

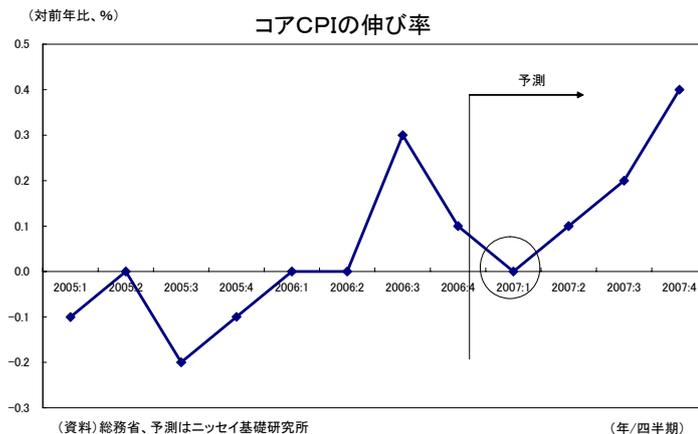
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～当面の注目は、4月の審議委員人事と展望レポート

1. 2月21日の決定会合で、無担保コールレートを0.25%から0.5%、補完貸付基準貸付金利を0.4%から0.75%への引き上げを8対1の賛成多数で決定した。反対1名は岩田副総裁で、97年の新日銀法のもとで初めて総裁・副総裁の議決が割れた。
2. 市場との対話がうまくいっていなかっただけに、利上げロジックの理解を市場が十分理解しているとは言いがたい状況。市場との対話再構築が日銀にとって急務。
3. 金融政策の当面の注目は、4月の2人の審議委員人事と4月27日の展望レポート。後任が岩田副総裁の意見に近い人選となった場合、政策判断で足元のCPIの動きをより重視する意見が強まる可能性あり。展望レポートでは、10月対比で消費者物価の低迷など経済・物価情勢が大きく乖離している。もう一度市場との対話をスムーズにするためにも、展望レポートの景気・物価情勢の見通しを示し、利上げロジックの再検討が必要。
4. 長期金利は、ボックス圏内の動きを基本としながらも、米長期金利の動きに左右される展開が続くと予想する。07年後半以降、賃金上昇の動きが緩やかに見えはじめ、日銀の追加利上げが少し早まるとの見方になれば、長期金利の上昇幅も拡大しよう。
5. 円ドルレートは、足もと世界同時株安の影響で円が少し戻しているが、ドル堅調の動きは当面続くだろう。ただし、米国のソフトランディング期待は高まっているとはいえ、成長鈍化の方向性には変わりなく、利下げ期待が払拭されたわけではないこと、また世界の通貨間では円の独歩安の状態となっていることで潜在的な円高圧力が高いことから、上値も限られよう。

単月で伸び率マイナスの可能性も



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：当面注目材料は、4月の審議委員人事と展望レポート (新日銀法の下で始めて割れた総裁・副総裁の議決)

2月21日の決定会合で、無担保コールレートを0.25%から0.5%、補完貸付基準貸付金利を0.4%から0.75%への引き上げを8対1の賛成多数で決定した(図表1)。昨年7月のゼロ金利解除以来、7ヶ月ぶりの利上げ。

反対1名は岩田副総裁で、97年の新日銀法のもとで初めて総裁・副総裁の議決が割れた。1月決定会合では、追加利上げ賛成が3人、反対が6人であったことから、この1ヶ月間で大きく勢力図が変わったことになる。

1月利上げ見送り後、2月15日の06年10-12月期のGDPが市場予想を大幅に上回る成長となったが、個別の経済統計では消費や物価はどちらかといえば弱めで、追加利上げの根拠とするには力不足だった。またこの先コアCPIがマイナスに転じるとの見方も強まっていた。

