



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～展望レポート：物価上昇幅拡大予想

1. 日銀は4月28日、展望レポートを公表した。2007年度にかけ息の長い景気回復が続き、物価は緩やかな上昇を続けるとの見通しを示した。将来の物価上昇圧力のトーンが強くなり、日銀の中長期的なリスク意識はかなり物価上昇へのバイアスがあることを印象付ける内容となっている。
2. 当座預金残高の削減中（6月末頃までに）、米国景気の減速や円高進行が本格化しなければ、夏場に（中間レビューがなされる7月13～14日、または8月10～11日のいずれかに）、ゼロ金利解除を模索することになりそうだ。
3. 当面、長期金利は少し広めのレンジでの横ばい推移を予想する。早期利上げ、年内の追加利上げ観測は金利上昇要因となるが、株軟調、円高基調など金利低下圧力も一方で存在し、上昇・低下両要因に振られるボラタイルな展開となろう。
4. 当面、円ドルレートは、徐々にレンジが円高になっていく展開を予想する。米国の不均衡問題に焦点が当たり始め、さらに米国の利上げ休止が織り込まれ始めていることでドル安円高圧力は強いが、絶対金利差が、ドル安のスピード調整を果たすことが期待できる。ただし、市場が今後の米国経済の鈍化・利下げを織り込みに入ると円高ピッチは速まる。そのシナリオの発現率は高まっていることは要注意だ。

政策委員の大勢見通し

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)
2006年度	+2.1～+3.0 <+2.4>	+1.4～+1.8 <+1.5>	+0.6～+0.6 <+0.6>
2007年度	+1.8～+2.4 <+2.0>	+0.8～+1.1 <+1.0>	+0.7～+0.9 <+0.8>

(注1) 2005年度の実質GDPの「実績」については、1～3月期の計数を前期比横這いと仮定して計算した推定値。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

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＞

● 展望レポート：物価上昇リスクを強調、7-8月に解除模索に

日銀は28日、展望レポートを公表した。2007年度実質GDPは、政策委員見通しの中央値でプラス2.0%、コアCPIはプラス0.8%と、息の長い景気回復が続き、物価は緩やかな上昇を続けるとの見通しを示した（**図表1**）。

今回の展望レポートの最大の注目点は、ゼロ金利解除の時期に対して明確な言及があるかだったが、展望レポート中には時期の明記はなかった。決定会合終了後の記者会見でも「自然と、金利を調整したほうがより望ましい経済の運行パスを確保できるという判断にいつの日か至るだろう」と将来の解除の可能性に言及するにとどまっている。

ただし、今回の展望レポートでは将来の物価上昇圧力のトーンが強くており（例えば、第二の柱で「中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」など明らかに物価上昇のバイアスが見て取れる）、日銀は早期にゼロ金利解除に向かう見込み。当座預金残高の削減中（6月末頃までに）、米国景気の急速な減速や円高進行が本格化しなければ、夏場（中間レビューがなされる7月13.14日、または8月10.11日のどちらか）、ゼロ金利解除を模索することになりそうだ。

図表1 政策委員の大勢見通し

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)
2006年度	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
2007年度	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

（注1） 2005年度の実質GDPの「実績」については、1~3月期の計数を前期比横這いと仮定して計算した推定値。

（注2） 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

（経済・物価情勢の見通し：息の長い景気拡大、緩やかな物価上昇がメインシナリオ）

経済の見通しについては、足もと着実に回復を続けているとの判断のもと、2005年度については、昨年10月の展望レポートよりも上振れしているとの見方。足もとのマクロ的な需給ギャップはゼロ近傍にあるとみられるとの判断を示した。2006, 2007年度については、「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。」とされた。

ただし成長率の水準については、成熟段階に入っていくため「2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高い。」としている。こ

のシナリオの前提として①海外経済の拡大、②企業の好調継続、③企業から家計部門への波及がより明確、④極めて緩和的な金融環境の4つが挙げられている。

物価の見通しについては、昨年10月の展望レポートに沿った動きとの判断が示されている。コアCPIの先行きについては、①資源の稼働率の高まり、②景気の成熟化に伴って、生産性の上昇率も減速すると考えられることから、ユニット・レーバー・コストは下げ止まりから若干の上昇に転じていく、③企業や家計などの物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、徐々に上方修正されている、などから前年比のプラス幅は次第に拡大し、2006年度は0%台半ば、2007年度は1%弱の伸び率となるとの見方を示している。

