



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～10月展望レポートを予想する

1. 9月末以降発表のCPI、生産、短観により、市場の利上げ悲観論に修正が入っている。利上げ実施は統計次第のところが多いが、アメリカが利下げに転じる前のワンチャンス（12月短観発表後の12月19日の決定会合）を模索する動きがこれから始まるだろう。
2. 国内統計ではCPIが注目だ。原油価格低下の影響で石油製品のマイナス寄与への転換の可能性が高まる中で、年末に向け上昇幅拡大のトレンドが見えるかどうか。また海外では米国のソフトランディングが判断できるかどうか。12月のクリスマス商戦が10-12月期のGDPの出来を左右するだけに注目だろう。
3. 10月31日に「展望レポート」が公表される。前回の4月28日展望レポートから、①CPIの基準改定により2006年、2007年について予測数値が基準改定の分下方修正される、②原油高の影響から2006年度について国内企業物価が上方修正される、③米国経済やIT在庫の積み上がりリスクが強まっているとの判断が示されることになろうが、シナリオ自体はほぼ4月の展望レポートで示した「緩やかな拡大」という見方が維持されるだろう。
4. 長期金利は、改善を示す経済統計の発表、展望レポートなどを通じた日銀の利上げへの情報発信を受け、年内利上げをさらに織り込み上昇するだろう。ただし、日米金利の連動性が高まる中、米国経済の減速、FRBの利下げを織り込みにおいている米国長期金利は低位での推移が予想され、日本の長期金利上昇も限定的にとどまるだろう。
5. 円ドルレートは、日本の連続利上げ観測が醸成されない中では、絶対金利差が着目されドル優勢の展開が続く。しかし、11月の米国中間選挙で対外不均衡問題が取り上げられ、さらに景気減速を受けFRBの利下げ観測が強まる年末にかけては、円高傾向に。

10月展望レポート：景気下振れリスク高まるが、拡大シナリオが維持される

政策委員の大勢見通しの予想

対前年比、%、<>内は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)	
	4月	今回予想	4月	今回予想	4月	今回予想
2006年度	2.1～3.0 <2.4>	2.3～2.8 <2.5>	1.4～1.8 <1.5>	2.6～3.0 <2.8>	0.6～0.6 <0.6>	0.3～0.4 <0.3>
2007年度	1.8～2.4 <2.0>	1.8～2.5 <2.0>	0.8～1.1 <1.0>	0.6～0.9 <0.8>	0.7～0.9 <0.8>	0.5～0.7 <0.6>

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：今後の経済統計次第だが、米国の利下げ前、12月の追加利上げを模索

（早期利上げ観測が息吹き返す）

9月、市場では大きく年内利上げ観測が後退していたが、月末以降発表のCPI、生産、短観により、悲観論の修正が入っている。

今後、改善を示す経済統計の発表、展望リポートなどを通じた日銀の利上げへの情報発信を受け、市場では年内利上げをさらに織り込みにいこう。現時点では筆者は、12月短観発表後の12月19日決定会合（遅くとも1月18日）での利上げ実施を予想。

この時期を逃すと、①年明け以降3月までは予算審議が開始¹され政府サイドからの利上げ反対圧力は高い（図表1）、②米国で春先ころから利下げが実施（図表2）されるために日銀は利上げに向け動けなくなり、米国の利下げが止まる来年の秋以降を待たなければならなくなる（当研究所では米国の最終利下げは7-9月と見込んでいる）。

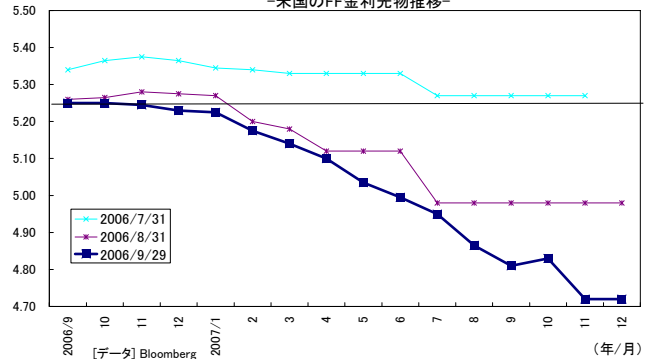
利上げが可能かどうかは統計次第のところ大きいですが、アメリカが利下げに転じる前のワンチャンスを模索する動きがこれから始まるだろう。

