



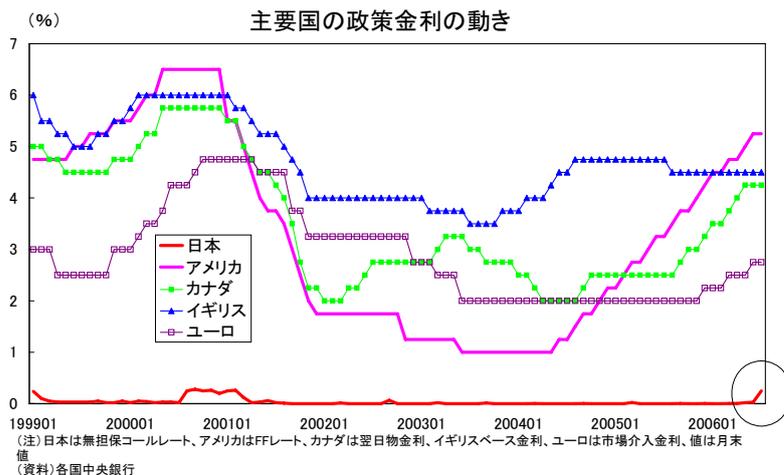
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～7月ゼロ金利解除へ、先行き利上げピッチは米国次第

1. 6月30日発表の5月分コアCPI、7月3日の短観を受け、ファンダメンタルズからは7月13-14日の決定会合でゼロ金利解除を見送る理由は、ほぼなくなった。政府与党からのけん制や、村上ファンド、北朝鮮ミサイル問題等はあるが、7月会合での実施と見込む。
2. 利上げに絡んで議論になるのが、ロンバートの位置づけ。本来制度の趣旨のように無担保コールレートよりも高めに設定するのか、それとも短期市場安定のツールとして利用し続けるのかどうか。
3. その後の利上げについては、日本の成長ピッチが鈍化する中で年度内あと1回にとどまると見込む。2007年度の利上げのイメージは、米国経済、とくにFOMCの動きに大きく制約される。米国が利下げに転じるという状況になれば、日銀の利上げは事実上ストップせざるをえないだろう。
4. 長期金利はゼロ金利解除後、しばらくの間は5月のように連続利上げの思惑が高まり金利が上振れる可能性が高いと見る。ただし時間の経過とともに、年後半の成長率鈍化、米国の長期金利の低下などを受け、再び2%近辺に戻すと見込む。
5. ドル円レートは、大きなトレンドでは緩やかなドル安局面にあると見る。日米金利差縮小、米国の対外不均衡問題や中間選挙をにらんだドル安政策観測の高まりなどドル安材料が山積する中では、米国の追加利上げ期待がくすぶることがドルをサポートすることにはなっても、ドル高が加速するだけの力にはなりえない。

7月ゼロ金利解除：日銀も世界の利上げに追随、6年ぶりの利上げに



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 : 7月ゼロ金利解除へ、先行き利上げピッチは米国次第 (ファンダメンタルズからは7月利上げを見送る理由なし)

6月30日発表の5月分コアCPI、7月3日の短観を受け、ファンダメンタルズからは利上げに踏み出す条件は整った。4月の展望レポート通りかそれを若干上回る景気・物価情勢となっており、7月13-14日の決定会合でゼロ金利解除を見送る理由は、ほぼなくなった。

4月の展望レポートで「企業の投資行動が積極化すると反動が生じ調整を余儀なくされる可能性がある」と設備投資の増勢を上振れリスクのひとつとしてあげていたが、今回の短観では2006年度の設備投資が大幅上方修正されるなど、そのリスクの高まりを示唆する内容となっている。利上げをすることで過剰な設備が抑えられ長期の成長が可能という、日銀が標榜する利上げ妥当性理論がサポートされる状況にある。

政治的な圧力、本日(7日)の雇用統計で米国株調整→週明け日本株安といった、市場が崩れるリスク、さらに北朝鮮ミサイル問題など、ゼロ金利解除を難しくさせそうな要因は残るが、筆者は7月13-14日の決定会合で0.25%の利上げが実施されると見る。

