

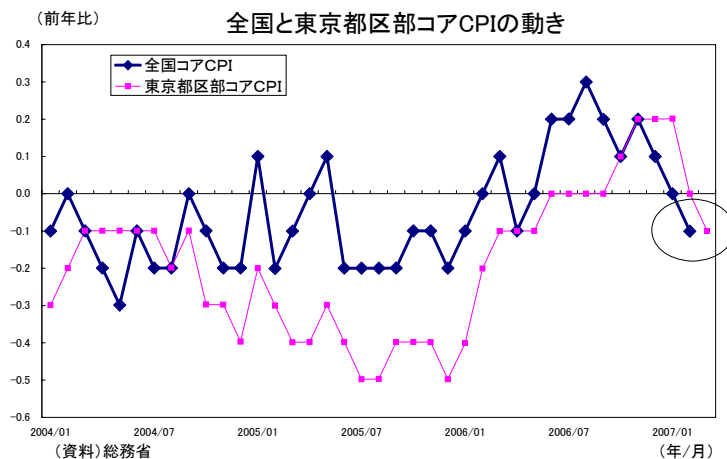
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（4月）～日銀は海外経済再拡大・コアCPI上昇まで動けず

1. 日銀は金利正常化を目指していても、①コアCPIがマイナス化、②先行きの米国経済への不透明感が高まっていることから、当面、現状維持を続けざるを得ない。
2. 追加利上げは早くとも海外経済が再び力強さを取り戻し、日本の景気・物価上昇率のトレンドが再び上向く秋口以降となる。
3. 4月27日に展望レポートが公表される。先行きの景気については「息の長い拡大を続ける」と前回10月展望レポートと同様の判断となり、2007,2008年度は2%前後の成長率、物価上昇率は緩やかに拡大するとの予測数値が示されると見込む。
4. 展望レポートでは日銀が資産価格の現状について、どのような判断を示してくるのが注目だ。追加利上げが予想される年後半は、コアCPIが低飛行を続けているため、第2の柱を今以上に強調する必要があるためだ。
5. 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、景気回復ピッチが高まり、物価が上昇トレンドに戻ることで長期金利の上昇幅も拡大しよう。
6. 円ドルレートは、日米景気ともしばらくは弱い中、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。ただし、年半ばにかけて米国では利下げに向かうとの見方が強まっている、また世界の主要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

10ヶ月ぶりにコアCPI前年比マイナスに



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：海外景気再拡大、コアCPIの上昇まで動けず

(物価マイナスへ、世界経済再拡大、国内景気・物価モメンタム上昇まで待ち)

日銀は金利正常化を目指していても、①コアCPIがマイナス転化、②先行きの米国経済への不透明感が高まっていることから、当面、現状維持を続けざるを得ない。

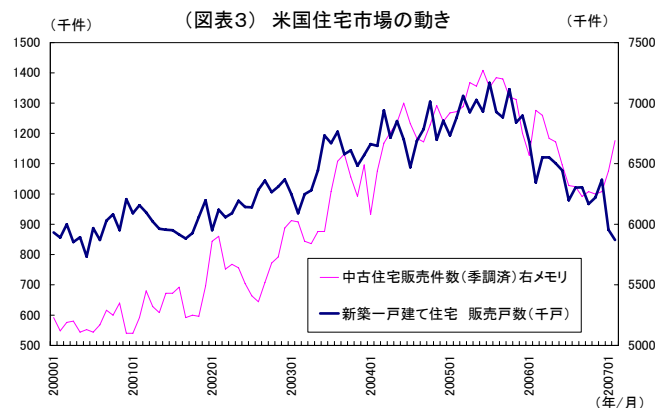
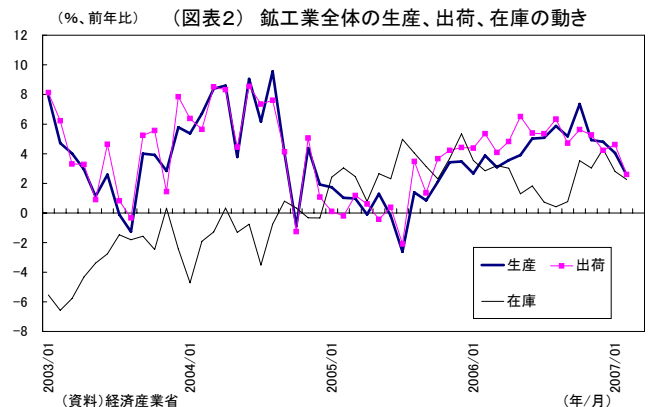
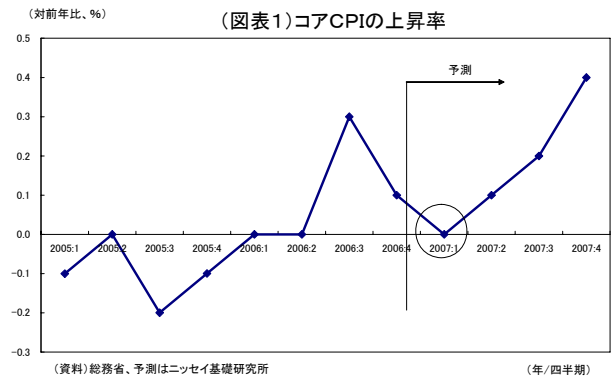
今後のコアCPIは、賃金上昇圧力が弱く、引き続き原油価格の影響を大きく受けざるを得ない。夏場まで昨年の原油価格の高騰の反動で、CPIは下押し圧力を受け続ける。このためコアCPIは秋口まではゼロ近辺での動きの可能性が高い(図表1)。

