

Weekly
エコノミスト・
レター金融市場の動き(4月号)
～短観「企業の物価見通し」を読み解く

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (短観) 3月調査日銀短観から、「企業の物価見通し」の集計・公表が開始された。物価見通しの平均値は前年比で1.5%~1.7%という結果であった。日銀が掲げる2%の物価目標には届いていないものの、近い水準が示された形だ。ただし、回答分布を見ると、2%近いインフレ期待が企業に幅広く浸透しているとは言い難い面もある。また、物価見通しの上昇率に対して自社の販売価格見通しの上昇率が極めて低い点も気になる。企業がこのような状況を本当に想定しているのであれば、かなり悲観的な姿勢だと言わざるを得ない。日銀は「期待インフレ率の上昇を通じた投資活性化」を重視しているが、期待インフレ率が上がっても、企業が自社の販売価格を上げられないと思っているのであれば、採算悪化懸念から投資に慎重にならざるを得ないだろう。さらに、別の可能性としてバイアスにも注意が必要だ。日銀短観の別項目である「販売価格判断D.I.」と「仕入価格判断D.I.」には、従来かなり強いバイアスの存在がうかがわれる。従って、今回は単に「2%物価目標に近くて良かった」と手放しに評価は出来ない。
2. (日米欧金融政策) 3月の金融政策は、日欧で現状維持となったが、FRBが量的緩和の追加縮小を決定した。イエレンFRB議長は会見で量的緩和終了後、利上げに至るまでの期間について言及。会見を受けて利上げ前倒し観測がにわかに高まった。
3. (金融市場の動き) 3月はドル円が上昇、ユーロドルが横ばいとなり、長期金利はやや上昇した。米景気回復基調が強まることで、ドル円には一旦追い風が吹きそうだが、今後、消費税の影響が具体的に見えてくる時期になると、悲観と追加緩和観測で相場が不安定化しやすくなると見ている。ユーロドルは弱含み、長期金利は横ばいを予想。

物価全般の見通し(平均、前年比)

(%)

		1年後	3年後	5年後
全規模・全産業		1.5	1.7	1.7
大企業	製造業	1.1	1.3	1.3
	非製造業	1.1	1.3	1.2
中小企業	製造業	1.7	1.9	1.9
	非製造業	1.7	1.9	1.9

(資料)日本銀行

自社販売価格の見通し(平均、現状比)

(%)

		1年後	3年後	5年後
全規模・全産業		1.1	1.8	2.1
大企業	製造業	0.2	0.0	-0.3
	非製造業	0.9	1.3	1.5
中小企業	製造業	1.2	1.7	2.1
	非製造業	1.7	2.8	3.5

(資料)日本銀行

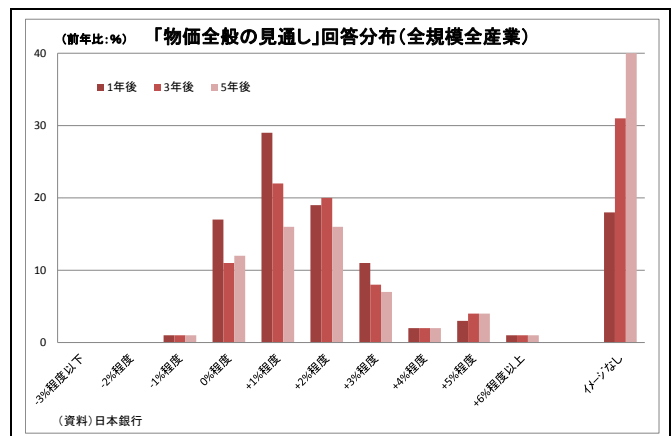
1. 短観：「企業の物価見通し」を読み解く

2014年3月調査日銀短観から、「企業の物価見通し」の集計・公表が開始された。企業が想定する1～5年後の物価全般の見通し（消費者物価をイメージ）に加え、自社製品・サービスの販売価格の見通しを調査したものだ（消費税など制度変更の影響は除く）。現行の異次元緩和は人々のインフレ期待に働きかけることを物価目標達成に向けた経路の一つとしているだけに、今回初めて示される企業の期待インフレ率への注目度は高かった。

（物価見通しの値はまずまず）

ふたを開けてみると、物価全般の見通し（以下、物価見通しと表記）の平均値（全規模・全産業）はそれぞれ前年比で1年後1.5%、3年後1.7%、5年後1.7%という結果であった（表紙表参照）。