国内統計ではCPIが注目だ。原油価格低下の影響で石油製品のマイナス寄与への転換の可能性が高まる中で、年末に向け上昇幅拡大のトレンドが見えるかどうか。また海外では米国のソフトランディングが判断できるかどうか。住宅市場、雇用所得環境など見るべきものが多いが、12月のクリスマス商戦が10-12月期のGDPの出来を左右するだけに注目だろう。

（図表1） 予算シーズンの金融政策変更

年	日	政策	公定歩合	注
1973年	12月22日	利上げ	7.0→9.0	第一次石油危機
1977年	3月12日	利下げ	6.5→6.0	
1978年	3月16日	利下げ	4.25→3.5	
1980年	2月19日	利上げ	6.25→7.25	第二次石油危機
	3月19日	利上げ	7.25→9.00	
1981年	3月18日	利下げ	7.25→6.25	
	12月11日	利下げ	6.25→5.5	
1986年	1月30日	利下げ	5.00→4.5	
	3月10日	利下げ	4.5→4.0	
1987年	2月23日	利下げ	3.0→2.5	
1990年	3月20日	利上げ	4.25→5.25	バブル
1991年	12月30日	利下げ	5.0→4.5	
1992年	4月1日	利下げ	4.5→3.75	
1993年	2月4日	利下げ	3.25→2.5	
2001年	2月13日	利下げ	0.5→0.35	
	3月1日	利下げ	0.35→0.25	
	3月19日	量的緩和		
2006年	3月9日	量的緩和解除		衆院通過3月2日

（図表2）市場では年明け直後の利下げを織り込み始める
-米国のFF金利先物推移-



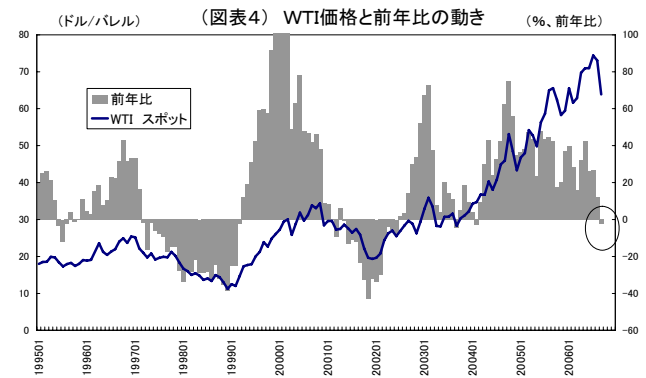
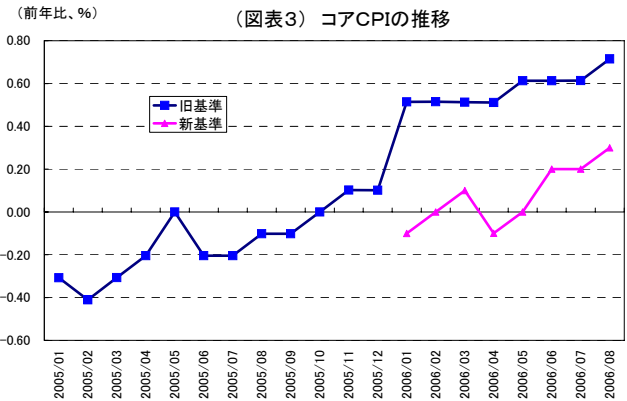
¹ 過去予算時期に利上げを実施できたのは、石油危機（1973年、80年）やバブル（90年）などの緊急の利上げが必要なことが明白な時に限られている。また2006年3月の量的金融緩和は3月2日に予算審議が衆院通過した後での解除となっている。

(CPI：9月以降原油価格の前年比はマイナスに転換)