国内景気は、企業部門好調のメカニズムは順調に働いている。3月短観でも、2月末からの世界同時株安の中で調査実施されたため、業況判断は総じて悪化したが、07年度の企業計画では全産業全規模で増収増益、高水準の設備投資が維持される計画で企業部門の好調さが継続するとの内容であった。

ただし、1-3月期から夏場頃までは景気回復のモメンタムは一服しそうだ。IT分門の在庫増を背景に軽い生産調整に入りそうなためである(2007年1-3月期の鉱工業生産が6四半期ぶりの前期比マイナスの公算大)(図表2)。

消費に力強さが出てこない中で、生産調整が一時的なものにとどまるのかどうかは、海外経済、特に米国経済が再加速するかどうかにかかっている。

その米国経済は、1-3月期に入っても、住宅投資の冷え込みと、製造業を中心とした生産・在庫調整の動きが続いており、消費が米景気を支えている状況にある。足元ではサブプライムローン問題を発端に住宅市場の悪化による影響が最大のリスク要因として警戒されている(図表3)。



ただし、当研究所では今後も堅調な雇用増による雇用所得の伸びに支えられると見られることから、ソフトランディングが可能で07年後半から成長率が少しずつ高まってくるとの見方をとっている。

海外経済が07年後半から再拡大し、日本経済のモメンタムも07年後半から上向くと予想している。再利上げの時期は早くとも海外経済が再び力強さを取り戻し、日本の景気・物価上昇率のトレンドが再び上向く秋口以降となるだろう。筆者は、現時点では利上げ時期は10-12月期と予想している。

(展望レポート：景気拡大・物価上昇シナリオは維持)

4月27日に展望レポートが公表される。前回10月の展望レポート同様、先行きの景気については「息の長い拡大を続ける」、リスク要因としては「海外経済の動向」「企業の設備投資の一段の積極化」などが指摘されるだろう。また金融政策運営は「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」と、大きな変更はなく、同様の表現にとどまる見込み。

前回の昨年10月の展望レポートの2007年度予想との対比では、①実質GDPはほぼ同水準、②国内企業物価、消費者物価指数ともに下方修正となるだろう (図表4)。

今回新たに出される2008年度予想については、景気拡大・物価の緩やかな上昇シナリオを前提に、成長率は2%をやや上回る水準、消費者物価指数は0.7%程度(委員の中央値)が示されると予想している。

(図表4) 4月展望レポートの筆者予想と当研究所の経済見通し数値

対前年比、%、< >内は政策委員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)
2007年度	1.8~2.4 <2.1>	0.2~0.8 <0.5>	0.2~+0.5 <0.3>
2006年10月時点の見通し	1.9~2.4 <2.1>	1.1~1.5 <1.2>	0.4~0.5 <0.5>
2008年度	2.1~2.6 <2.3>	0.1~2.0 <1.0>	0.5~1.0 <0.7>
当研究所の見通し			
2007年度	1.8	-0.1	0.3
2008年度	2.0	0.1	0.6

筆者が今回展望レポートで注目しているのは、資産価格への記述である。前回は「設備投資の積極化」のリスクとして「都市を中心に地価の上昇地点が広範化してきていることなど、資産価格の動きも、民間需要を押し上げる方向に作用することが考えられる」との記述があった。

06年度より年2回の公表となった金融システムレポートでは、REIT市場について「J-REIT 価格指数は上昇テンポを速めている。金融システムの持続的な安定を実現していくため、不動産市場の先行きと、その金融システム面への影響を注意深くみていく必要がある」と分析している。