今回6人が賛成に回ったロジックや判断基準が市場にはうまく伝わっておらず、今後の利上げをスムーズに行うためにも、日銀にとって市場との対話が急務だろう。

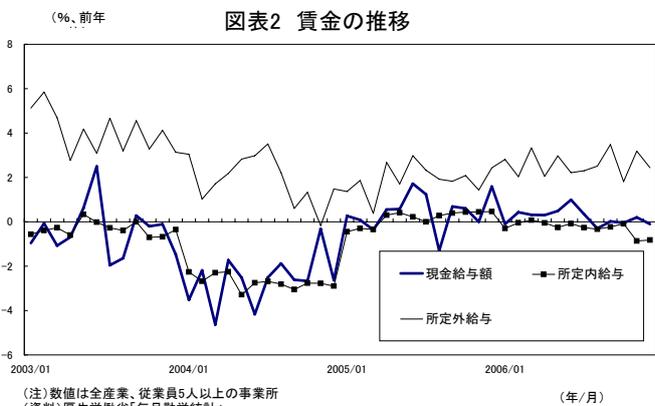
(図表1)日銀メンバーと直近会合での動向

氏名	経歴	任期	1月会合での利上げ支持、反対	2月会合での利上げ支持、反対
日本銀行総裁 福井 俊彦	日銀副総裁、富士通総研理事長	平成15. 3.20～平成20. 3.19	×	○
日本銀行副総裁 武藤 敏郎	財務省事務次官	平成15. 3.20～平成20. 3.19	×	○
日本銀行副総裁 岩田 一政	内閣府政策統括官	平成15. 3.20～平成20. 3.19	×	×
審議委員 須田 美矢子	学習院大教授	平成18. 4. 1～平成23. 3.31	○	○
審議委員 春 英彦	東京電力副社長	平成14. 4. 5～平成19. 4. 4	×	○
審議委員 福岡 年勝	三井物産副社長	平成14. 4. 5～平成19. 4. 4	×	○
審議委員 水野 温氏	外資系証券会社・チーフストラテジスト	平成16.12. 3～平成21.12. 2	○	○
審議委員 西村 清彦	東大大学院教授	平成17. 4. 8～平成22. 4. 7	×	○
審議委員 野田 忠男	みずほフィナンシャルグループ副社長	平成18. 6.17～平成23. 6.16	○	○

(次の利上げの市場コンセンサスは8、9月だが、)

次の利上げの市場コンセンサスは、①ゼロ金利解除からほぼ半年後に追加策が実施されている、②4月の統一地方選、7月の参議院選挙などの政治日程、③春先から夏場にかけて原油価格下落の影響を受け一時的にコアCPIがマイナスに転じる可能性が高い(表紙図表)、ことなどを踏まえ、8、9月との見方が多い。

今年からいよいよ団塊世代の引退が始まり、労働市場の需給逼迫がさらに進むとの見方は強い。確かに人材確保を急ぐ一部企業では初任給引き上げを行うなどの動きが出てはいるが、全体の賃金は弱い。足もと増加に転じるところが弱含みの推移となっている(図表2)。



そのため利上げの時期が市場コンセンサスよりも前倒しになるという可能性は、現時点では低いと考えていいだろう。

どちらかと言えば、①IT在庫の積み上がりが予想以上に続く、①賃金上昇がまったく見えてこない、②確率もだいぶ低下したとはいえ、米国の利下げの可能性も残される。FRBの金融政策については、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を今年いっぱいはいは現行の年5.25%に据え置くとの見方が市場コンセンサスとなっているが、消費が景気動向を左右する局面は続いていることから、消費の低迷という姿が強まってくれば再び利下げムードが高まる可能性はある。

それらを踏まえると、追加利上げの時期は夏場よりも遅れるリスクが高いという程度に現状考えている。10-12月期と現状では判断している。

（当面の注目、4月人事、展望レポート）

金融政策の当面の注目は2つ。まず、4月に退任予定の春審議委員と福間審議委員の後任人事（**前項図表1**）。2名とも2月の決定会合では福井総裁と連動し賛成に回っている。後任が岩田副総裁の意見に近い人選となった場合、ちょうどコアCPIがゼロ・マイナスとなる公算が高い時期でもあり、政策判断で足もとのCPIの動きをより重視する意見が強まるだろう。

もう一つの注目は、4月27日の展望レポート。10月の展望レポートから見れば、現状では消費者物価の低迷など経済・物価情勢が大きく乖離している（**図表3**）。もう一度市場との対話をスムーズにするためにも、展望レポートで景気・物価情勢の見通しをあらためて示し、さらに利上げのロジック（下記、第一の柱と第二の柱の位置づけ）を再検討する必要があるだろう。

当面考えられるシナリオは、消費者物価指数がゼロ・マイナスとなる中で、2月利上げの正当性に対する説明責任。その際第一の柱については先行き物価上昇（特に賃金上昇の時期とその可能性）の蓋然性、第二の柱については資産インフレの可能性（一部で見られているリート市場などが加熱していることとの判断、また3月末に出される公示価格をどう読むか）が高まっていることをどう判断するかが論点となってくる（**図表4**）。

その論点を示す展望レポートでは、筆者はおそらく「基本的見解」での文言は従来とさほど変わらないと予想しているが、「背景説明を含む全文」の中で、上記の論点について何らかのトーンなりニュアンスなりが示されるものと読んでいる。

（図表3） 政策委員の大勢見通し（2006年10月）

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2006年度	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
2007年度	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>