(政府もサミットを控え「ゼロ金利解除」へのけん制ニュアンスの変化も)

短観の発表を受け市場で7月解除の見方が強まると、政府からはゼロ金利解除への警戒発言が相次いだ。3日には安倍官房長官が「デフレから確実に脱却し、後戻りすることがないように、ゼロ金利で金融面から経済を支えてもらう必要がある」。谷垣禎一財務相も4日「ゼロ金利継続で経済を支えてもらう必要があるが、日銀がどう判断するかだ」、竹中平蔵総務相は「消費者物価は単に原油が上がっているだけでマネーの伸び率も低下している」などと語り、ゼロ金利の解除はなお時期尚早との見方を示している。現段階では、解除容認とのニュアンスが伝えられているのは、与謝野馨経済財政担当相だけという状況だ。

来週14日のサミットで参加が最後となる小泉首相が、自身が進めた構造改革の総括・成果をどう世界にアピールするか、その方向性・具体案がこの週末にほぼ固まる見込み。今の状況からすれば外交問題が中心で、経済問題は米国の対外不均衡のみが焦点となりそう。ただ、日本としては小泉改革を総括する上でも、デフレ脱却が達成できたとのニュアンスを示すという方向性になる可能性がある。

本日7日に閣議決定される予定の骨太方針で「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがない状況、すなわちデフレから脱却が視野にはいつている」との認識が政府案とされる見込み。さらに19日の月例経済報告で物価判断の表記から、5年4カ月ぶりに「デフレ」の文言を削除し、小泉首相の在任中に「デフレ脱却宣言」を打ち出す考えとの報道がされている。秋までには政府・日銀一体となってデフレ脱却を果たしたというストーリーが出来上がっている。それをこのサミットで打ち出すのか、全面的に打ち出さないとしても小泉改革の成果

としてデフレ脱却をほぼ果たしたとの政府案となれば、ゼロ金利解除に表立って反対という声は弱まりそうだ。今の流れからすれば、少なくとも政府から議決延期請求権が出るといった事態はないだろう。

（村上ファンド問題もかえって日銀には前倒し実施の理由に）

日銀は7日に、村上ファンド問題に絡んで、日銀関係者の金融取引の内規見直しを公表する。それで一応の決着といきたいところだが、今回の問題で日銀に対する市場の信任は低下してしまったことは明らかで、見直し公表で失われた信任が即座に回復するということはないだろう。このため村上ファンド問題で日銀は政府に対して借りを作ってしまい、ゼロ金利解除は政府の意向に配慮せざるをえないのではとの見方が市場には少なからず残る。

ゼロ金利解除を7月に実施すれば、おそらく「日銀の独立性を保持するために前倒し実施した」との批判を少なからず受けるだろう。逆に7月利上げを見送った場合、「村上問題もあり政府に配慮した」との批判が待ち構える。どちらに転んでも批判は避けられそうにない。

福井総裁を含め日銀関係者は、村上ファンド問題と金融政策の判断は関係ないと繰り返し強く主張してきている。この点から考えると、かりに政治的な圧力が来週高まったり、さらに辞任の声が高まったりした場合、解除を遅らせるというよりはむしろ解除に向かうといった力学の方が強く働くものと予想する。

（0.25%の無担保コール引き上げ後もロンバート貸し出し金利はどうする？）

ロンバート貸付制度は、金融機関が国債などを担保に日銀から資金を自由に借りられる制度であり、2001年3月から運用が開始されている。今年に入るまでそれほど注目されなかったが、3月の量的緩和解除で日銀の資金供給が減少するのに伴い利用が急増している（**図表1右**）。ロンバート貸付金利は公定歩合が適用されるため、現行の公定歩合である0.1%短期金利の事実上の上限となっている。この上限が短期金利上昇のストッパー役として活躍している。