前回の10月の展望レポートでは予測の前提として先行きの金融政策運営については「不変」とされていた。しかし今回から現在「市場に織り込まれている政策パス」を前提に、数値の見通しが行われている。

市場では、年度内2回程度の引き上げ（0.25%の引き上げを2回、年度末0.5%）を織り込んでおり、この条件（景気・物価に対して横置き前提よりも、引締めの）でも2006年度の経済、物価見通しが前回10月よりも上昇修正されていることは注意が必要だ。

（上振れ・下振れ要因）

経済のリスク要因として、①海外経済の動向、②在庫調整の可能性、③企業の投資行動の一段の積極化が示された。

海外経済については、米国が下振れリスクとし、また中国が上振れリスクとの認識。在庫調整はIT関連。企業の投資行動については、メインシナリオとしては設備投資が減速する見込みだが、企業の投資行動の積極化に伴い、成長率が上振れし、資本ストックの過剰な積み上がりの生じるリスクが指摘されている。

また物価については、上振れのリスクとして需給ギャップのプラス転化、上振れ・下振れ両方の可能性があるリスクとして商品市況の動向、潜在成長率の上昇の影響の2つが指摘されている。

（金融政策運営：中長期的な物価上昇リスクを明記）

○第1、第2の柱

先行き1年から2年の経済・物価情勢について蓋然性が高いとする見通しを点検する第一の柱では、「わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される」と息の長い景気拡張、緩やかな物価上昇という3月の解除時点と同様のメインシナリオが示されている。

長期的な視点からのリスク要因の点検を示す第二の柱では、物価が上振れ・下振れの両方のリスクが併記されているが、3月解除時点では「中長期的にみると経済活動の振幅が大きくなるリスクには、留意する必要がある。」とされた判断に「経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある。」と物価上昇のリスクが追記されており、

今回需給ギャップのゼロ近傍判断とあわせて、日銀の中長期的なリスク意識はかなり物価上昇へのバイアスがあることを印象付ける内容となっている。

第一の柱	第二の柱
<p>内需と外需のバランスがとれた景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給ギャップが緩やかに需要超過に転化し、ユニット・レーバ・コストからの下押し圧力が減じていくもとで、2007年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想される。このように、<u>わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。</u></p>	<p>企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べ好転している状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。その場合には、現在、需給ギャップの水準がゼロ近傍にあることから、中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなり、<u>ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある。</u>一方、経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が発生するリスクは小さくなっていると考えられる。</p>

○金融政策運営：緩やかな政策変更を改めて強調

当面の政策運営は、3月の量的金融緩和解除後と同様に、「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」と緩やかな政策変更にとどまることを強調する内容となっている。

今回展望レポート	3月解除時点で示された内容
<p>無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、<u>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。</u>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。</p>	<p>無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うことになる。この場合、前述のようなリスクが抑制されるのであれば、すなわち、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、<u>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考えている。</u></p>

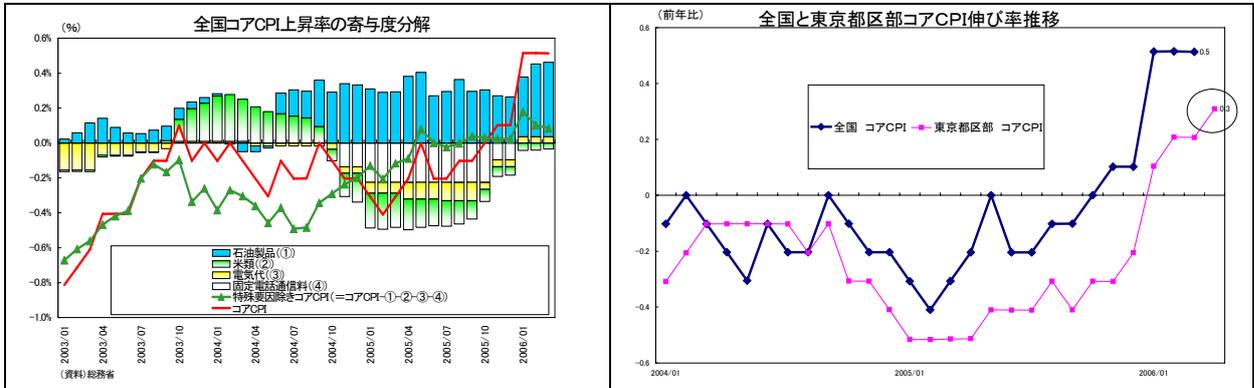
● 金融政策

(サービス価格の上昇から全国4月コアCPIの上昇率が落ちない可能性高まる)

