

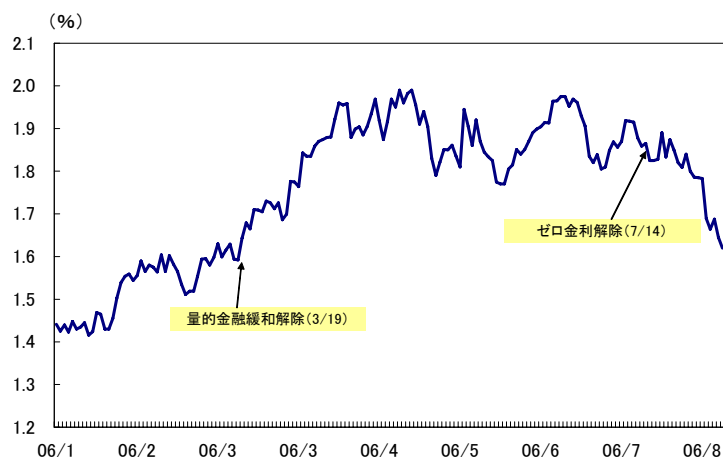
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～CPIショックで年内利上げ観測が大きく後退

1. 今回のCPIの基準改定(8/25)で明らかになった物価上昇率の水準により、日銀は追加利上げをしにくくなったことは事実。利上げの根拠として主張してきた「実質短期金利マイナス」という説明が今回の基準改定で、実質短期金利が足元ほぼゼロ領域となり、次回の利上げへの理論武装には使えなくなった。
2. 日銀の金融政策は、量的金融緩和解除以降、先見的 (forward looking) な総合判断にシフトした。もともと日銀には過剰流動性の縮小を進めなくては将来のバブルを引き起こすとの見方が根本にはあり、たとえ物価が大きく上昇していなくとも、景気実勢が許す限り流動性の縮小を進める立場だ。今後は、物価動向よりも景気実勢や貸出市場の動向などを踏まえた、総合判断の色合いをさらに強めていくことになるだろう。
3. 長期金利は、CPIの発表をきっかけに水準感が変わっている。今後、①米国長期金利の低下傾向、②9月の国債大量償還で良好な需給環境などから金利低下圧力が強く、金利上昇のきっかけは、9月末のコアCPIが上昇ピッチを早める場合や、10月2日の短観などのイベントを待たなければならない。
4. 円ドルレートは、①日本の利上げ観測が早期に醸成されない、②逆に米国の追加利上げ期待が今後もくすぶる、③中東情勢など地政学リスクの高まり、などからドルの底堅い展開が続こう。その後9月のG7、11月の米国中間選挙で対外不均衡の問題が取り上げられ緩やかに円高トレンドに。景気減速を受けFRBの利下げ観測が強まるだろう年末にかけては、円高ピッチが一段と加速するだろう。

CPIショックで長期金利は量的金融緩和解除直後の水準に



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 : CPI発表を受け、市場では年内利上げ観測が大きく後退したが、年内利上げシナリオを維持

(基準改定で消費者物価指数の上昇幅は縮小)

今回の消費者物価の基準改定による旧基準との比較幅は、市場予想(▲0.2-▲0.4%)の下限を下回り、足もと7月で▲0.4%、直近の最大月では▲0.6%と大きなものとなった(図表1)。この内容を受け、市場では年内利上げ観測が大きく後退した(図表2)。

長期金利も5ヶ月ぶりに1.7%を割り込み、量的金融緩和解除直後の水準に近づいた(表紙図表)。

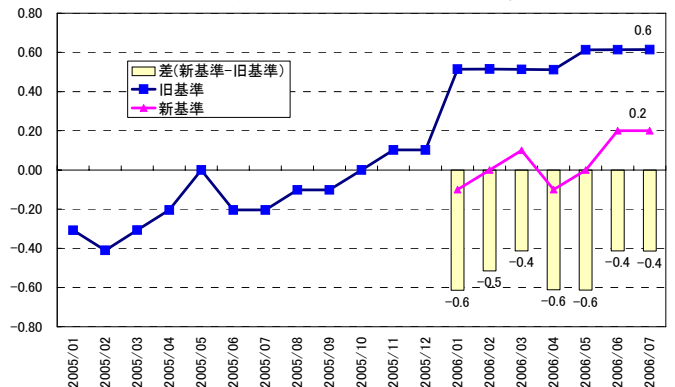
今回の基準改定で、日銀は追加利上げをしにくくなったことは事実。基準改定により直近コアCPIが前年比0.6%から0.2%になったことで再びマイナスになってしまうリスクが今まで以上に高まり、より判断が慎重にならざるをえなくなったこと、さらに利上げの根拠として主張してきた「実質短期金利マイナス」という説明が今回の基準改定で、足もとの実質短期金利がほぼゼロ領域となり、次回の利上げへの理論武装には使えなくなった。