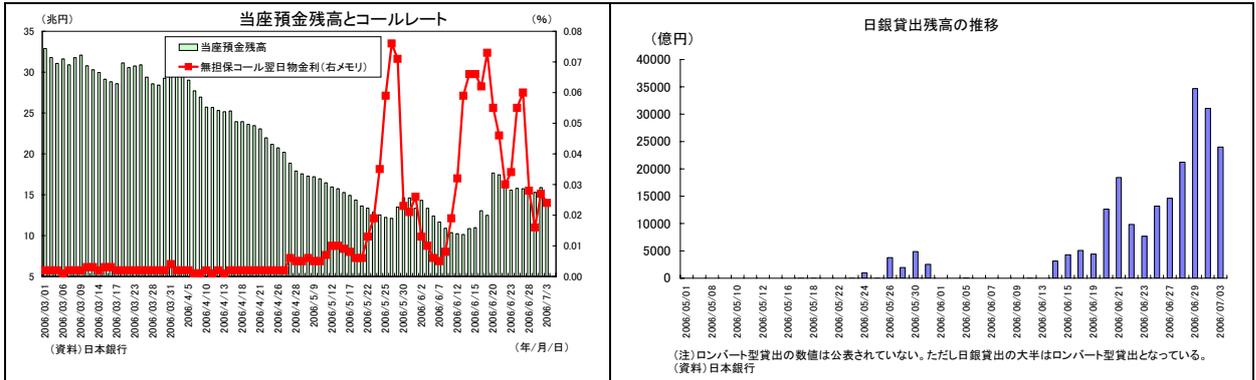
今回ゼロ金利を解除して無担保コールレートを0.25%とした場合、公定歩合の水準をどの程度にするのかということが問題になりそうだ。

ロンバートはあくまで補完貸し付けであるため、本来的に無担保コールレートと乖離していることが望ましい。いつまでも銀行の資金調達の日銀依存が過度に高い状態が続くこと自体、市場機能回復を阻害しかねないからだ。

ただ、①世界的に0.25%刻みの利上げは一般的となっているが、0.4%の公定歩合引き上げとなった場合（0.5%の公定歩合ということになる）、引締めが大きいといった印象を与えかねないのではないかと、②ロンバートを利用しないで新たな誘導水準となるだろう無担保コールレート0.25%を安定的に落ち着かせることができるのか、などが議論となるだろう。

順当にいけば、利上げ時に無担保コールレートを0.25%、公定歩合を0.50%に引き上げることになりそうだが、上記問題から公定歩合を0.3%や0.4%とする折衷案も検討されることになりそう。

図表1 当座預金残高と日銀貸出残高の推移



(2回目以降の利上げは、米国の利下げが行われるかに大きく制約される)

市場では6月20日の福井総裁の「早めに、小刻みに」という発言で、6月末時点では、「7月、遅くとも8月の利上げ、さらに年度内もう一回の利上げ」を織り込みにいった (図表2左)。

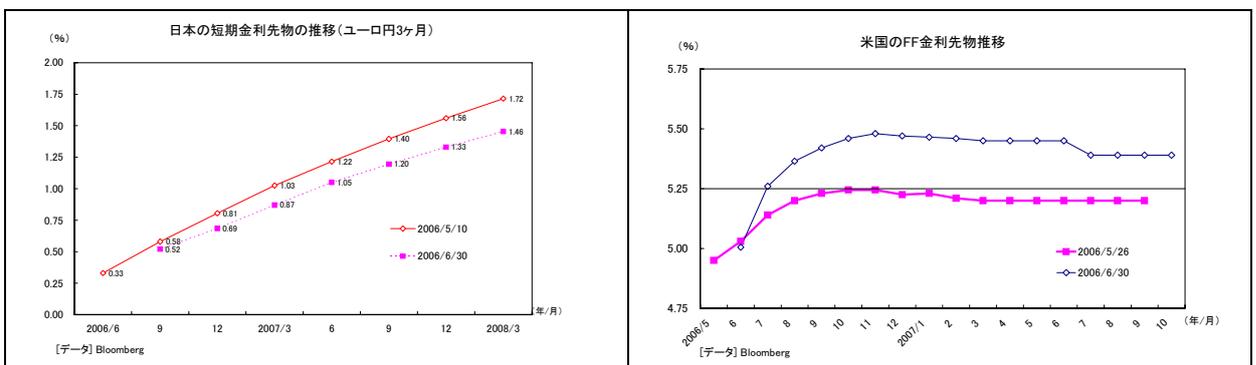
5月時点の、四半期に1回程度の利上げを織り込みにいった局面に比べれば、市場が織り込んである利上げペースは緩やかなものとなっている。

