

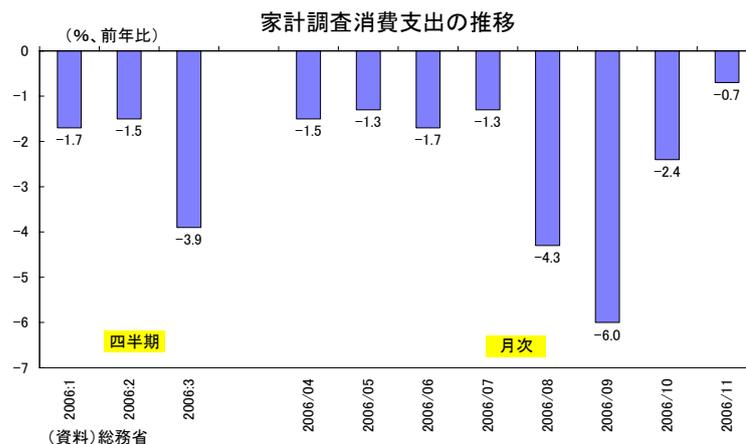
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～10-12月期GDPにどの程度ベットするか？

1. 12月18,19日の政策決定会合では全員一致で現状維持が決定された。福井総裁は会合後の定例会見で、利上げを見送った理由として足元の消費、物価動向の弱さを挙げた。
2. 7-9月の消費の弱さが一時的と判断されれば、日銀は利上げを模索するだろう。その決定材料は2月中旬発表予定の10-12月期のGDP速報値（QE）だ。
3. 市場コンセンサスと実績値の乖離が大きいQEに対して日銀の確信が高ければ、1月に利上げに向かう可能性もあるが、12月決定会合で一回足元の景況感に判断軸を戻してしまったことや、現段階で政府との調整を行っても決定材料不足で調整難航が予想されること等から、日銀としてはQE発表を受けて、その高成長を材料に2月に利上げを行う可能性が高いと見られる。
4. 長期金利は、日銀の追加利上げ観測が再燃することで足元上昇する可能性はある。しかし、①日銀の連続利上げ観測が醸成されない、②国内の先行き景気に対して不透明感が払拭されない、③米国の長期金利の低下・安定傾向のため、07年前半の上昇幅は限定的となるだろう。
5. 円ドルレートは、一時的にドルの高値をトライする展開の可能性もあるが、日銀の連続的な利上げ期待が薄い一方で、米国では利下げ期待が高まるにつれ、緩やかなドル安・円高に市場が転換する可能性が高いと予想する。

### 7-9月期の消費低迷は一時的なのか？



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/>

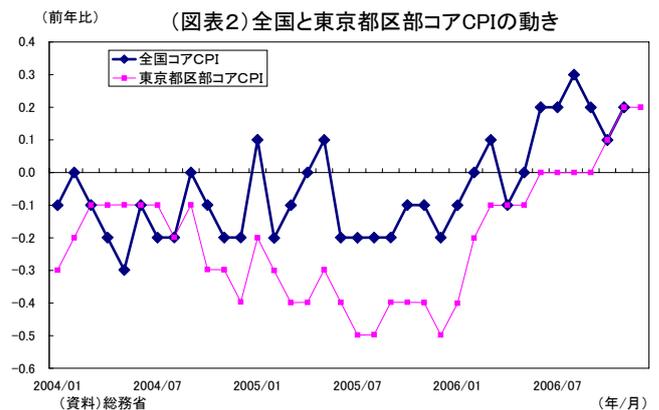
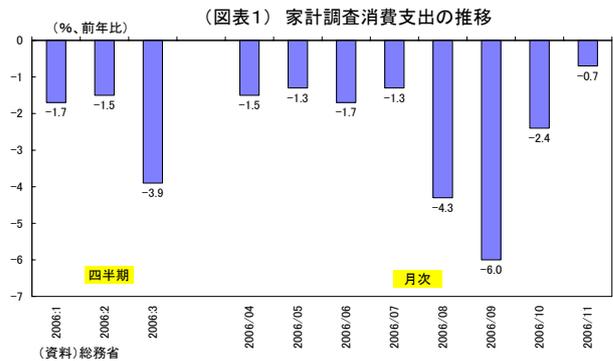
## ＜金融政策、金融・為替市場の動き＞