4月28日に3月コアCPIが発表され、3カ月連続で、前年比0.5%の伸び率となった(図表2 左)。また同日発表された4月の東京都区部のコアCPIは、前年比0.3%と3月分0.2%から上昇率が高まった。4月分の東京都区部については、大手電力会社の電気料金値下げ、診療報酬の値下げなどの物価押し下げ要因があるため伸び率が低下するのではとの見方もあったが、ここにきて強まっているサービス価格の上昇がそのマイナスを上回り伸び率がアップした。

全国と東京都区部ではCPI計算の構成ウェイトが違うため、単純には言えないが、全国のコアCPIが4月以降、サービス価格の上昇などを背景に前年比伸び率が落ちない可能性が高まったことは事実。4月分コアCPI(全国)の前年比の伸び率が落ちないということになれば、8月の基準改定で0.2-0.3%の低下要因があってもコアCPIのプラス維持は確実となり、夏場にかけてのゼロ金利解除を側面支援しそうな材料となる(図表2 右)。

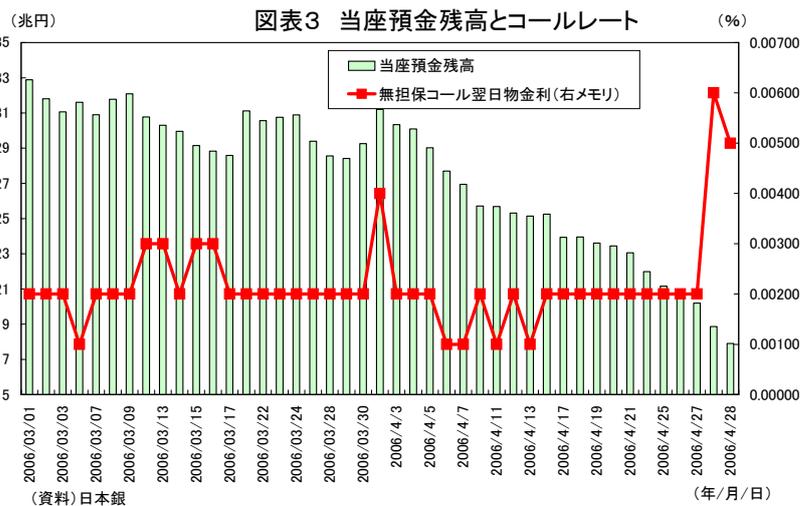
(図表2 全国コアCPI上昇率の寄与度分解と全国、東京都都区部コアCPIの推移)



(機能回復し始める短期市場：ロンバート貸出急増)

日銀は4月に入って、期日を迎えた手形などに対して追加供給を控え込みながら短期金利が急上昇しないペースで残高削減を進めている。4月末で19兆円と量的金融緩和解除から10兆円以上削減達成。6月末をメドに混乱なく、所要準備(約6兆円)をやや上回る水準に削減が進められる見込み(図表3)。

短期市場ではロンバート貸出が急増している。ロンバート貸出残高は、量的金融緩和解除前の2月には約60億円の残高しかなかったが、3月には2000億円を超える金額に急増している。少額の資金を一晩だけ借りて返済する「試し借り」が多く各銀行とも短期市場の取引、資金調達の予行練習を開始した模様。短期市場では少しずつ機能の回復が始まっているようだ。