早期利上げを織り込ませつつ、先行きの利上げペースはゆっくりというベストのシナリオをうまく市場に浸透させている。ゼロ金利が解除された直後、長期金利が急上昇するというリスクは低いと見るべきだろう。

ただし、今回利上げに際して「設備投資の上触れリスク」を強調しているため、解除後、生産・設備関係の統計で強いものが出ると、5月初めのように四半期に1回程度の連続利上げを織り込むような展開から、金利が上振れする可能性が高い。

実際には年度後半、日本の成長ピッチは鈍化するため、利上げは年度内あと1回にとどまるだろう。その時期も新政権発足後、政策運営が不透明となる中で1-3月期と現段階では予想している。

図表2 日米の金利先物推移



2007年度の利上げは、米国経済、とくにFOMCの動きに大きく制約される。

過去の日米の金融政策の動きを見ると (図表3)、米国が利下げ局面に転じるような状況になると、その前後、日本も緩和へと動いている。米国が利上げも利下げもしない状況でも、基本的に

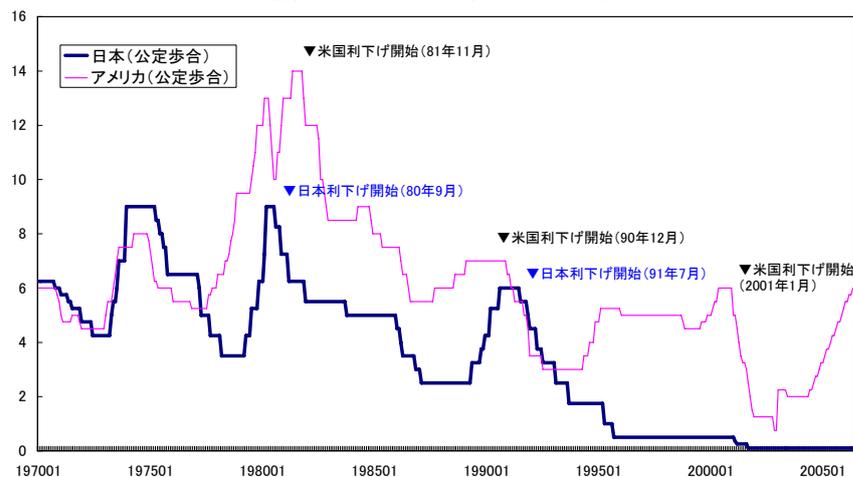
は日本が利上げといったことも少ない（例外的には90年頃、米国が変更がない状況で日本が利上げを実施している）。

過去の動きが必ず繰り返されるということではないかもしれないが、米国が利下げという状況では、米国経済が潜在成長率を大きく下回る状況になっている可能性が高い。さらにその状況で日本が利上げを実施すれば急激な円高を誘発しかねない。金融政策は基本的にはしばらく様子見ということになるはず。米国経済の復活、日本への波及などその後の展開を見極める期間が必要になってくるだろう。

当研究所では米国の利下げの開始は来年の4-6月期以降と見ている。それまではインフレ率もある程度高く、低い成長ながら底割れするといったことはなく、悪く言えばだらだらとインフレも成長も続くという見方を取っている。そのため日銀の利上げは、半年に1回実施できればいいほうだというイメージをもっている。