8月分コアCPIは前年比0.3%と前月の0.2%から0.1ポイント上昇し上昇幅が拡大した(図表3)。

マクロではGDPギャップはすでにプラス領域にあり、今後も景気拡大が続くということを前提にすれば物価のトレンドが上向くとの見方が自然だ。しかし、プラスの需給ギャップが物価に大きく跳ね返るといようなことも今のところなく、今後も毎月の変動は極めて小さなものとどまる。

そうなると単月の動きで上昇幅が縮小してしまわないことが、市場の利上げ期待を醸成するには重要だ。年内の物価動向を見た場合、11月分コアCPIについては昨年の携帯電話の値下げのプラス効果(0.1%程度)が物価押し上げに寄与する。しかし、ここきて原油価格の上昇が止まり、前年比で見ると9月からマイナスになり始めており、いままで物価上昇にプラス寄与してきた石油製品がマイナスに寄与し始める可能性も出ている(図表4)。



(10月の展望レポート：景気下振れリスク高まるが、拡大シナリオが維持される)

10月31日に「展望レポート」が公表される。前回の4月28日展望レポートから、①CPIの基準改定により2006年、2007年について予測数値が基準改定の分下方修正される、②原油高の影響から2006年度について国内企業物価が上方修正される、③米国経済やIT在庫の積み上がりのリスクが強まっているとの判断が示されることになろうが。シナリオ自体はほぼ4月の展望レポートで示した「緩やかな拡大」という見方が維持される見込み(図表5)。

政策委員の大勢見通しの中央値は、実質GDPが2006年度2.5%、07年度2.0%、国内企業物価指数が06年度2.8%、07年度0.8%、消費者物価指数が06年度0.3%、07年度0.6%を見込む。

(図表5) 政策委員の大勢見通しの予想

対前年比、%、<>内は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)	
	4月	今回予想	4月	今回予想	4月	今回予想
2006年度	2.1~3.0 <2.4>	2.3~2.8 <2.5>	1.4~1.8 <1.5>	2.6~3.0 <2.8>	0.6~0.6 <0.6>	0.3~0.4 <0.3>
2007年度	1.8~2.4 <2.0>	1.8~2.5 <2.0>	0.8~1.1 <1.0>	0.6~0.9 <0.8>	0.7~0.9 <0.8>	0.5~0.7 <0.6>

○経済・物価情勢の見通し

足元までの景気実体は、4月展望レポートで想定していたパスに比べて、設備投資が強め、逆に消費は弱め。民間需要トータルでは想定内。外需もほぼ想定通りで、現状判断は4月展望レポートの「着実に回復を続けている」との見方が示されるだろう。注目は、4月展望レポートで「マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍にあるとみられる」と示された需給ギャップの現状がさらに拡大しているとの判断になるかどうか。

先行きの見方は4月の「2006年度から2007年度にかけてのわが国経済を展望すると、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けると予想される」と同様の判断がなされ、拡大のシナリオは維持される見込み。

CPIについては、「先行きの物価上昇率については不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大し先行きプラス幅は次第に拡大していく」との4月時点の見方に変更はないが、基準改定の影響分（2006年1-9月で平均▲0.5ポイントの引き下げ要因）、2006、2007年度とその分の下方修正が行われる見込み。

国内企業物価指数については、足もとまで続いていた原油高の影響で4月見通し対比上振れており、2006年度については大幅に上方修正される。2007年度にかけても上昇を続ける見通しが示されるが、上昇幅は原油が足もと落ち着き始めている点などを考慮し上昇率が落ち着くとの見方が示されるだろう。

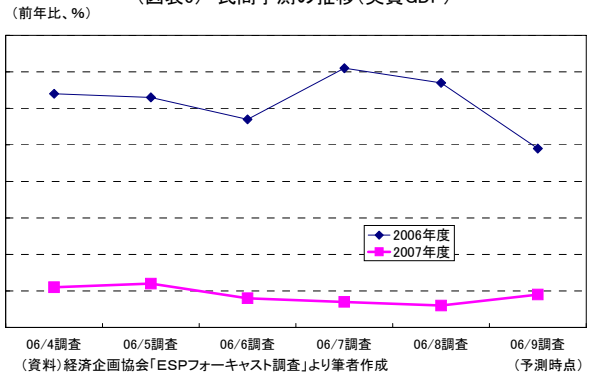
2006、07年度の政策委員の大勢見通しは、直近の民間予測機関のコンセンサスと同程度の内容に落ち着きそうだ（図表6, 7）。