筆者の第一印象としては、「思ったよりも高い」であった。日銀が掲げる2%の物価目標には届いていないものの、それに近い水準が示された形だ。



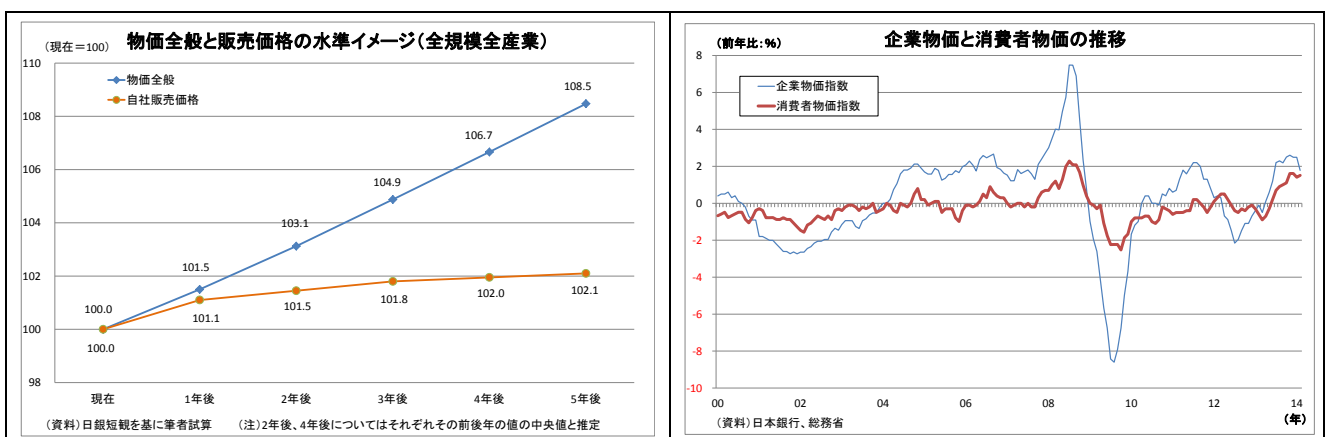
ただし、じっくり見ていると、2%近いインフレ期待が企業に幅広く浸透しているとは言い難い面も浮き彫りになってくる。

企業の回答割合の分布を見ると、「+2%程度」以上とする回答の割合は、1年後で36%、3年後で35%、5年後で30%に留まる。一方で、「イメージなし（殆どは不確実性大という理由）」の割合は1年後で18%、3年後で31%、5年後で40%に達する。つまり、5年後では一応1.7%という平均値が示されているものの、4割の企業が未回答になっているということだ。

（悲観的な姿勢を示している可能性あり）

また、物価見通しと自社の販売価格の見通し（以下、自社販売価格見通しと表記）とのギャップも著しい。自社販売価格見通しの平均値（全規模・全産業）は1年後1.1%、3年後1.8%、5年後2.1%という結果であったが（表紙表参照）、注意が必要なのは、これは物価見通しの基準である「前年比」ではなく「現状比」である点だ。

基準を合わせるべく、物価見通しの結果を前年比ベースから現状比ベースに変換して、自社販売価格見通しと比べてみたのが左下の図表だ（一部推定値を使用した筆者試算）。



その結果、両者の乖離は年を追うごとに広がり、5年後では物価が現状比で8.5%上がっているにもかかわらず、自社販売価格は2.1%しか上がっていないという構図になる。

一般的に「周りの物価は上がっても、自社の価格は上げられない」という状況になると、企業の採算性は悪化する可能性が高い。外部から仕入れる原材料等は上昇するが、販売価格に十分転嫁できないためだ。

実際、2000年以降の企業物価（企業間取引における物価）と消費者物価（消費者が購入する段階での物価）の動きを見ると、企業物価上昇局面では、企業物価上昇率に消費者物価上昇率が追いついていない。このギャップは企業の合理化努力か利益の減少で吸収せざるを得なかったということだ。

企業が今後についてもこのような状況を本当に想定しているのであれば、かなり悲観的な姿勢だと言わざるを得ない。日銀は「期待インフレ率の上昇が実質金利を押し下げ、投資が活性化する」という経路を重視しているが、期待インフレ率が上がっても、その際に企業が自社の販売価格を上げられないと思っているのであれば、採算悪化懸念から投資に慎重にならざるを得ないだろう。