### ● 金融政策：10-12月期GDPにどの程度ベツトするか？

#### （フォワードルッキング型運営との矛盾）

12月18,19日の政策決定会合では全員一致で現状維持が決定された。福井総裁は会合後の定例会見で、利上げを見送った理由として「このところ個人消費や消費者物価の面で弱めの指標が出ていることも事実です。今後公表される指標や様々な情報を、引き続き丹念に点検していくことが適当であるという点で意見が一致しました」と足元の消費、物価動向の弱さを挙げた（図表1,2）。

日銀は、12月決定会合前までは「消費の不透明感はあるものの、企業部門から家計部門への所得の流れが強まることで消費は増加が続く」との見方を繰り返し示してきた。しかし12月見送りでは、「先行きの増加は見込まれるが足元の弱さが見逃せない」との見方となり、景気に対する評価軸が変わった。今回の評価が変わったことについては、フォワードルッキング型の金融政策と言い続けてきた日銀に対して少なからず市場は違和感をもったはずで、日銀の情報発信が今後市場収斂を行う上で支障をきたす可能性を生んだことになる。



#### （早川調査統計局長の景気討論会：「消費低迷は一時的、今後も潜在成長を上回る成長」）

1月10日、日銀調査統計局長の早川英男氏が日経の新春景気討論会に出席した。これまで早川氏の強気の見方が日銀のボードメンバーの見方の裏づけになっていただけに、消費・物価の弱さについて、早川氏からどのように説明されるか注目された。

早川氏は、①7-9月の個人消費は一時的要因によるもので、消費の緩やかな回復に変化はない、②今度の成長も潜在成長率を上回る、と従来の強気の見方を示した。

先行きの景気拡大、しかも潜在成長率を上回るということになれば、物価が緩やかに上昇するとの見方につながり、10-12月期に成長拡大、とくに消費の改善が示されれば、「利上げ」に向かうと判断していると見ていだろう。

○討論会における早川氏の発言

(景気全般について)

- ・ 「私たちは、景気は緩やかに拡大を続けていると考えている」
- ・ 「世界経済が成長を続けるなか、日本からの輸出が増え、生産が増え、企業収益が雇用、賃金を通じて緩やかに家計部門に波及していくメカニズムに変化はない」
- ・ IT (情報技術) 関連の在庫が高水準で推移していることについては「国内の携帯電話など一部製品の影響で、一時的な調整である可能性が高い」
- ・ 「06年度についてはGDP統計の改定もあり、同じ数値にはならないと思うが、大きな流れとして2%強の成長、潜在成長率を若干上回る図式は変わっていない」

(消費について)

- ・ 7-9月期の個人消費が奮わなかった理由に、2006年のたばこ税の引き上げや、携帯電話の番号継続制度を控えた新製品の投入時期などといった要因を挙げた
- ・ 「10,11月の指標を見ると10-12月のGDPの消費は結構大きな増加となる可能性が高い。これはあくまで7-9月の落ち込みの反動であり、個人消費のベースラインはごく緩やかな増加を続けていくと考えている」
- ・ 「労働分配率は日本だけでなく米国、欧州でも低下を示している。これに加え、日本では財政面での負担が家計で増加している。個人消費は極めて緩やかな伸び率しか示さない」

(世界経済・米国経済)

- ・ 世界経済について「今年も割りと順調な拡大が続く可能性が高い」
- ・ 米国経済について「住宅市場の調整の個人消費への波及はごく限定的だ」「恐らくソフトランディングの方向にある。住宅市場の調整はまだ終わっていないので、ソフトランディングしたかどうかを確認するのはまだ少し時間がかかる」
- ・ 米国の金融政策について「インフレが収まるにはかなり時間がかかる。早期利下げはなかなか考えにくい。米金融当局もそういつている」