○上振れ・下振れ要因

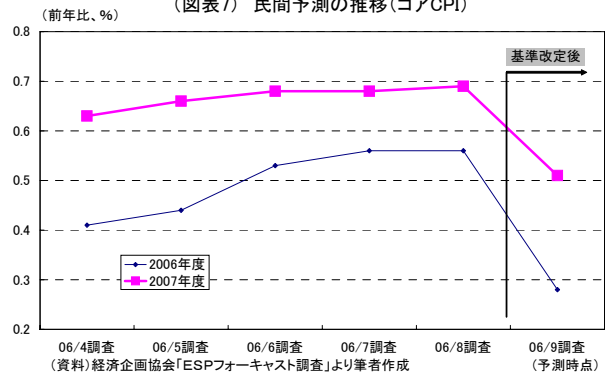
リスク要因については4月同様、①原油、米国経済など海外要因、②IT在庫、③設備投資の一段の積極化、が示される見込み。4月対比では米国経済、IT在庫は景気下振れリスクが高まっているとの判断が強まるだろう。

米国経済については減速感が強まっている。住宅市場はこれまでの利上げ政策等の影響を受けて急速な冷え込みを見せており、景気下振れのリスクが高まっている（図表8）。

（図表6）民間予測の推移(実質GDP)



（図表7）民間予測の推移(コアCPI)

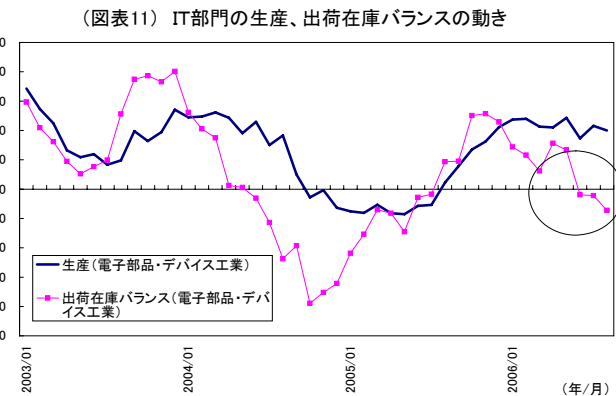
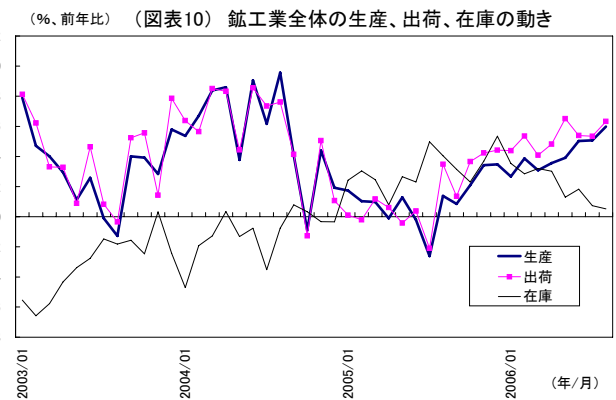
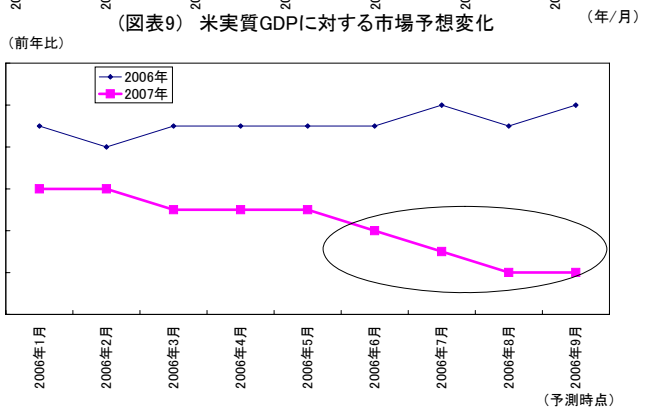
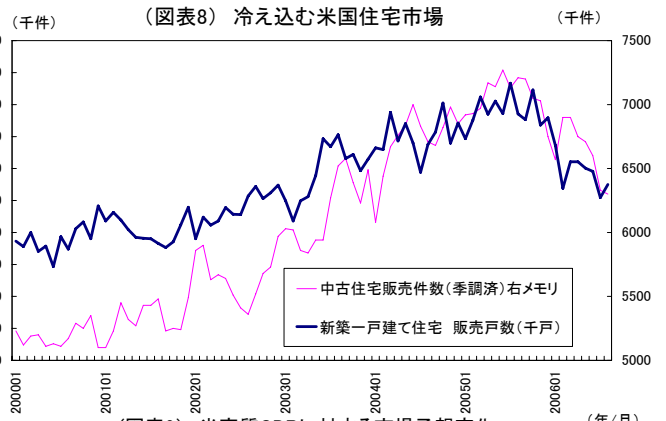