米国の利下げが2006年度後半から、2007年にかけて実施される可能性が高く（当研究所の予想よりも前倒しになる可能性も高い）、06年度後半以降、特に07年の日銀の利上げは、米国という外部要因がどうなるかで、まったく状況が変わってくるだろう。

図表3 日米の政策金利の動き



● 金融市場：日米欧利上げ観測に、債券、為替市場とも大きく振れる

(10年金利)

6月の動き

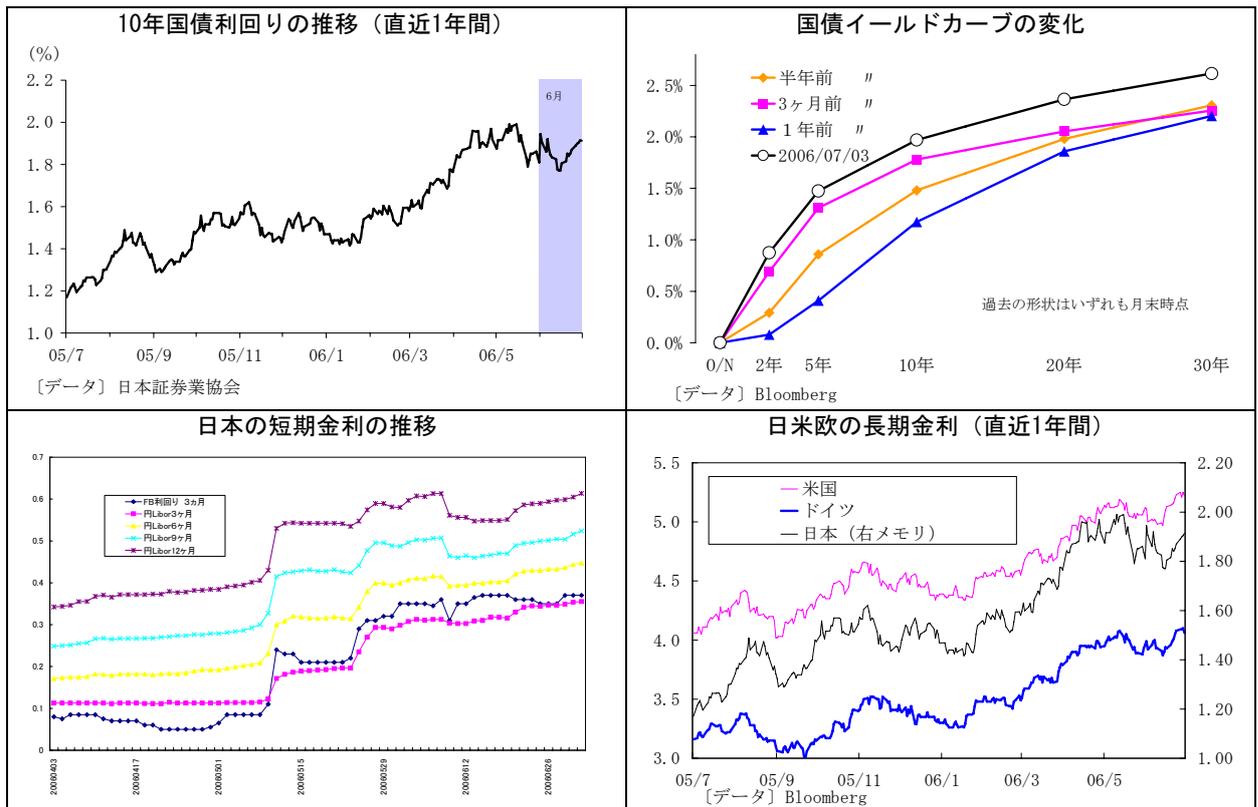
10年国債利回りは、6月月初1.9%半ば程度の水準にあった。その後は世界的な株安を受け金利が低下した。13日には前日米株が大きく下げたことに加え、福井総裁の村上ファンドへの資金拠出が報道され、日経平均株価が600円を超える下げ（2001年9月の米中枢同時テロ翌日以来のこと）となり債券は1.8%を下回る。14日には株安でゼロ金利解除時期が遅れるとの見方が強まり1.7%後半での推移となった。16日には前日の米株上昇で世界的な株安懸念が弱まり日経平均も大幅に上昇し1.8%台に上昇した。20日の福井総裁の「早めに、小刻みに」との発言や、西村審議委員のゼ