（強いバイアスが存在する可能性も）

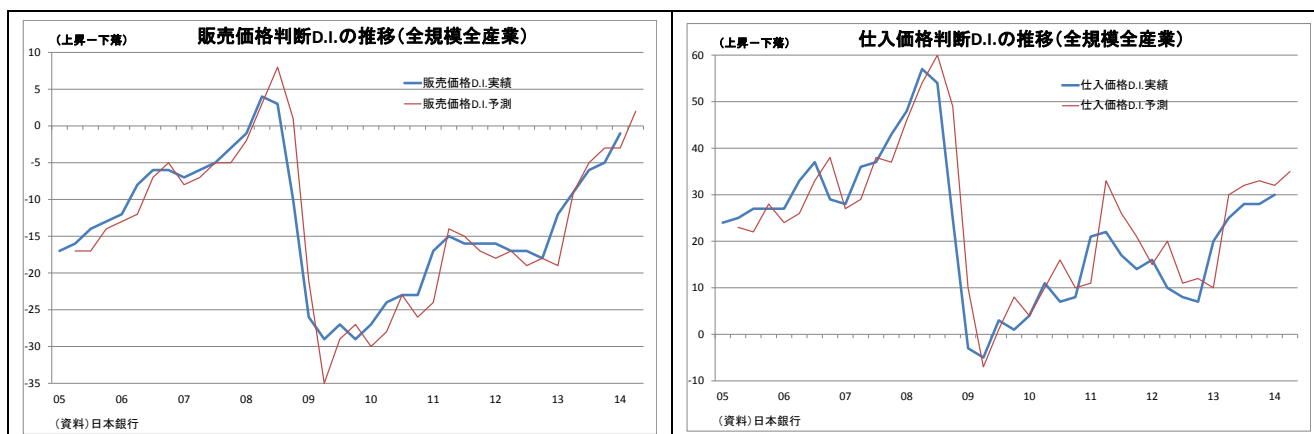
一方、物価見通しと自社販売価格見通しの乖離については、別の可能性も存在する。それはバイアス（統計のクセや偏り）の存在だ。

実際、日銀短観の別項目である「販売価格判断 D.I.」と「仕入価格判断 D.I.」を見ると、その存在がうかがわれる。

両 D.I. はそれぞれ3ヵ月前と比べて価格が「上昇した」とする回答の割合から「下落した」とする割合を控除したものだが、販売価格判断 D.I. は殆どの期間においてマイナス圏、すなわち「下落した」とする割合が優勢の状況だ。足元では消費者物価（総合）が前年比で1.5%のプラスにまで達しているにもかかわらず、直近の同 D.I. もまだマイナスだ。一方、仕入価格判断 D.I. の方は、これとは逆に殆どの期間においてプラス圏、すなわち「上昇した」とする割合が優勢の状況が続いている。つまり、両 D.I. を素直に読むと、仕入価格はずっと上昇し続ける一方で、販売価格は下落し続けていることになり、実態にそぐわない。

また、3ヵ月後の状況を問うた「予測」については、さらにその傾向が顕著だ。販売価格判断 D.I. では予測値が実績を下振れる一方、仕入価格判断 D.I. では上振れる傾向が強い。

このバイアスの理由は不明だが、今回の「企業の物価見通し」においても、仕入価格に影響を与える「物価見通し」は高めに、販売価格を示す「自社販売価格見通し」は低めに出ている可能性がある。



また、選択肢の設定が自社販売価格見通しの低迷に繋がった可能性もある。回答分布を見ると、どの期間を取っても「0%程度」が最大となっている。回答の選択肢が5%刻みと大きいため、多少の上昇を見込む企業も「0%程度」と回答した可能性がある。

以上、「企業の物価見通し」には企業の悲観的な姿勢を表している可能性や、強いバイアスが存在している可能性があるため、単に「2%物価目標に近くて良かった」と手放しに評価は出来ない。

ただし、今回は初回調査ということで評価が難しいことはもともと予想されていた。また、企業のインフレ期待に関するこれほど大規模な調査も他にはないという点で貴重な取り組みだ。今後、3ヵ月に一度の調査によるデータの蓄積によって、企業のインフレ期待についての分析が進むことは確実であり、より有意義な情報が提供されることになるだろう。