米国の市場予想でもこの半年の間にかなり先行きの成長率に対して下方修正が行われている(図表9)。前回4月の展望レポートに比べてリスクが高まっているとの認識が示されることとなるだろう。

もうひとつはIT在庫の動向。生産全体では生産・出荷・在庫のバランスは比較的良好だ(図表10)。しかし鉱工業全体を牽引してきたIT部門(電子部品・デバイス工業)に限ってみれば、今後生産調整となるリスクが高まっている。

生産活動に先行するといわれる出荷在庫バランス(出荷前年比-在庫前年比)でIT部門を見ると、6月からマイナスに転じている。米国経済のモメンタムの減速が明らかになってきており、IT部門の在庫調整、生産調整は避けられない状況となっており、その影響で生産全体が弱含むリスクは4月よりも確実に増加している(図表11)。

一方、上振れリスク要因として、設備投資の積極化への記述も注目だ。利上げを模索する日銀にとって、従来の実質マイナス政策金利は説明が難しくなっている。利上げの正当性を主張する材料として景気の上振れ要因の強調をしたいところ。10月2日の短観では確かに設備投資はさらに上方修正されており、企業の強気の姿勢が明らかになっている。また土地への投資なども増加してきていることも企業の強気の現われだろう。このあたりが前回の展望レポート対比で、どのようにトーンが強まるか注目だ。





○金融政策運営

金融政策運営も前回同様「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いと判断している。そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。」との表現となるだろう。

今後の利上げということでは、審議委員の予想の前提となっている市場の利上げイメージが4月対比でどう修正されているかは議論となるだろう。4月時点では、市場では年度内に3-4回の利上げをイメージしていたが、実際には7月の利上げが実施され、足もとではあと1回程度の利上げ期待が残る程度となっており大きく下振れている。この点について、総裁会見などでそのニュアンスがどう発信されるか注目だ。

● 金融市場：米国経済統計に国内金利、為替ともに大きく振れる

(10年金利)