● 金融市場：長期金利は6年ぶりの2%、為替はG7をきっかけにドル安に

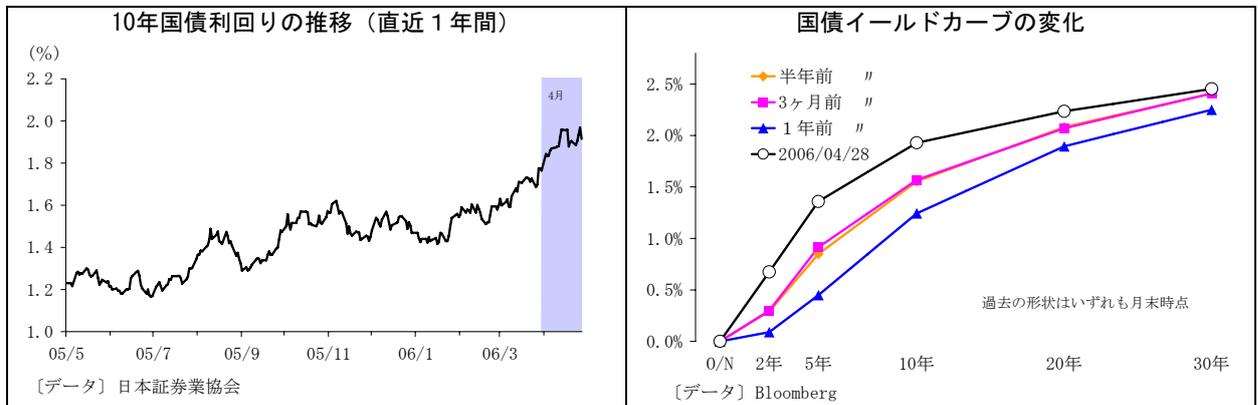
(10年金利)

4月の長期金利は、株価上昇や米国の長期金利上昇を受け、一時約6年ぶりに2%をつけた。

4/3日の短観が景気回復を示す内容だったこと、株価が連日好調なこと、4/4日の10年国債入札を控えヘッジの売りが大量に出て、4/3日は2004年8月以来の1.84%に上昇した。その後も金利上昇が続き13日に米国の10年利回りが5%に上昇すると、翌14日には1.94%に。谷垣財務大臣などから相次いで金利上昇のけん制発言が行われ、金利上昇が一服する場面もあったが、18日には30年債入札が不調に終わるとの観測から、1999年8月以来の2%に一時上昇した。その後18日にFOMC議事録(3/27.28日分)で「引締め局面は終了に近づいているようだ」と大半のメンバーは考えた」とされると、米国長期金利は5%を割り込み、日本の長期金利もそれを受ける形で低下し、翌19日には1.88%に。米の強めの経済統計で再び米長期金利が再び5%にのせると、20日には再び日本の10年金利が1.96%まで急上昇した。月末にかけては、日本の株価が軟調、円高が進行し1.9%台前半での推移となった(図表4)。

当面、長期金利は少し広めのレンジでの横ばい推移を予想する。早期利上げ、年内の追加利上げ観測は金利上昇要因となるが、株軟調、円高基調など金利低下圧力も一方で存在する。米国金利が為替、株価に大きく影響し、それを見て長期金利が動く展開が続くため、かなりボラタイルな展開となるだろう。当面1~2カ月は1.8-2.0%のレンジを予想する。

図表4 10年国債利回りの推移とイールドの変化



(円ドルレート)

4月の円ドルレートは、中旬まで117-118円とドル堅調の推移が続いたが、21日のG7をきっかけにドル安が進展し、月末には113円台となる。

月初から、基本的には米国の追加利上げ期待、日本のゼロ金利長期化見通しから117-118円台のドル堅調の推移が続く。18日にFOMC議事録(3/27.28日分)公表で早期利上げ打ち止め観測が強まりドルがやや弱含み始めた。そこに21日G7で対外不均衡の声明が出されドル安に拍車がかかり、24日には114円台に。27日には中国人民元が1年半ぶりの利上げを実施しボラタイルな動きをした

後、バーナンキFRB議長が議会証言で利上げ休止の可能性に言及、28日に日銀の展望レポートで06年度の消費者物価指数が上方修正されると、日米金利差が急速に縮小するとの思惑が一気に高まり、年初来の安値に接近する113円半ばまで円高ドル安が一気に進む（図表5）。

当面の円ドルレートは、円高に大きく振れるリスクを抱えながら、徐々にレンジが円高となっていく展開を予想する。米国の不均衡問題に焦点が当たり始め、さらに米国の利上げ休止が織り込まれ始めていることでドル安・円高圧力は高いが、絶対的な金利差がある程度ドル安のスピード調整を果たすだろう。