展望レポートでは、3月の地価公示の内容を踏まえて、日銀が資産価格の現状について、どのようなトーンを打ち出してくるのか、下期の利上げ「根拠」として資産価格の高騰をどれくらい強調してくるのかという点で注目している。

● **金融市場：世界同時株安の中、長期金利低下、ドル安に**
(10年金利)

3月の動き

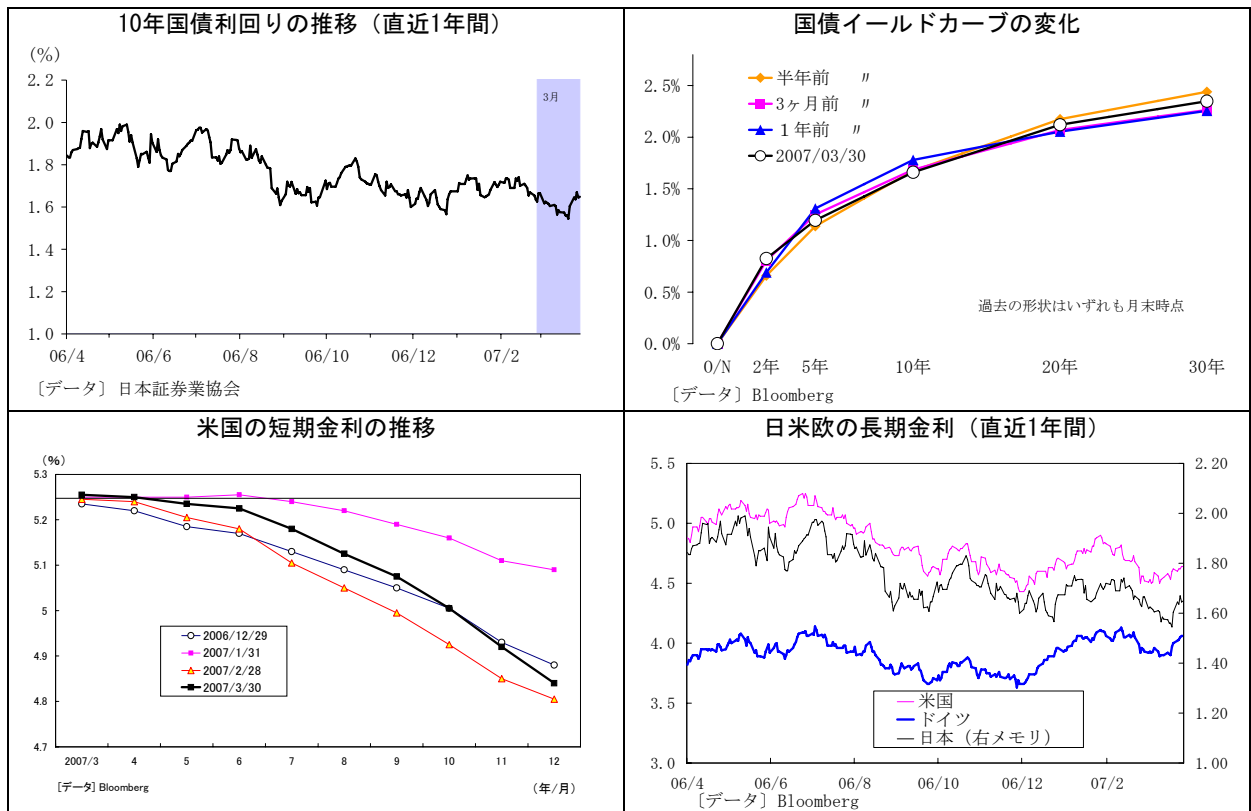
10年国債利回りは、3月初め1.6%半ばでスタート。株価が大きく動く中、1.6%前半でのみ合いの動きが中旬まで続く。14日に米株安・金利低下の流れを受け、日経平均株価が500円越す大幅な下げを示すと、長期金利も06年末の水準となる1.5%台後半に低下。その後も決算を控え債券の売りが控えられる中、21日にFOMC声明文で「追加的な金融引締め」の文言が削除されると米国長期金利の低下に連動し、22日には1.55%へ。ところが23日には米国経済統計の回復、円安も加速したことで1.6%まで一気に金利が上昇した。その後も金利強含みが続き1.6%半ばに。30日の2月全国コアCPIが前年比▲0.1%と10ヶ月ぶりにマイナスに転じたが、同時発表の家計調査が良好な内容となったことから、小幅な動きにとどまり月末1.65%で終わる (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。

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、物価が上昇トレンドに再び戻ることで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)