**(12月決定会合後出てきた経済統計は強弱入り混じり)**

12月決定会合(18・19日)以降、発表された経済統計(11月分)については、強弱が入り混じる結果となっている。基調で消費が改善しているのかどうかについては、判断が分かれるといったところだ(図表3)。

(図表3) 12月決定会合後発表の経済統計

発表日		市場コンセンサス	実績	前月実績	市場コンセンサスよりも改善を示したか?	前月よりも改善を示したか?
12月26日	家計調査・消費支出(前年比、11月分)	-1.5%	-0.7%	-2.4%	○	○
	全国消費者物価・生鮮食品除き総合(前年比、11月分)	0.2%	0.2%	0.1%	-	○
	完全失業率(11月分)	4.1%	4.0%	4.1%	○	○
12月27日	小売業販売額(前年比、11月分)	0.5%	-0.1%	0.1%	×	×
12月28日	鉱工業生産指数(前月比、11月分)	1.0%	0.7%	1.6%	×	×
	毎月勤労統計・現金給与総額(前年比、11月分)	0.2%	-0.2%	0.0%	×	×

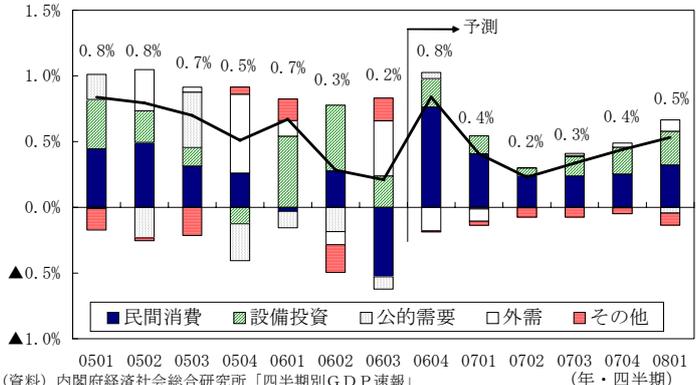
(注)市場コンセンサスはブルンバーグ調査による

**(10-12期QEの自信：サプライズが大きいQE)**

先行きについての回復メカニズムに自信を持つ日銀は、7-9月は一時的な悪化で10-12月が再び改善を示すことが確認されれば、利上げに動き出さだろう。

問題は、何をもって改善と判断するか、あるいは改善を説明し得るかだ。結局は、

(図表4) 実質GDP成長率の推移(四半期)



12月の利上げを見送った材料であるGDPにならざるをえないだろう。

10-12月のGDPは2月半ばに発表予定。当研究所では10-12月期は、前期の反動もあり消費支出が前期比1.4%（7-9月期▲0.9%）、実質GDPが前期比0.8%、年率3.4%（7-9月期前期比0.2%、年率0.8%）と大きく改善すると見込んでいる（図表4）。

消費関係の統計は、早川氏が指摘するように10-11月を見る限り、7-9月対比では改善を示している。ただしQEは、市場の思惑を裏切るような結果を示すように、市場コンセンサスと実績とが大きく乖離することが多い（図表5）。