2. 日米欧金融政策(3月)：日米欧ともに現状維持、イエレン議長がデビュー

(日銀) 維持

日銀は3月10~11日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(全員一致)。引き続きマネタリーベースが年間60~70兆円に相当するペースで増加するよう、国債等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断については、「緩やかに回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見られている」と前月の判断を据え置いた。需要項目別の動向については、輸出を「横ばい圏内の動き」と前回の「持ち直し傾向」から下方修正。一方、設備投資を前回の「持ち直している」から「持ち直しが明確になっている」へ、鉱工業生産を「緩やかに増加している」から「伸びが幾分高まっている」へとそれぞれ上方修正している。

景気の先行きについても、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる」と前回の判断を踏襲。今後のリスク要因についても変化は無く、前回同様、白井委員が「国内の雇用・所得環境の改善ペース」も言及すべきとの理由で、反対したことが明らかになっている。

総裁会見にて異次元緩和から1年を控えての評価について質問を受けた黒田総裁は、「2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を着実に辿っている」と前向きに評価した。また、下振れリスクについても、「昨年来からみると）世界経済の下振れリスクは低下している」とし、悲観をうかがわせなかった。追加緩和については「調整の必要が出れば、当然、躊躇なく調整する」と従来のスタンスを繰り返すことで期待を繋ぐ一方で、「現時点で、金融政策を調整する必要があるとは思っていない」と、過度の期待を牽制した。

基本的にこれまで同様、自信を全面に出すことで期待に働きかけているとみられるが、いよいよ消費税率が引き上げとなり、黒田日銀は最大の難関を迎えることになる。

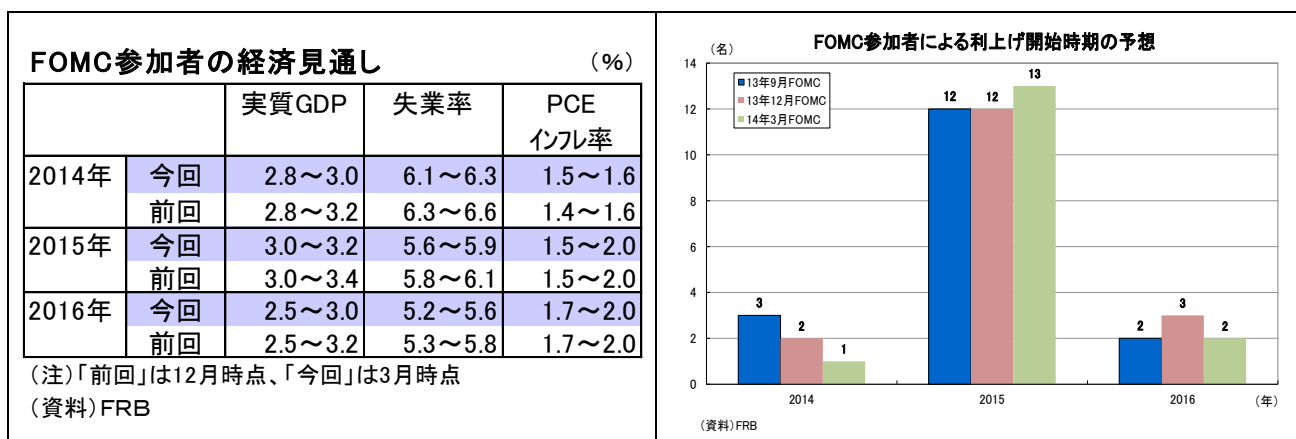
(FRB) 量的緩和の追加縮小を決定

FRBはイエレン新議長のデビュー戦にあたる3月18~19日のFOMC(連邦公開市場委員会)にお

いて、量的緩和策における資産買入れ規模の追加縮小を決定した。現行の月 650 億ドル（米国債 350 億ドル、MBS300 億ドル）の買入れ規模を、100 億ドル減額（米国債、MBS 各 50 億ドル減額）する。縮小は 12 月、1 月 FOMC に続き 3 回連続となるが、市場の事前予想通りであった。

また、今回は声明文において低金利の時間軸についての変更も行った。従来は「失業率が 6.5% を上回る（かつインフレ見通しが 2.5%以下）間は継続」とした上で、失業率 6.5% 接近を受けて「特に予想されるインフレ率が 2% の長期目標を下回る状態に留まるのであれば、相当の期間において FF 金利誘導目標（政策金利）を現行のレンジに維持することが適切になる」との方針を示していたが、今回数値基準を撤廃。雇用情勢や物価上昇圧力、インフレ期待、金融情勢など幅広い情報を考慮し、「特にインフレ率が長期目標である 2% を下回り、長期のインフレ期待が抑制されている限り、資産買入れプログラム終了後も相当の期間において現行の政策金利を維持するのが適当」とし、インフレ重視の姿勢が示された。