● **金融市場：日銀利上げ決定後は、長期金利低下、ドル買いの動きに**
(10年金利)

2月の動き

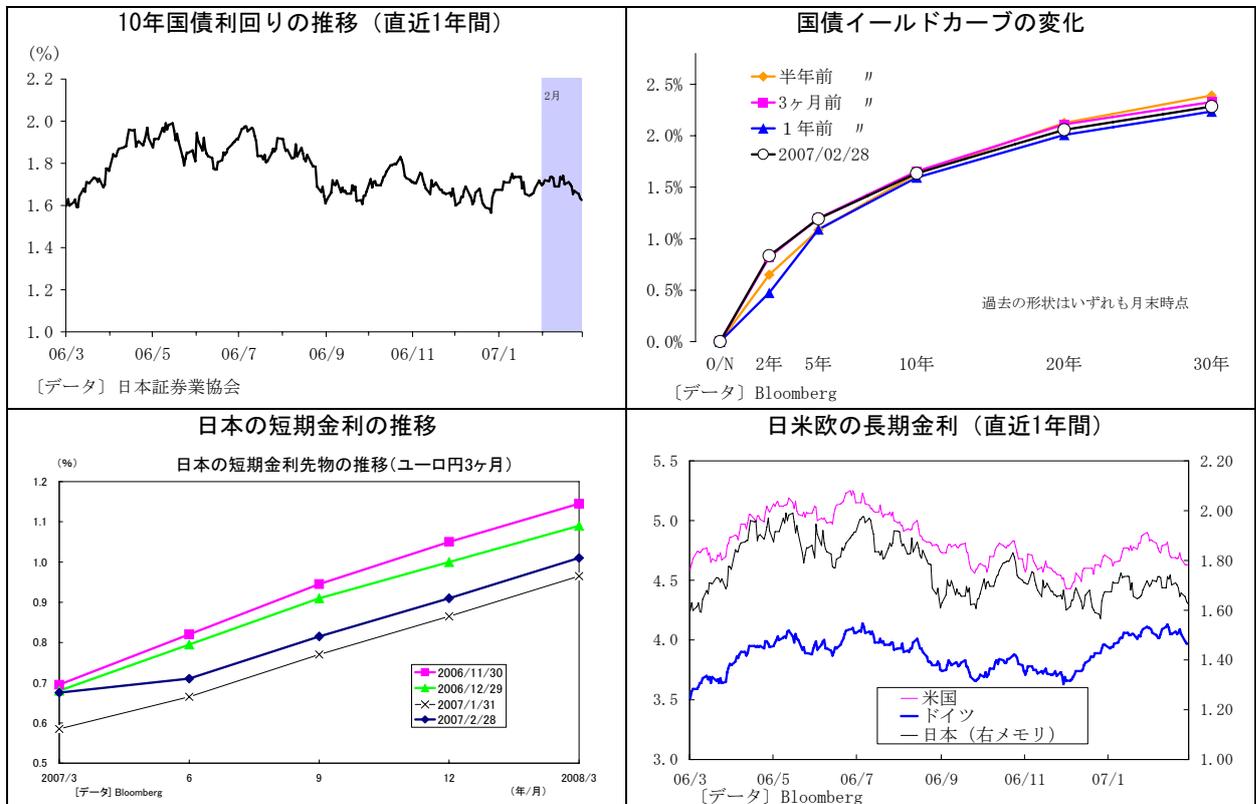
10年国債利回りは、2月初め1.7%前半でスタート。1月末に発表された統計は強弱両方あったが、それまで金利低下が優勢だっただけに、揺り戻しの動きから金利が月初より若干上昇し1.7%半ばに。しかし9日の12月機械受注統計が市場予想を下回ると、2月の追加利上げ観測が後退し、1.7%を割り込む。その後15日に06年10-12月期GDPが市場予想を大きく上回ると追加利上げ観測がやや高まり1.7%半ばまで上昇したが、米国金利の流れを受け20-21日の決定会合前には1.7%近辺に。決定会合後は、当面日銀の追加利上げなしとの見方が強い中、米国金利低下も続き1.6%前半に低下した (図表5)。

当面の予想

長期金利は、ボックス圏内での動きを基本としながらも、国内要因よりも米長期金利の動きに左右される展開が続くと予想する。

ただし、07年後半以降、景気低迷から景気回復ピッチが再び高まり、賃金上昇の動きが緩やかに見えはじめることで、現在市場を支配している日銀の追加利上げが半年に1回程度というゆっくりとしたペースとの見方から、少し早まるとの見方になり、長期金利の上昇幅も拡大しよう。