日銀がQEに対してかなりの確信があるのであれば1月に利上げを行い、好調なQEを事後的に確認させる

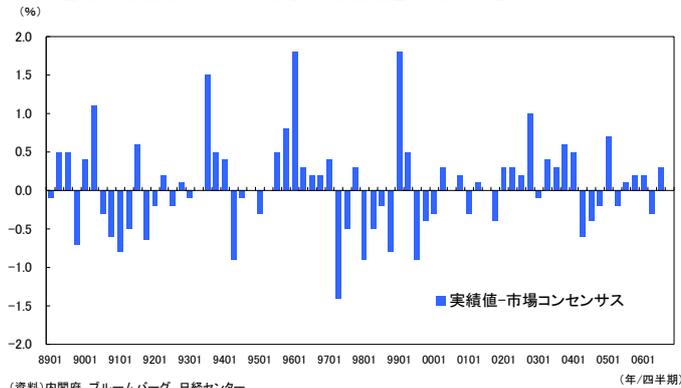
というパターンを取るはず。また、1月は10月展望レポートの中間レビューが行われる。利上げが見送られれば当然シナリオの下方修正が必要とみるのが自然で、1月利上げの可能性もあるだろう。

しかし、筆者は、

- ① 12月決定会合で一回足元の景況感に判断軸を戻してしまった、
- ② 現段階で政府との調整を行っても材料不足・決定不足で調整難航が予想される、
- ③ 今回早川氏の発言などを踏まえると、利上げの是非に関わらず、展望レポートの中間レビューはほとんど下方修正が行われない、
- ④ 米国の金融政策が利下げに転じるまでにまだ時間的な猶予があるとの見方を日銀が強めている、

などから、慎重な運営を行ってくと見ている。すなわちQE発表を受けて、その高成長を材料に2月に利上げを行うと見られる。ただ、上記運営の仕方については、メンバーの中でも現状かなりの温度差があると思われることから、1月の決定会合は全員一致ではなく多数決となる可能性が高いだろう。

（図表5）実質GDP・前期比の実績値と市場コンセンサスの差



（資料）内閣府、ブルームバーグ、日経センター

（年/四半期）

## ● 金融市場：市場は、12月の追加利上げを巡り大きく揺れる

### (10年金利)

#### 12月の動き

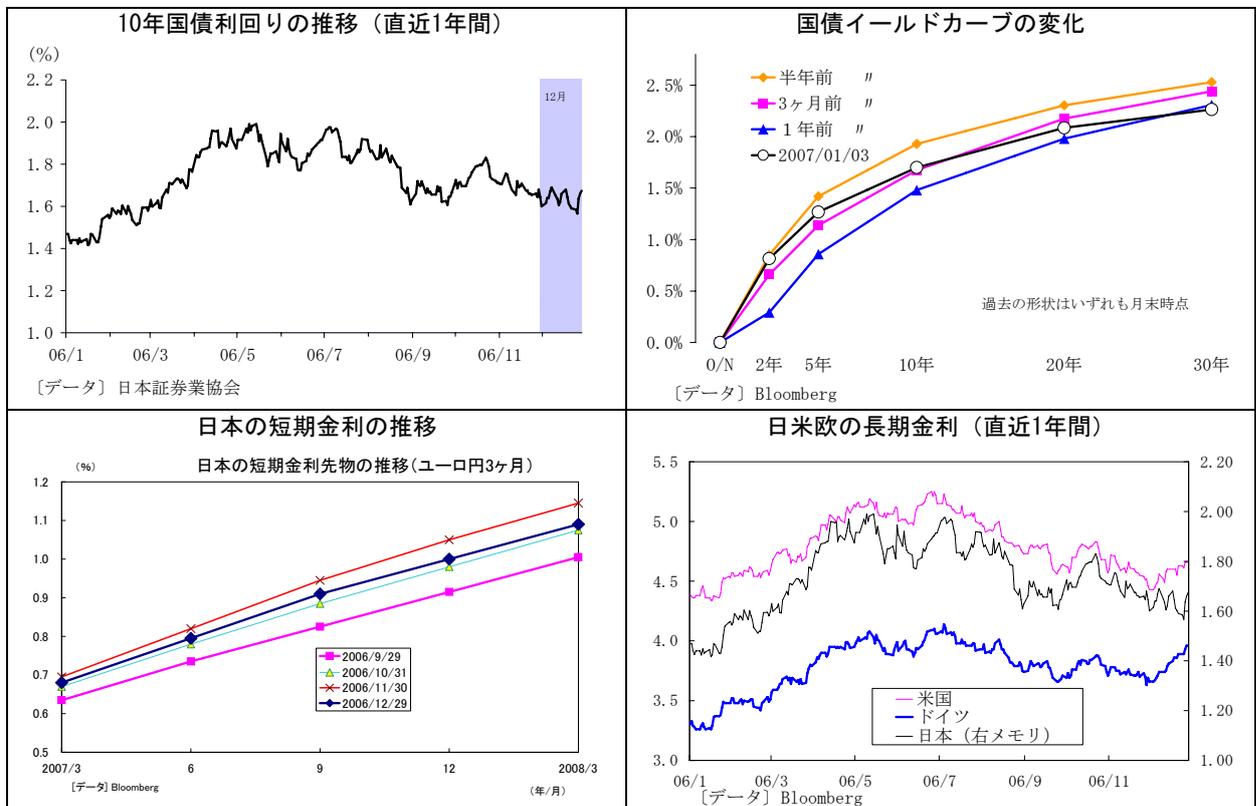
10年国債利回りは、12月初め1.6%近辺でスタート。5日に水野審議委員、6日に西村審議委員が相次いで利上げに前向きな発言を行うと年内利上げ観測が強まる。米長期金利上昇や国内の株価堅調を受けて8日には1.69%まで上昇。9-10の週末に「年内追加利上げ見送り」との報道から週明け11日より金利低下し、短観発表前の14日には1.61%に。短観（15日）が景気回復を示す内容となると再び1.6%半ばまで上昇した。しかし、19日に政策決定会合で事前予想通り現状維持が確認されたが、会合後の会見で福井総裁が個人消費や物価の弱さに言及すると早期利上げ観測が大きく後退し、金利低下となり22日には1.59%となった。26日に11月分コア消費者物価が先月に比べて0.1%高まったことなどから、1月決定会合での追加利上げ観測が高まり、年末の29日は1.6%後半となった。(図表6)。