ちなみに、このガイダンスの修正は、「FOMC の政策意図が従来から変更されたことを意味しない」旨が併せて明記されている。



また、今回は 3 ヶ月に一度の FOMC 参加者による経済見通しも公表された。前回 12 月時点と比べ実質 GDP 成長率はやや下方修正となったが、失業率も下方（改善方向）に修正されている。インフレ率については、ほぼ前回から据え置きとなっている。

また、参加者による金融政策の見通しでは、利上げ開始時期こそ前回から殆ど変化ない内容となったが、15 年末の政策金利水準がやや上方にシフトした。

なお、注目されたイエレン議長の記者会見において、上記ガイダンスの「資産買入れプログラム終了後も相当の期間において現行の政策金利を維持するのが適当」との文中の「相当の期間」の長さについて質問があり、議長は「定義は難しいが、おそらく半年程度を意味しているだろう」と回答した。資産買入れの終了は市場のコンセンサスでは 14 年秋であるため、そこから半年となると、利上げは 15 年春ということになる。市場では 15 年後半の利上げを織り込んでいただけに、利上げ前倒し観測が高まることとなった。

このイエレン議長発言の解釈は実に難しく、明確な意図を持ったものなのか、言葉の一般論として挙げただけなのか、判然としない。実際、直後に FRB 要人から「単に市場の見方を反映しただけの可能性もある」との発言もあった。また、イエレン氏自身も 31 日の講演で低金利政策継続の必要性を強調しており、利上げ前倒し観測を牽制したフシがある。

3 月 FOMC は市場との対話に課題を残した形となり、引き続き、利上げに関する FRB 要人発言への

注目度が高い状況が続く。

(ECB) 維持

ECBは3月6日に開催された定例理事会において金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。その他の政策変更も無し。

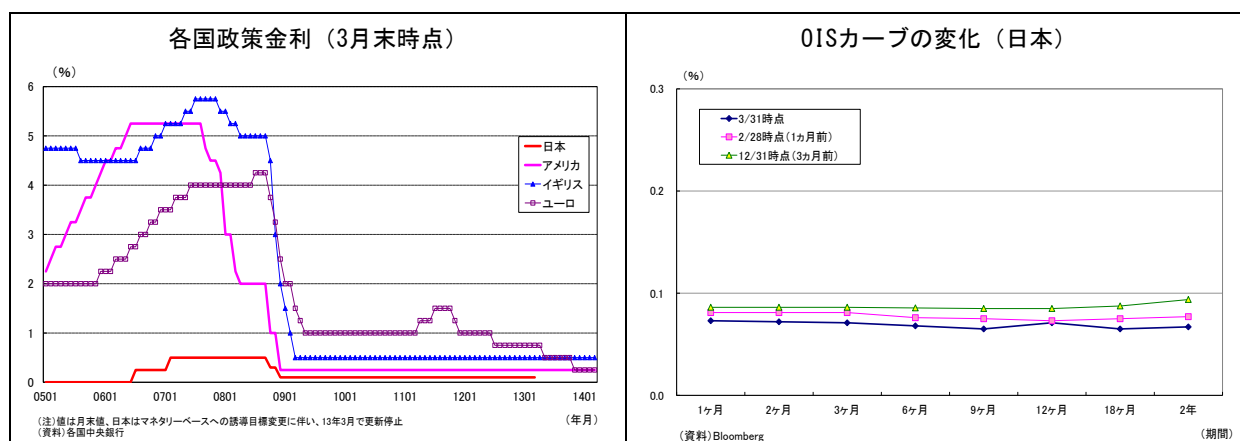
「政策金利を長期にわたり現状またはそれを下回る水準に維持する」としているフォワード・ガイダンスに関しても、前回の表現を維持している。