ただし、筆者はCPI発表前の日銀の政策見通し、すなわち11-12月の利上げという見方を維持する。

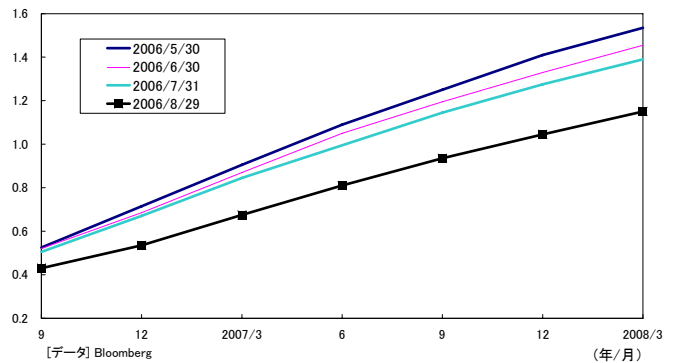
日銀の金融政策は、量的金融緩和解除以降、先見的(forward looking)な総合判断にシフトした。もともと日銀には過剰流動性の縮小を進めなくては将来のバブルを引き起こすとの見方が根本にはあり、たとえ物価が大きく上昇していなくとも景気実勢が許す限り流動性の縮小を進める立場だ。

今後は、物価動向よりも景気実勢や貸出市場の動向などを踏まえた、総合判断の色合いをさらに強めていくことになるだろう。その際、実質マイ

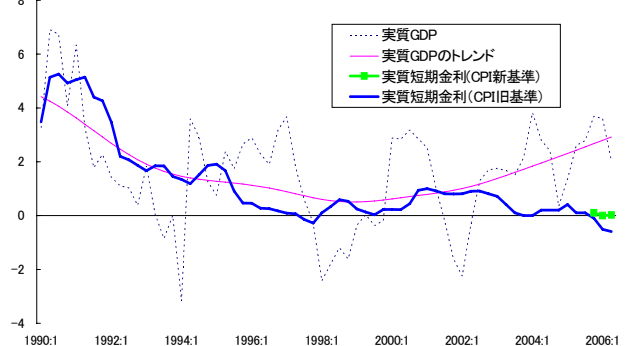
図表1 コアCPIの基準改定の影響



図表2 日本の短期金利先物の推移(ユーロ円3ヶ月)