#### 当面の予想

長期金利は、日銀の追加利上げ観測が再燃することで足元上昇する可能性はある。しかし①日銀の連続利上げ観測が醸成されない、②国内の先行き景気に対して不透明感が払拭されない、③米国の長期金利の低下・安定傾向のため、07年前半の上昇幅は限定的。

07年後半から日本の景気のパフォーマンスも上向き、さらに米国など世界経済が再び強まることで日銀による連続利上げの期待は高まり、長期金利の上昇ペースは早まるだろう。

図表6 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 11月の動き

12月初めの円ドルレートは115円台後半からのスタート。5日の水野審議委員、6日西村審議委員が相次いで利上げに前向きな発言を行ったことで6日に114円台をつける。8日には日本の7-9月期実質GDPと10月分機械受注が予想を下回る結果となり、米では11月雇用統計が市場予想を上回る堅調さが示され、さらに一部報道機関から「日銀年内追加利上げ見送り」との報道がなされると116円半ばまでドル買いが一気に進む。13日、米11月小売売上高が市場予想を上回り、15日の日銀短観が予想通りの内容で日銀の年内利上げ見送りを裏付ける内容と受け取られ、さらに15日の米11月CPIが予想を下回ると118円台に。19日事前予想通り日銀の政策決定会合で全員一致の現状維持となったが、会見で福井総裁が消費や物価に対して慎重な発言を行ったことで20日には118円前半に。22日には米11月個人消費と12月ミシガン大消費者信頼感指数が好調な内容を示したことで、米国の早期利下げ観測が弱まり118円後半にまでドルが買われた。26日発表の日本のCPIや家計調査では1月利上げの可能性は低いとの見方が強まり、119円前半までドル高が進む。年末も119円近辺での取引となった (図表7)。

### 当面の予想

円ドルレートは、一時的にドルの高値をトライする展開の可能性もある。しかし、日銀による連続利上げ期待は薄い一方で、米国では利下げ期待が高まるにつれ、ドル安・円高に市場が転換する可能性が高いと予想する。ただし、日本景気の本質も今後1、2四半期低調なものとなることや、日米絶対金利差の存在がドルサポート材料となり、大きく円高が進行することも抑えられよう。