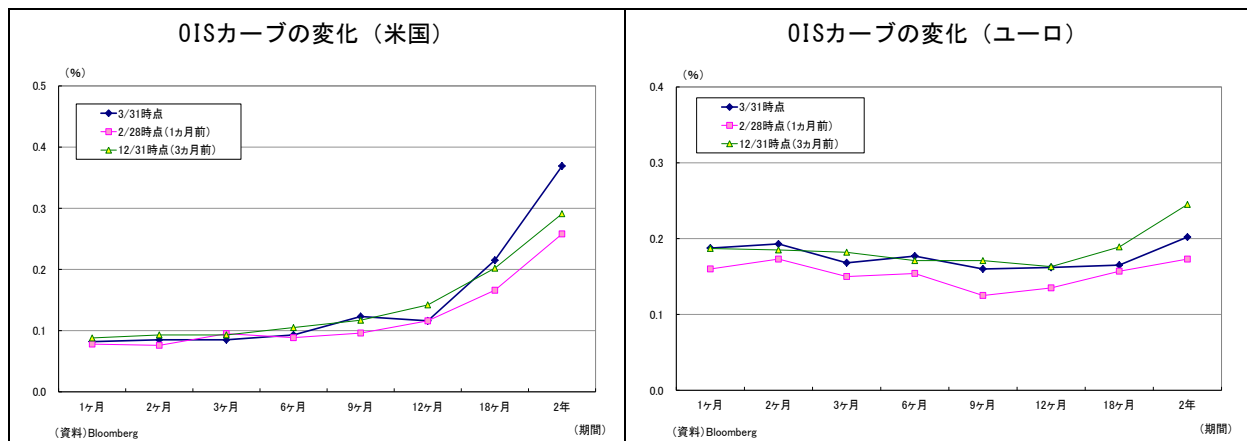
なお、今回は3カ月に一度の新しいマクロ経済予想が公表されたが、2014年分は成長率(1.1%→1.2%)、インフレ率(1.1%→1.0%)ともにわずかに修正されたのみ(15年分は変更無し)。初めて開示された16年分にかけて、ゆるやかな成長回復、物価上昇が見込まれている。

前回追加緩和を行わなかった理由として追加情報の必要性を挙げていただけに、総裁会見では今回緩和に踏み切らなかった理由を問われた。ドラギ総裁はその理由について、「全体的にみて、緩やかな景気回復の継続という我々の基本シナリオが確認できた」とし、根拠となる経済指標を列挙した。また、以前から追加緩和のトリガーとしている「中期インフレ見通しの悪化」と「好ましくない短期金利の上昇」が見られなかったことも理由に挙げた。

その後、今月に入り3日に開催された定例理事会でも、金融政策は現状維持となった。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。ただし、声明文には「理事会は低インフレ長期化リスクに対処するため、非伝統的手段も使うことを約束するという点で全員一致している」という一文が追加された。

また、ドラギ総裁は会見において、今回、量的緩和を含めた様々な緩和策が討議されたことを明らかにしている。





政策金利¹の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の 3 月末時点における利回り曲線を見ると、米国で顕著なスティープ化が起きている。特に 18 ヶ月ゾーン以降で金利水準の大幅上昇が見られ、3 月 FOMC でのイエレン発言により、利上げ前倒し観測が起きている。ユーロ圏も 2 月末時点から全体的にやや上方シフトしており、追加緩和観測の後退を反映している可能性がある。一方、日本については逆にわずかながらも全般的な下方シフトがみられ、追加緩和観測の高まりを示唆している可能性がある。

3. 金融市場(3月)の動き：円安ドル高、ユーロドル横ばい、金利はやや上昇

(10年国債利回り)