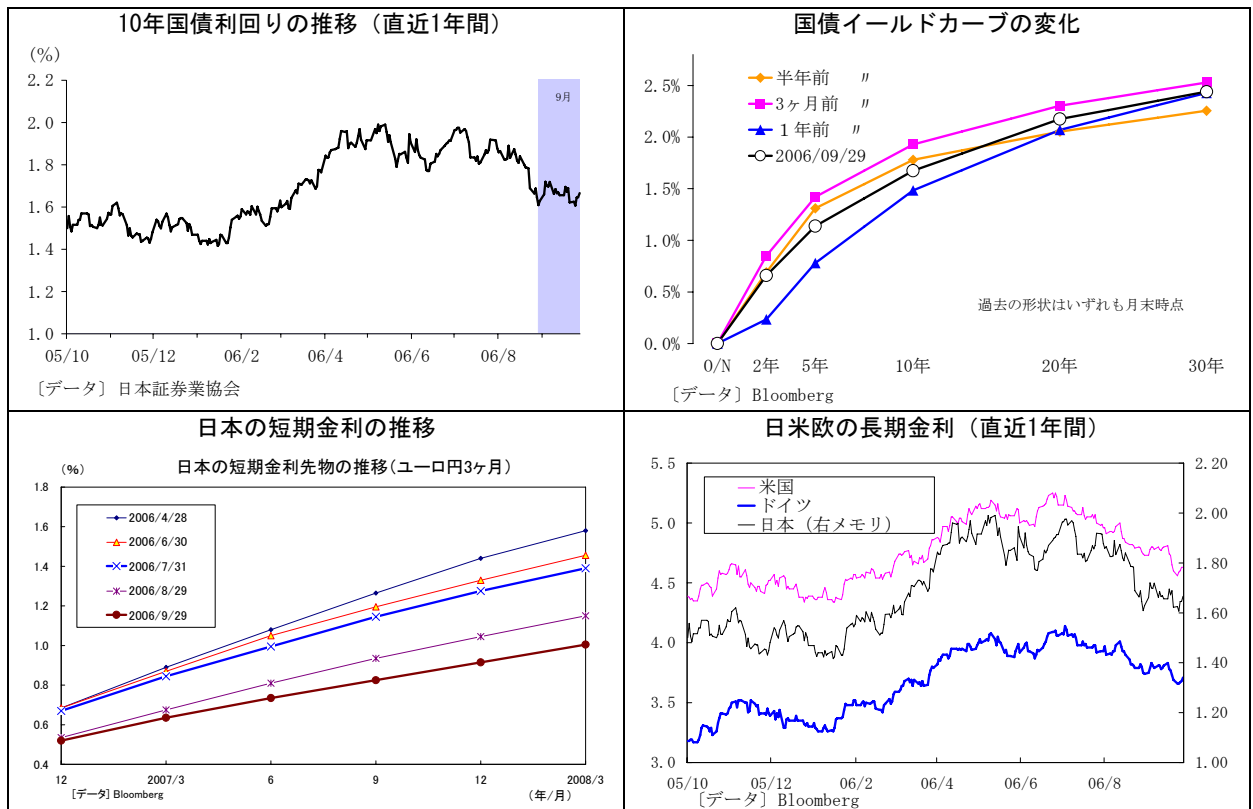
9月の動き

10年国債利回りは、9月初め1.6%前半でスタート。4日法人企業統計で設備投資が大幅増、5日、10年債入札が不調となり1.7%に上昇。9日には、8日の取引終了後の福井総裁会見で長期金利低下へのけん制がなかったこと、さらに機械受注統計が市場予想を大幅に下回るマイナスとなったことで1.6%後半に低下した。その後横ばい圏での推移が続いたが、19日に3大都市圏の基準地価が上昇となったことを受け1.7%近辺に。その後株価が軟調となり、再び金利が低下する中、21日、米フィラデルフィア連銀の製造業景況指数が低下、25日米中古住宅価格が下落に転じ米金利が低下したことを受け、26日、日本の長期金利も1.6%近辺に低下した。月末にかけ日本の株価が堅調に推移し、28日に鉱工業生産やCPIが堅調な内容となると1.6%後半に上昇した (図表12)。

当面の予想

今後、改善を示す経済統計の発表、展望レポートなどを通じた日銀の利上げへの情報発信を受け、市場では年内利上げをさらに織り込みにくくだろう。ただし、日米金利の連動性が高まる中、米国経済の減速、FRBの利下げを織り込みにいっている米国長期金利は低位での推移が予想され、日本の長期金利上昇も限定的にとどまるだろう。本格的に金利上昇のピッチが早まるのは米国の利下げがストップし、日本でも利上げ観測が再び高まるだろう 2007 年後半になると見込む。

図表12 金利関係図表





(円ドルレート)