## (ドルユーロレート)

### 10月の動き

11月初めのドルユーロレートは、1.32台前半でスタート。前月からのユーロ堅調相場は4日に1.336台をつける。その後ユーロ高への警戒感や米で強めの経済統計が発表されドル買いが進む。7日にECBは政策金利を3.5%に引き上げた後の会見で、トリシェ総裁が「政策金利はなお低水準」と言及しインフレリスクに警戒感を示すとユーロが買い進まれるが、8日にポールソン財務長官が「強いドルは国益」との発言を行うと再び1.32台にドルが戻す。

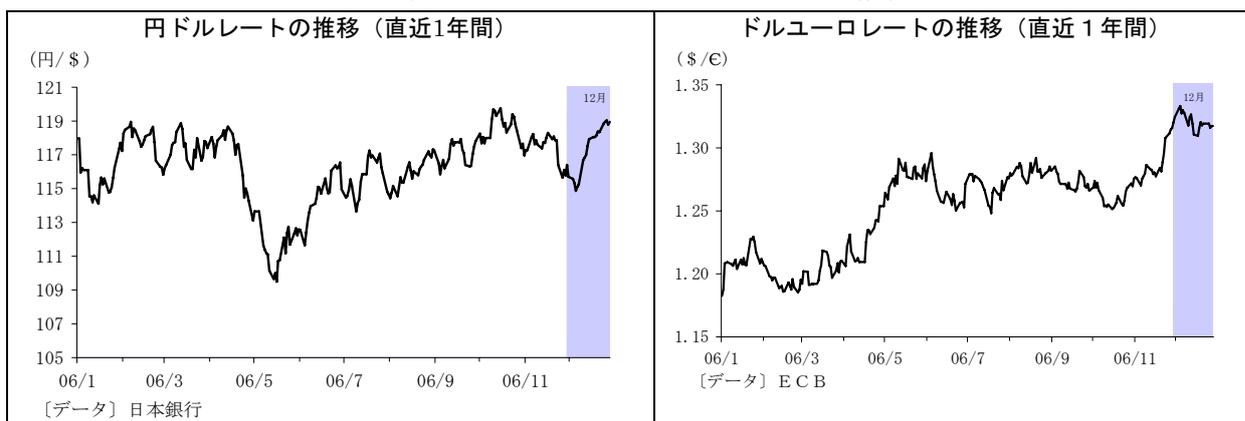
11日のグリーンズパンによるドル安発言、12日の好調な独12月ZEW指数を受け、ユーロの底堅い展開が続く。13日、米11月小売売上高が市場予想を上回り、逆に14日に米失業保険新規申請件数が市場予想を下回るとドル買いが先行し、15日には1.30台となる。

19日ドイツ12月IFO指数が16年ぶりの高水準となると1.32台までユーロが買われる。その後は米欧の強弱の統計に1.31台での推移が続いた (図表7)。

### 当面の予想

当面のドルユーロレートは、米国のソフトランディング期待が高まる一方で、過去のユーロ高の影響や利上げ効果、ドイツの増税などにより、07年入りのユーロ圏の景気減速が支配的になる中でユーロ堅調相場が一服すると予想する。ただし、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、さらにユーロ景気も大きな屈折はなく07年後半から回復に転じることから、ユーロ安も限定的にとどまる見込み。

図表7 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	
		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)	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	1.8	1.7	1.8	1.8	2.0	2.2	2.3
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.75	-
	10年金利 (平均)	4.9	4.6	4.6	4.5	4.4	4.5	-
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	-
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	-
円ドル	(平均)	116	118	115	110	105	105	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.29	1.29	1.27	1.26	1.26	1.26
円・ユーロ	(平均)	148	152	145	139	132	132	132