図表3 実質短期金利と成長率



(注) 実質GDPは前年比、トレンドはHPFにより算出、実質短期金利=無担保コールレート-コアCPI (資料)内閣府、日銀をもとに当研究所作成

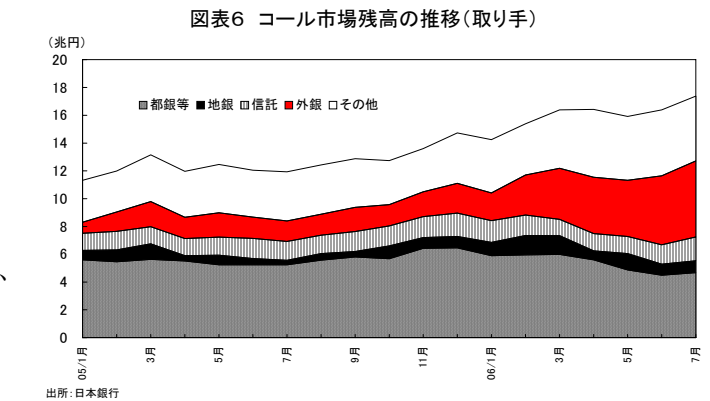
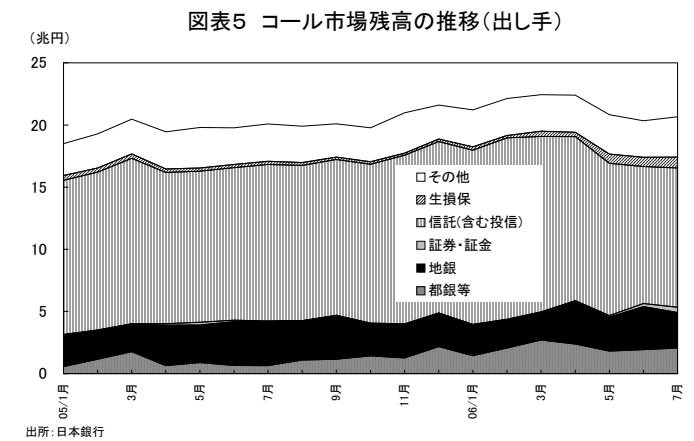
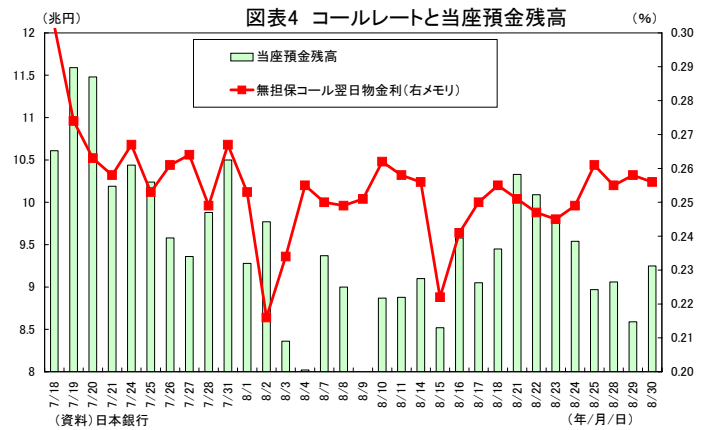
ナス金利という異常な状況をやめるといった説明から、4月の展望レポートで示した成長率、潜在成長率との関係（**図表3**）で足もとの実質短期金利が低すぎる、多少調整したとしても依然緩和的であるとの主張にシフトして、市場に利上げを織り込ませにいくだろう。

今後9月に予定されている政府のデフレ脱却宣言、9月末の8月分CPI、10月短観など一連のイベントで景気回復・物価上昇のイメージが市場に醸成されるのを待ち、米国景気鈍化がソフトランディングで済むことを見極め、10/31日の展望レポート前から、再び追加利上げに向け日銀は情報発信を開始すると見ている。

来週11日には、CPIショック後初めてとなる福井総裁の会見が予定されている。日銀は今回の基準改定により先々の経済・物価見通しはなんら変更ないと意見のはず。おそらくその点のみを強調し、今回の基準改定で利上げが困難になったとの市場の見方とは与しないと見ている。福井総裁が市場の見方とのギャップに対し、例えば市場の今の思惑（年内・年度内利上げなし）には違和感を覚えるなどの発言をする可能性もあり、注目だ。

（短期市場：当座預金残高は10兆円を下回るが依然資金偏在）

ゼロ金利解除から1ヶ月が経過し、当座預金残高は10兆円（所要準備約6兆円）を下回る水準となったが、いまだ所要準備（約6兆円）を上回っている。（**図表4**）。手元資金が減る状況に慣れてなく、資金運用に消極的なままの国内金融機関がまだ多いため、量的金融緩和解除後に大きく資金調達を増やしている外国銀行などは調達金利を引き上げざるを得ないようだ（**図表5, 6**）。そのため、誘導金利である無担保コールレート翌日物金利は、0.25%を連続して上回るという日もある。短期市場がスムーズになるにはもう少し時間が必要という状況。



● 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)