3月の動き

3月初めの円ドルレートは118円前半からのスタート。月初より、世界的な株安で円キャリー取引が解消されるとの思惑が高まり円高が進行。5日には3ヶ月ぶりの115円台前半に。その後、世界的に株価が持ち直す中、9日発表の米国雇用統計が堅調な内容とり、再びドルが買い戻され118円台に。その後再び、米住宅市場・米国景気への懸念が強まり、米国株が大幅な調整をすると、14日には116円を割り込む。15日には米経常赤字が市場予想よりも小さくなると117円台に。再び世界的に株価が落ち着きを取り戻すと、日米金利差に直目したドル買いに。19-20日の日銀の政策決定会合は現状据え置きは材料視されず、21日のFOMC声明文で「追加的な金融引締め」の文言がなくなるとの事前予想から円高が加速していたが、実際発表後は行き過ぎとの見方から逆にドルが買われる。2月の米中古住宅販売件数が市場予想を大きく上回るとドルが買われ118円近辺との動きとなった。26日は米新築住宅販売件数の減少、28日には米耐久財受注の下ぶれと株価下落で116円台を一時つける。バーナンキ議長の議会証言でインフレ警戒バイアスに言及されると再びドル買戻しに。29日には米1-3月期GDPの上方修正などが発表され円ドルレートは再び118円近辺に（[図表6](#)）。

当面の予想

円ドルレートは、日米景気ともしばらくは弱い中、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。ただし、年半ばにかけて米国では利下げに向かうとの見方が強まっている、また世界の主要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)

3月の動き

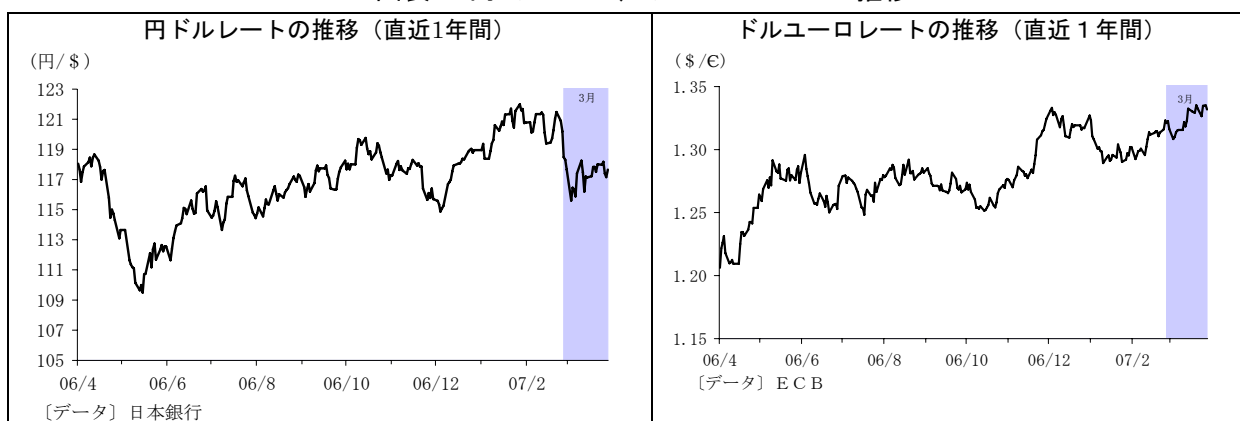
3月初めのドルユーロレートは、1.32台前半でスタート。月初は世界的な株安の中、ドル以上にユーロ売りとなり1.31を割り込む。しかし8日にECBは市場予想通り利上げを実施したが、追加利上げ期待が残ったことでユーロが若干戻し9日には1.315に。米国経済の先行き不安が高まる中、米国株が大幅下落するとユーロが買われ1.32台に。その後もドル安ユーロ高のトレンドが続き、21日のFOMC前には2005年3月以来となる1.341までユーロが買い進まれる。FOMCが発表後はユーロ高の行き過ぎとの見方から逆にドルが買われる。バーナンキ議長の議会証言、29日の米1-3月期GDPの上方修正などを材料に月末には1.33台半ばまでドルが戻している（[図表6](#)）。

当面の予想

ドルユーロレートは、①ユーロ金利先高感、②米国の景気減速懸念、からユーロ堅調の動きは

今しばらく継続。しかし、過去のユーロ高の影響や利上げ効果などにより、07年入りのユーロ圏の景気減速が支配的になり、年中央からはユーロ高の動きに修正が入り緩やかに弱含むと予想。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

		2007年				2008年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.7	1.8	1.9	2.2	2.2
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00
	10年金利 (平均)	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0
円ドル	(平均)	119	117	115	115	110
ユーロ・ドル	(平均)	1.31	1.30	1.29	1.29	1.29
円・ユーロ	(平均)	156	152	148	148	142