9月の動き

9月初めの円ドルレートは117円台前半からのスタート。4日の好調な法人企業統計を受け、日銀の年内利上げ観測が再び強まり5日には115円台に。その後4-6月期米単位労働コストが大幅に上方修正され、米8月ISM非製造業指数も予想以上の改善を示すと7日には再び117円台に。8日には福井総裁が会見で長期金利低下へのけん制がなかったうえ、11日に7月機械受注が大幅に落ち込むと117円台後半に。その後は過去最大となった7月米貿易赤字（12日）、人民元の柔軟化を主張したポールソン米財務長官の講演（13日）、低調だった8月米CPI・生産（14日）で、117円半ばまで低下した。16-17日のG7はほぼ市場の予想とおりの内容となり、大きな波乱材料とはならなかった。19日米8月生産者物価、住宅着工統計が予想を下回ると117円近辺にドルが売られたが、タイクエーターが報じられると20日には117円後半に。その後22日には前日の米フィラデルフィア連銀の製造業景況指数が低下し、一挙に116円前半にドルが売られた。26日米9月消費者信頼感指数、27日米8月新築住宅販売など強めの米国の経済等に反応し月末にはNYダウが一時最高値を上回ったことで、ドルがさらに買い進まれ月末は118円台に突入した（図表13）。

当面の予想

円ドルレートは、日本の連続利上げ観測が醸成されない中では、絶対金利差が着目されドル優勢の展開が続く。しかし、11月の米国中間選挙で対外不均衡問題が取り上げられ、さらに景気減速を受けFRBの利下げ観測が強まる年末にかけては、円高傾向が鮮明に。米国の再加速が確認される07年半ばくらいにかけて円高傾向が続くと予想。

(ドルユーロレート)

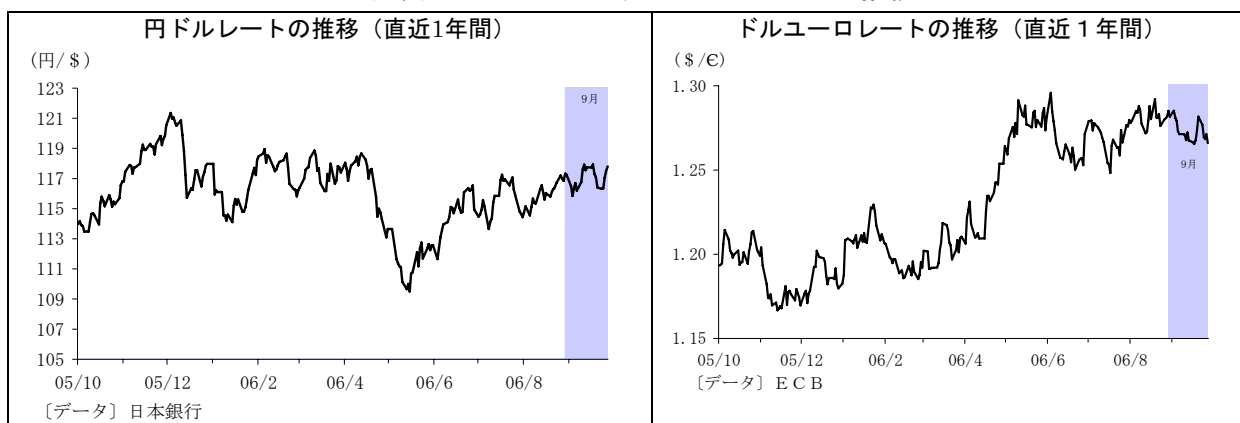
9月の動き

9月初めのドルユーロレートは、1.28台前半でスタート。8月ユーロ圏PMIが悪化し、フランス財務大臣がECB利上げにけん制発言を行うと5日には1.27台に。6日にドイツ連銀のウェーバー総裁が来年の利上げ継続を示唆する発言をすると1.28までユーロが買われる。その後トリシェECB総裁や強いドルをサポートするとのポールソン米財務長官の発言でドルが切り返し、8日に1.26台半ばとなる。7月米貿易赤字（12日）、人民元の柔軟化を主張したポールソン米財務長官の講演（13日）、トリシェECB総裁の利上げ示唆（14日）で1.27半ばまでユーロが買われる。G7前の15日にフランス財務相がユーロ高への不満を述べ、G7後19日に独9月ZEW指数が大幅に低下するとユーロが売られ1.26半ばに。その後は21日の米フィラデルフィア連銀の製造業景況指数の低下など弱めの米国統計を受け、1.28台にユーロが再び買われる。しかしその後、一転してドルが優勢に。25日ドイツ8月CPIの低調、26日ドイツ9月IFO指数の悪化が見られた一方、米国では予想対比強めな数値や株価が堅調となったことから、ドルが買われ月末は1.26台後半となった（図表13）。