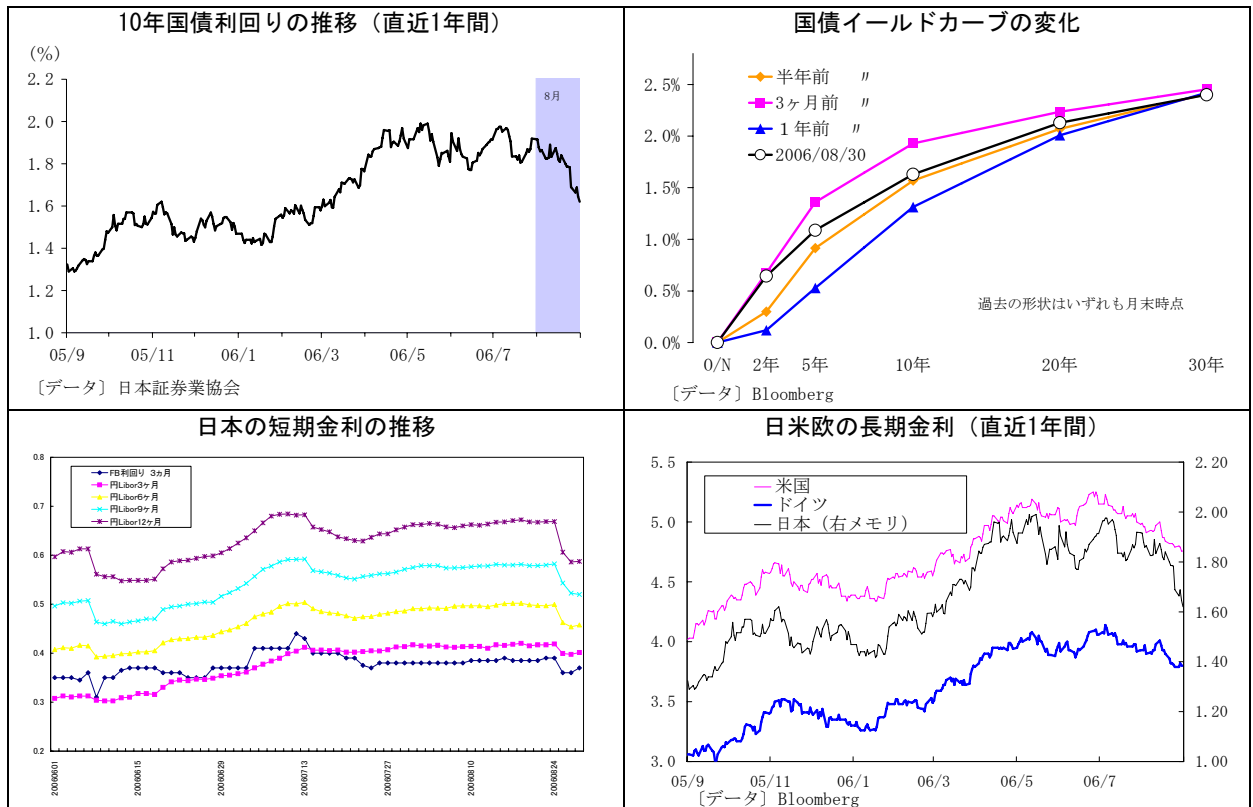
8月の動き

10年国債利回りは、8月初め1.9%前半でスタートした。4日の米国雇用統計が市場予想を下回りFOMC（8日）の利上げ休止観測が高まって米長期金利が低下、さらに日本では株式市場が軟調となったことで1.8%前半に低下した。10日に前日発表の機械受注が市場予想を大幅に上回り1.8%後半まで金利が上昇するが、翌11日、4-6月GDPが市場予想を下回り同時の決定会合で現状維持が発表されると債券の買いが入り再び1.8%前半に低下。14日以降はお盆安で取引閑散の中、1.8%前半での推移が続いた。その後米国金利の低下を受け22日以降1.8%割れに。25日に7月全国コアCPIが基準年変更で0.4%引き下げられ、前年比0.2%となると日銀の早期利上げ観測が大きく後退し、5ヶ月ぶりの1.6%台に低下、月末にかけても低下が続き1.6%前半に（図表7）。

当面の予想

CPIの発表をきっかけに、日銀の利上げが遠のいたとの見方が強まり金利の水準感が変わっている。今後、①米国長期金利の低下傾向、②9月の国債大量償還で良好な需給環境などから金利低下圧力が強く、良好な経済統計の発表が行われたとしても大きく金利上昇といった水準調整の可能性は低い。このため当面、現在の水準でもみ合いを予想する。方向感が変わるとすれば9月末のコアCPIが上昇ピッチを早める場合や、10月2日の短観などのイベントを待たなければならない。

図表7 金利関係図表



(円ドルレート)

8月の動き

8月初めの円ドルレートは114円台後半からのスタート。米国4日の7月米雇用統計で非農業雇用者数が前月比11.3万人と市場予想（15万人程度）を大きく下回り、失業率の悪化が伝えられると114円半ばに円高が進む。8日のFOMCで2年ぶりに利上げがストップしたが、声明でインフレリスクの存在から今後の利上げの可能性の余地を残すものだったため、ドルが買われ115円台前半に。その後、①米6月非農業部門の労働コストが大幅に上昇、②日本機械受注（10日）が市場予想を大幅に上回る、③英国テロでドルを買い上げる動きが強まり11日には116円台に。15日に米7月PPIコアが前月比0.3%の下落、16日の米7月CPIコアが市場予想前月比0.3%を下回る0.2%となるとドルが売られ17日には115円半ばに。その後116円をはさんだもみ合いが続いた後、25日に日本の7月CPIが基準改定後前年比0.2%と低水準となったことで117円台前半に。月末はさらにドル高となり117円台半ばでの推移となった。（図表11左）。