図表5 金利関係図表



(円ドルレート)

2月の動き

2月初めの円ドルレートは120円後半からのスタート。欧州から円安けん制発言が相次ぎ120円前半に若干円が戻したが、10, 11日のG7で円安への言及がなかったことで再び121円台半ばに。14日にバーナンキ議長の議会証言で利上げ警戒が弱まるとドル売りとなり、15日の日本GDPが市場予想を大きく上回ると120円割れとなる。15日米国では米鋳工業生産が下ぶれると119円前半まで円買いが進む。日銀決定会合前まで119円台での推移が続いたが、利上げ決定後は材料出尽くしで121円台までドル買戻しの動きに。その後、中東情勢の不透明感やサブプライム（信用力の低い個人）向け住宅ローンの貸し倒れ懸念などを背景に、米景気への弱気の見方が強まる中、27日の海外市場ではNYダウが大幅下げを記録し、ドル売りが一気に加速し、一時117円台と昨年12月以来約2カ月半ぶりの円高・ドル安水準を付けた。**(図表6)**。

当面の予想

円ドルレートは、足もと世界同時株安の影響で円が少し戻しているが、ドル堅調の動きは当面続くだろう。ただし、米国のソフトランディング期待は高まっているとはいえ、成長鈍化の方向性には変わりなく、利下げ期待が払拭されたわけではないこと、また世界の通貨間では円の独歩安の状態となっていることで潜在的な円高圧力が高いことなどから、上値も限られよう。

年後半以降は、①日銀の追加利上げ観測の高まり、②08年の大統領選挙を控え再び米国の対外不均衡問題が市場でテーマとなりはじめることもあり、円高基調に転じると予想。

(ドルユーロレート)

2月の動き

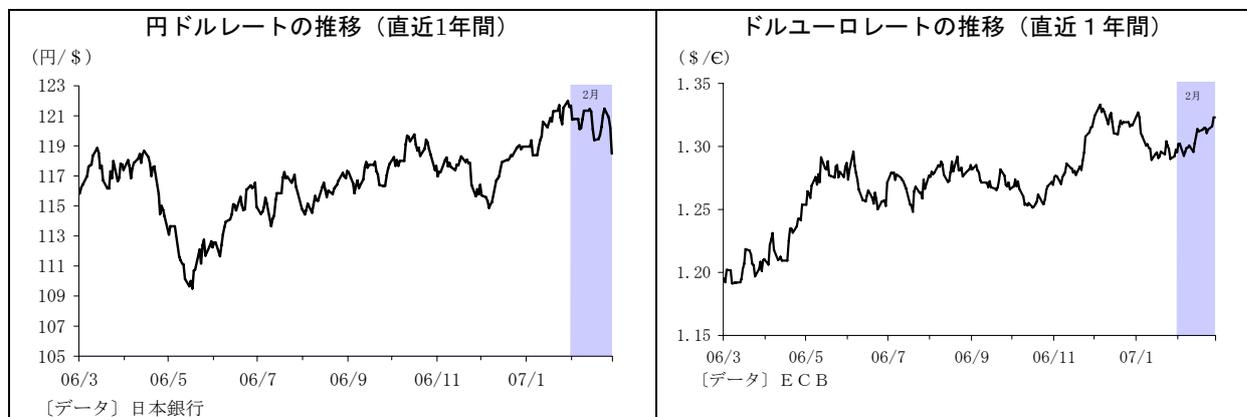
2月初めのドルユーロレートは、1.3近辺でスタート。G7を前に欧州各国から円安是正発言が相次ぎ1.29台後半まで円買いが進む。8日にECB理事会後のトリシェ総裁の会見で「strong vigilance」という言葉が使われ3月利上げが確実視され、市場ではさらなる利上げの可能性も意識される中、G7で円安への発言がなかった、さらに欧州で好調な経済統計が続いたことで1.31台に再び戻す。

その後1.31台での推移が続いたが、27日米国でダウが大幅安となりドルが売られると、対ユーロでも1.32台を付けた**(図表6)**。

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6 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	0.75	0.75
	10年金利 (平均)		1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	2.2	2.2
アメリカ	FFレート (期末)		5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00
	10年金利 (平均)		4.9	4.6	4.8	4.8	4.9	4.9	4.9
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	3.75
	10年金利 (平均)		4.0	3.8	4.0	4.0	3.9	3.9	4.0
円ドル	(平均)		116	118	119	118	115	115	110
ユーロ・ドル	(平均)		1.27	1.29	1.30	1.30	1.29	1.29	1.29
円・ユーロ	(平均)		148	152	156	153	148	148	142