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、秋以降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、07年入り後のドイツでの増税による先行き懸念が高まり、さらに利上げもストップするとの観測が高まることでユーロ高は一服すると予想。

図表13 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

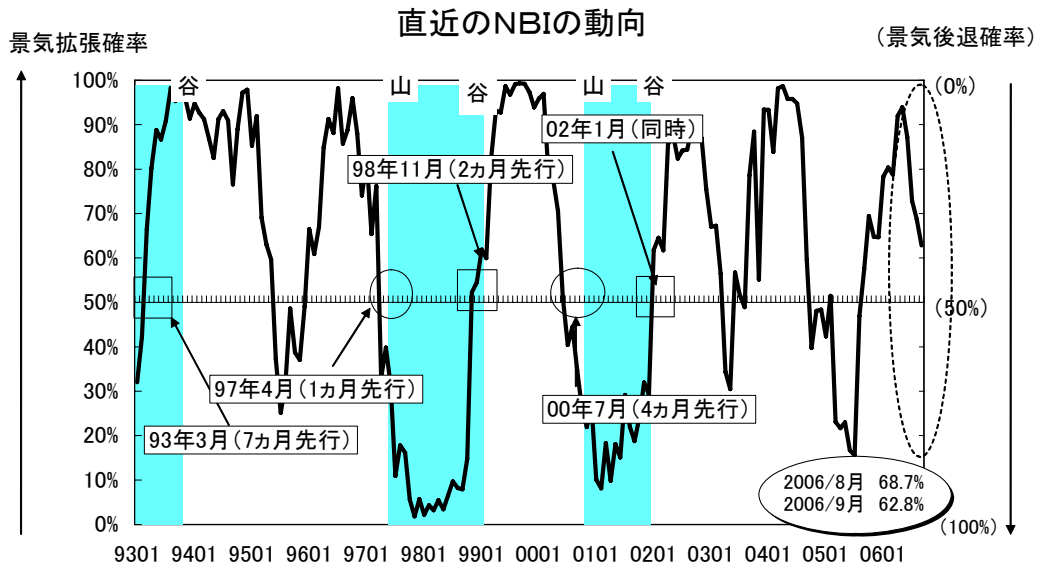


金利・為替予測表

		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	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0	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	4.75	-
	10年金利 (平均)	5.1	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	-
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	2.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	-
	10年金利 (平均)	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	-
円ドル	(平均)	114	116	113	110	105	105	105	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.26	1.27	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26	1.26
円・ユーロ	(平均)	144	148	145	141	132	132	132	132

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 (NBI) ~8月 : 68.7%、9月 (予測値) : 62.8%



(注)①「○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高・谷までの期間。
 ②網かけ(シャド)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
 ③2006年8月までは実績値に基づく計測、2006年9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 (NBI)		月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準	
05/9	57.6%	544,335	0.8%	0.0%	
05/10	69.5%	541,693	▲0.5%	-0.6%	
05/11	64.8%	547,925	1.2%	-0.4%	
05/12	64.7%	548,280	0.1%	20.7%	
06/1	78.3%	549,781	0.3%	27.0%	
06/2	80.4%	552,421	0.5%	42.5%	
06/3	78.8%	550,709	▲0.3%	41.6%	
06/4	92.0%	549,489	▲0.2%	44.0%	
06/5	93.9%	551,909	0.4%	47.6%	
06/6	87.2%	555,708	0.7%	47.7%	
06/7	72.8%	554,525	▲0.2%	46.8%	
06/8	68.7%	557,826	0.6%	47.2%	
06/9 (予測値)	62.8%			49.7%	
06/10				49.7%	

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計と異なる週及改定(2006年1月)

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 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。
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はweeklyエコノミストレター2006年9月22日号を参照。
- ③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)