当面の予想

円ドルレートは、①日本の利上げ観測が早期に醸成されない、②逆に米国の追加利上げ期待が今後もくすぶる、③中東情勢など地政学リスクの高まり、などからドルの底堅い展開が続こう。その後9月のG7、11月の米国中間選挙で対外不均衡の問題が取り上げられ円高トレンドに。景気減速を受けFRBの利下げ観測が強まるだろう年末にかけては、円高ピッチが一段と加速すると見込む。

(ドルユーロレート)

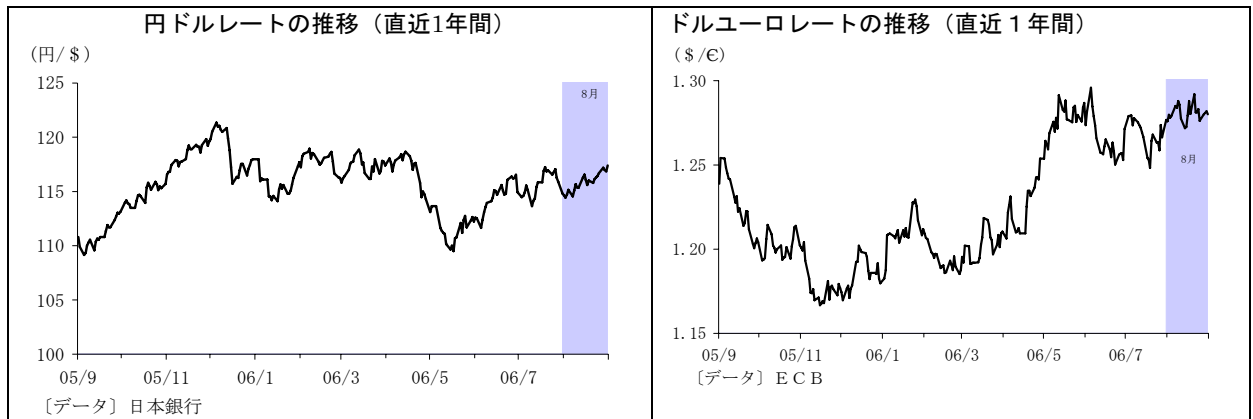
8月の動き

7月初めのドルユーロレートは、1.27台後半でスタート。1日に米ポールソン財務長官の初公演が前任者と同じ内容となったことで失望、さらに2日にECBが利上げを決定すると1.28半ばまでユーロ買いが進む。4日米雇用統計が市場予想を下回ると1.29台に乗る場面までユーロ買いが進む。8日のFOMCで2年ぶりに利上げがストップしたが、声明でインフレリスクの存在から今後の利上げの可能性の余地を残すものだったため、ドルが買われ1.28台に。その後テロ未遂事件発覚後はドル買いが進み1.27半ばまでドルが戻す。15日に米7月PPIや16日の米7月CPIコアが不調な内容となりドルが売られ17日には1.28台後半に。21日には欧州の金利先高感を背景に1.29台までユーロが買われる。その後22日に独ZEW指数が大幅な弱めの数値となり一時反落する場面もあったが、24日の独IFO景況指数が市場予想にとどまるとユーロは戻し1.28前後での推移となった。（図表8右）。

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、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、年後半は足元までの原油高・ユーロ高によりユーロ経済のスローダウンが明確となり、さらにユーロ圏の経常赤字拡大が進むことでユーロ高は一旦終息に向かうと予想。

図表8 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



金利・為替予測表

	2006年			2007年				2008年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
	実績			予測				
日本	コールレート (期末)	0.00	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	-
	10年金利 (平均)	5.1	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	-
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	2.75	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	-
	10年金利 (平均)	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	-
円ドル	(平均)	114	115	110	108	105	105	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.26	1.28	1.30	1.30	1.28	1.28	1.28
円・ユーロ	(平均)	144	148	143	140	134	134	134