口金利解除に前向きな発言（22日）から、7月ゼロ金利解除やその後の利上げへの思惑が高まり、月末にかけて、1.9%前後での動きとなった。

当面の予想

当面、長期金利はゼロ金利解除後、5月のように連続利上げの思惑が高まり金利が上振れる可能性が高いと見る。ただし時間の経過とともに、年後半の成長率鈍化、米国の長期金利の低下などを受け、再び2%近辺に戻すと見込む。当面1～2カ月は1.9-2.2%を予想する。

図表4 金利関係図表



(円ドルレート)

6月の動き

6月初めの円ドルレートは、2日の弱い米雇用統計を受けて111円台半ばでスタートした。5日バーナンキFRB議長がインフレを強く警戒する発言をすると6月利上げ観測が一気に高まり、112円半ばまでドル高が進む。その後もFRBのメンバーからもタカ派的な発言が相次ぎ、9日には114円台に。13日には福井総裁の村上ファンド報道、日本株の大幅下落、一方、米5月生産者物価、14日の米5月消費者物価コアがともに市場予想を上回ったことなどから、ドルが4月以来の水準となる115円台前半に。その後も中国の準備預金率引き上げ、北朝鮮のミサイル問題から円が売られ115円後半になったが、20日には福井総裁の「早めに、小刻みに」発言で一旦114円台に突入。しかし、22日には福井総裁辞任説が駆け巡り、米国では追加利上げ・利上げ拡大の思惑が強まり、一転4月以

来の116円半ばのドル高に。その後116円台での推移が続いたが、29日にNYで米1-3月GDPが下方改定され、FOMC声明で景気減速に言及されると8月利上げ予想が大きく後退し、30日には日本のコアCPIが前年比0.6%となり7月ゼロ金利解除観測が強まり、114円前半で終えた。

当面の予想

円ドルレートは、大きなトレンドでは緩やかなドル安局面にあると見る。日米金利差縮小、米国の対外不均衡問題や中間選挙をにらんだドル安政策観測の高まりなどドル安材料が山積する中では、米国の追加利上げ期待がくすぶることがドルをサポートすることにはなっても、ドル高が加速するだけの力にはなりえない。当面1～2カ月の予想レンジは100-115円。

(ドルユーロレート)