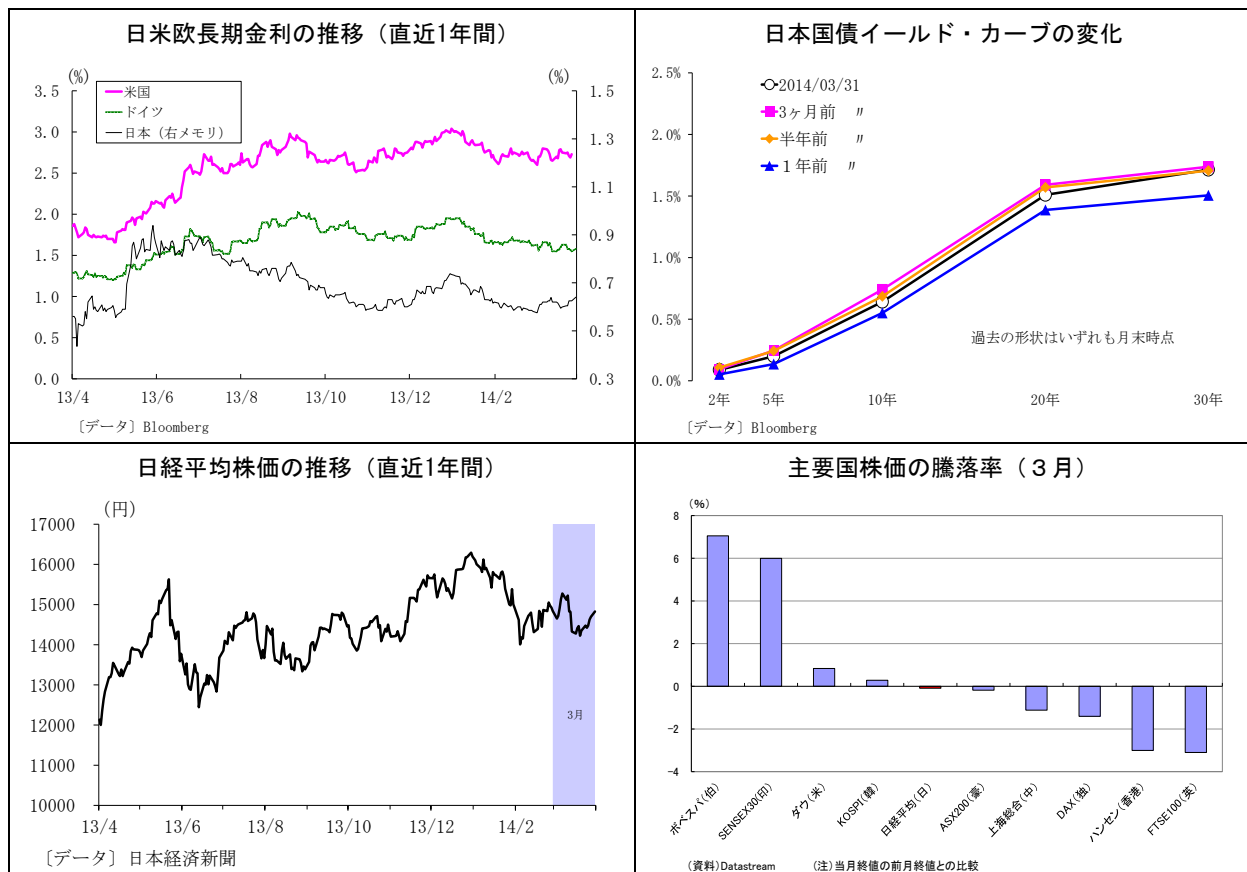
3月の動き 月初 0.5%台後半からスタートし、月末 0.6%台前半に。

月初、ウクライナ情勢への過度の警戒緩和に伴って 4 日に 0.6%台を回復、以降もじりじり金利水準を切り上げる展開に。さらに日銀国債買入れオペでの「10年超」減額を受けて、13 日には 0.6%台半ばに迫る。その後は再びウクライナ情勢の緊迫化を受けて低下基調に転じ、米 FOMC での利上げ早期化観測を受けた 20 日には株安から一時 0.6%を割り込む。以降しばらく 0.6%付近での推移が続いたが、日銀オペで需給の緩みが意識され、26 日には 0.6%台前半に上昇。月末にかけて同水準での推移が継続。

当面の予想

足元も 0.6%台前半で推移。今後は消費税増税による景気悪化への懸念が台頭しやすく、追加緩和観測も高まりやすいため、長期金利は低位で推移すると予想。最近では小康状態にあるが、新興国経済やウクライナ情勢への懸念が払拭されないことも金利上昇を抑制する。米金利上昇に伴って上昇圧力が高まる展開も予想されるが、本邦長期金利の上昇余地は限定的。一方、0.6%割り込んだ水準では高値警戒感が強まることから、当面は 0.6%台での膠着した推移を予想する。

¹ 日銀は 2013 年 4 月 4 日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。



（ドル円レート）

3月の動き 月初101円台前半からスタートし、月末102円台後半に。

月初、101円台前半でスタートした後、ウクライナ情勢への警戒が一旦緩み、5日には102円台前半に。米雇用回復期待も加わり、7日には103円台を回復した。その後11日にかけて103円台をキープしたが、ウクライナ情勢や中国経済への不安が再燃したことで12日には103円を割り込み、14日には101円台まで円高が進行。しばらく101円台での推移が続いた後、FOMCでの米利上げ早期化観測を受けて20日には102円台前半へと上昇。一進一退の推移を経た後、米経済指標の改善などを受けて、月末は102円台後半で着地。

