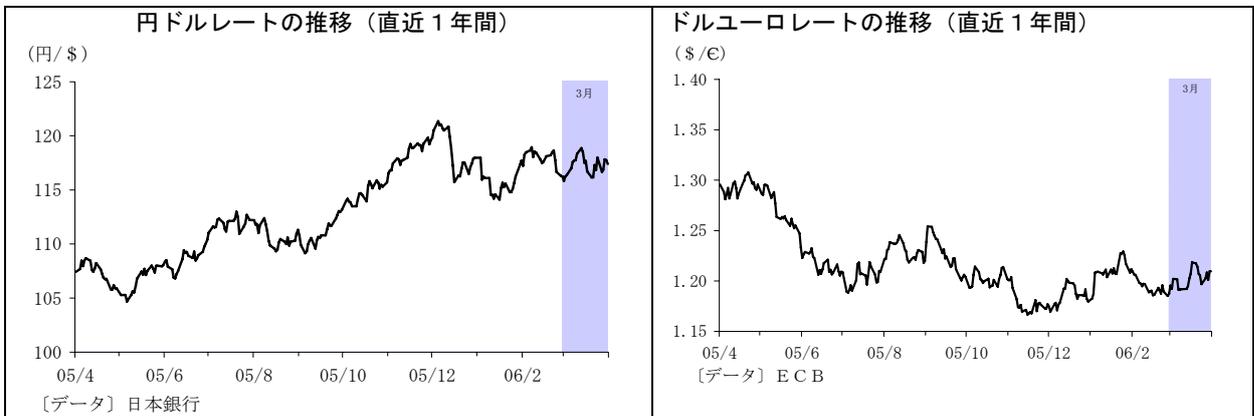
当面の円ドルレートは、日本ではゼロ金利が継続し、逆に米国の追加利上げ観測がくすぶり続けるため、ドルが底堅く推移し110円台半ばから後半のレンジを見込む。ただし、年央頃からは①米国の利上げがストップし、日本では年内ゼロ金利解除へ、②米国経済の鈍化傾向、③米国中間選挙に向けて内向なドル安政策への思惑が高まることが予想され、円高トレンドに転換することになるだろう。当面1～2カ月の予想レンジは114-118円。

(ユーロドルレート)

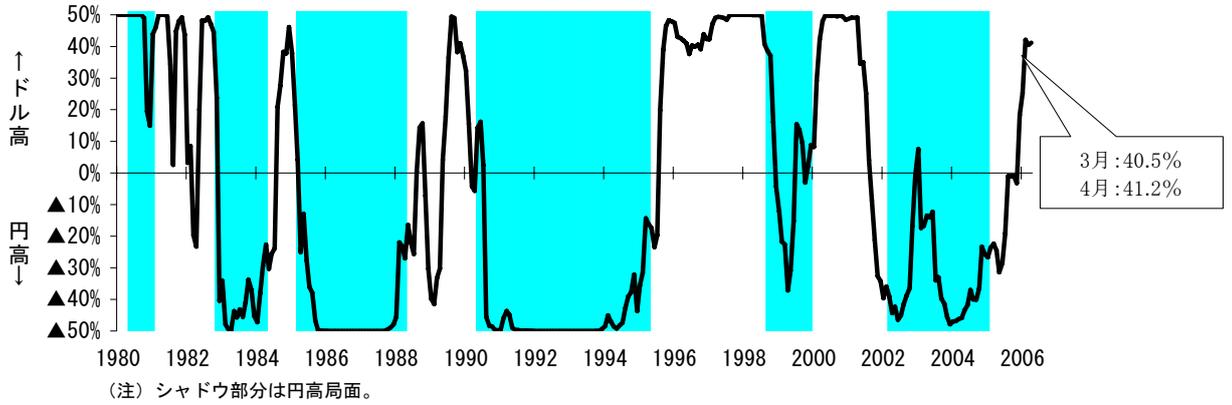
3月のユーロドルレートも、円ドルレートと同様に1.18-1.23での推移。月初めは、ユーロ経済が堅調を示す中、ECB総裁が追加利上げを示唆する発言を行い、1ユーロ=1.21ドルまでユーロが買われる。米国の追加利上げ観測でドルが戻す場面もあったが、ECBの追加利上げ観測が6月から5月に前倒しされるのではとの見方が強まり19日には1.22台に。月末は米FOMC声明を受け1.20までドルが戻す展開 (図表10)。

当面のユーロドルレートはもうしばらくレンジでの動きになると見込む。年央頃からは緩やかなユーロ上昇を予想。米国の利上げがストップする中、06年についてはユーロ経済堅調で追加利上げ観測がくすぶり続けユーロ高が若干進む。当面1~2カ月の予想レンジは1.19-1.24。

図表10 円ドルレート、ドルユーロレートの推移(1カ月と1年)



●為替インデックス（ドル円）：4月は41.2%のドル高サイン



(注) ブライ・ボッシュン法による円ドルレートの局面判定により、2005年1月以降が新たにドル高局面と判定された。また説明変数で使っているGDP統計の改定も05年末に行われたため、インデックスの再推計を行った。再推計により過去のインデックスの数値も変更されている。

為替インデックス(過去1年分)

2005年4月	-24.5%
2005年5月	-31.4%
2005年6月	-28.5%
2005年7月	-19.1%
2005年8月	-1.0%
2005年9月	-1.1%
2005年10月	-1.0%
2005年11月	-3.3%
2005年12月	18.3%
2006年1月	25.3%
2006年2月	42.1%
2006年3月	40.5%
2006年4月	41.2%

為替インデックスの要因分解