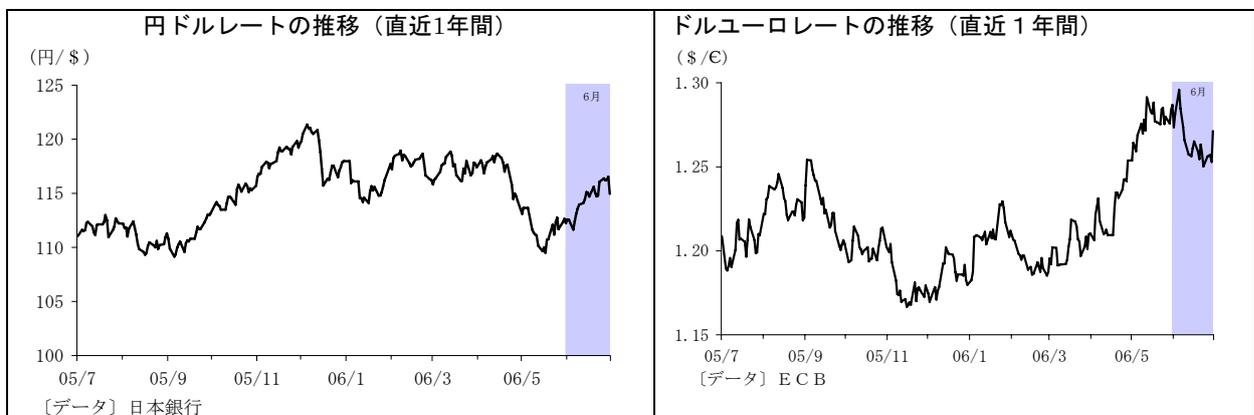
6月の動き

5月初めのドルユーロレートは、6/2日の弱い米雇用統計を受けて1.29ドル台半ばでスタートした。5日のバーナンキ発言をきっかけに米国の6月利上げ観測が高まり、8日のECB理事会で利上げが25bpにとどまると1.26半ばまでドルが値を戻した。13日に独6月ZEW指数が予想を下回る一方で、米国サイドでインフレ懸念が強まったことから、ドルがさらに値を戻し1.25台半ばに。19日にユーロ圏4月の貿易赤字が予想を上回るとさらにドルが買われる。21日にトリシェECB総裁が追加利上げに前向きな発言をすると1.26台半ばに。ところが24日には米国の利上げ継続観測が強まり1.24台後半までドルが戻す。しかしECB関係者から8月の利上げの可能性などタカ派発言が相次ぎ1.26台に。29日にはFOMC声明を受け1.26後半までユーロ高が進行した。

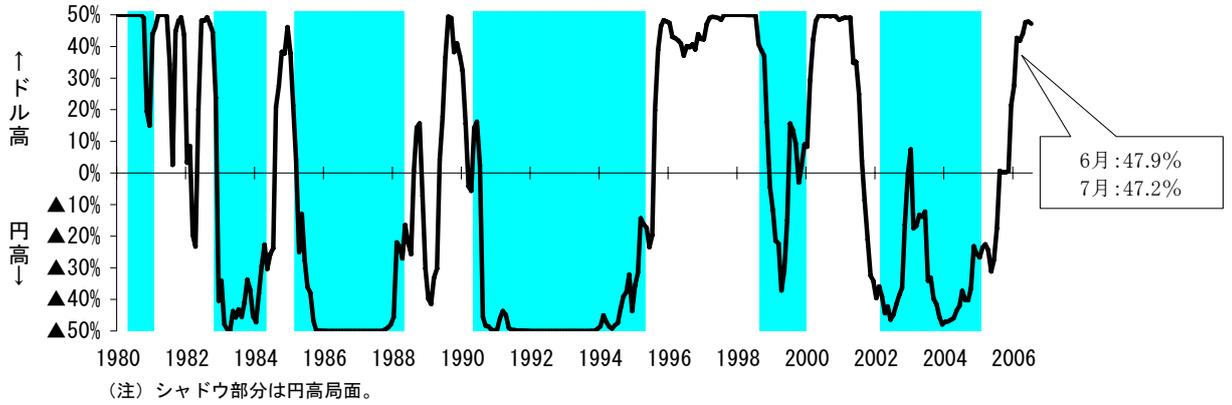
当面の予想

当面のドルユーロレートは、米欧金利差縮小、米国対外不均衡問題、イラン核問題をはじめとする地政学的リスク、各国の外貨準備のユーロへのシフトの流れなどからドル安ユーロ高傾向の展開を予想。ただし、ユーロ圏での経常赤字拡大、さらに年後半のユーロ経済のスローダウンを市場が織り込みに行くことで、ユーロ高は限定的にとどまる。当面1～2カ月の予想レンジは1.25-1.32。

図表5 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）：7月は 47.2%のドル高サイン



為替インデックス(過去1年分)

2005年7月	-17.6%
2005年8月	0.7%
2005年9月	0.2%
2005年10月	0.2%
2005年11月	0.5%
2005年12月	21.4%
2006年1月	27.6%
2006年2月	42.7%
2006年3月	41.8%
2006年4月	44.1%
2006年5月	47.7%
2006年6月	47.9%
2006年7月	47.2%

為替インデックスの要因分解