当面の予想

足元は103円台後半へと水準を切り上げている。目先の焦点はやはり本日の3月米雇用統計となる。最近では寒波の影響剥落に伴って米経済指標の改善が目立っており、前月（17.5万人増）からの改善が期待できる状況。市場予想（20万人程度）に近い雇用増が示されれば、素直に好感してドル円は上昇するだろう。一方、明確に下振れた場合は、これまでのような「寒波の影響」という言い訳が使えないため、ドルは弱含む。ただし、日銀の追加緩和期待や本邦貿易赤字などから円も積極的に買いづらく、その際の円高余地も当面限定的と見る。今後、消費税の影響が具体的に見えてくる時期になると、悲観と追加緩和観測で相場が不安定化しやすくなると見ている。

（ユーロドルレート）

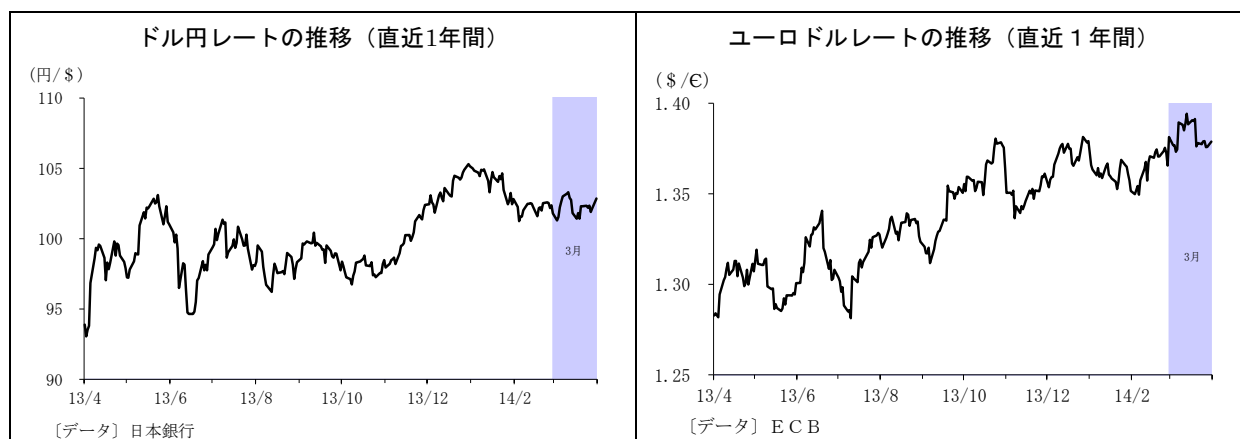
3月の動き 月初1.37ドル台後半からスタートし、月末も1.37ドル台後半に。

月初は1.37ドル台で小動きとなったが、ECB理事会で追加緩和が見送られたことを受けて、7日には1.38ドル台後半へと急伸。ユーロ圏の景気回復期待もあり、17日には1.39ドル台へと乗せる。以後しばらく1.39ドル台での高値推移が続いたが、FOMCを経て米利上げ前倒し観測が高まったこ

とに伴い、20日には1.37ドル台後半へと大幅に下落。以降はECB要人によるユーロ高牽制発言の動きもあって上値が抑えられ、月末も1.37ドル台後半で着地した。

当面の予想

昨日の量的緩和に触れたドラギ総裁会見を受けて追加緩和期待が高まり、足元は1.37ドル付近へと下落している。最近もユーロ圏の物価上昇率低下に歯止めはかかっておらず、緩和観測が高まりやすい状況がしばらく続きそう。ECBの金融政策は不透明感が強いものの、緩和縮小を粛々と進めるFRBとのコントラストは明確。目先は米雇用統計次第だが、寒波の影響剥落で米景気の回復基調が強まる可能性が高く、ユーロドルは今後弱含むと見ている。



金利・為替予測表 (2014年4月4日現在)

		2014年				2015年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	2.8	2.9	3.1	3.2	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2
ドル円	(平均)	103	103	105	107	108
ユーロドル	(平均)	1.37	1.36	1.34	1.32	1.32
ユーロ円	(平均)	141	140	141	141	143

(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証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。