ただ、市場が今後の米国経済の鈍化・利下げを織り込みに行くと円高ピッチは速まろう（当研究所では2006年後半には米国経済が潜在成長（2.5-3.0%）への鈍化にとどまり追加利下げは即座に必要なしとの見通しから上記の急ピッチの円高シナリオはリスクシナリオとしての位置づけ）。当面1～2カ月の予想レンジは105-118円。

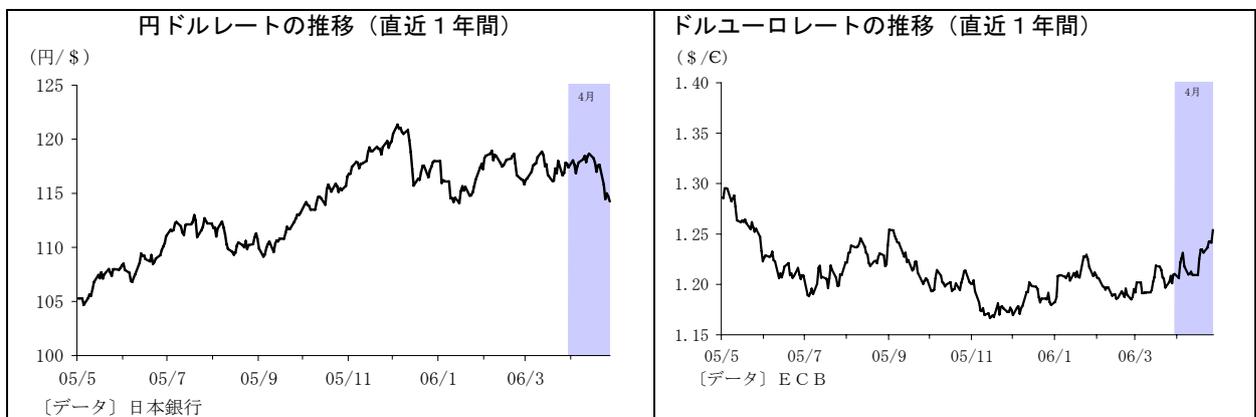
（ユーロドルレート）

4月のユーロドルレートも、中旬以降、ドル安が一気に進展し、月末には1.25ドルまでドル安ユーロ高となった。

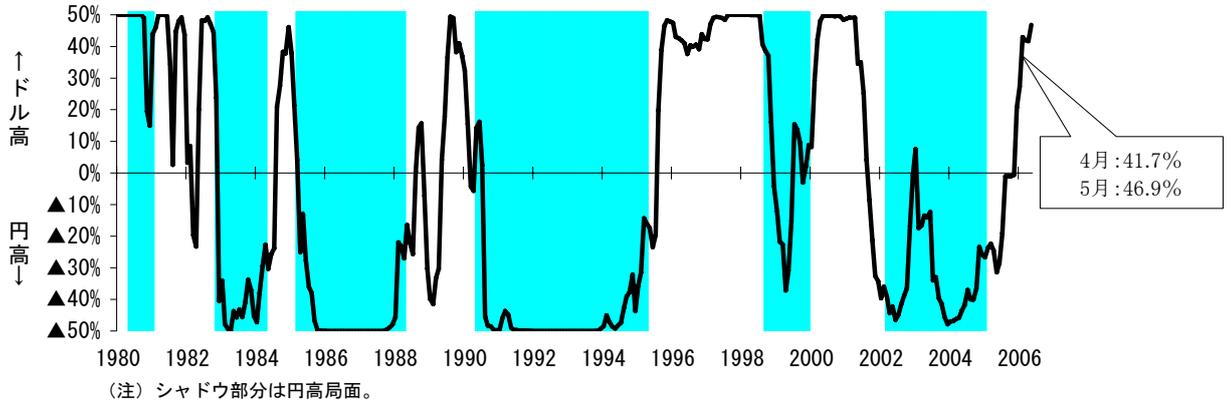
月初、良好な経済発表を受けたユーロ金利先高観で1.23ドルまでユーロ高が進む。ECB総裁が5月の利上げを否定し、米国では雇用統計（4/7）が良好だったことから1.21での推移がしばらく続く。その後ドル円レート相場と同様に、米国の対外不均衡問題がG7でクローズアップされ、米国の追加利上げ観測が急速にしばむと、ユーロ高が急速に進展し、月末は1.25ドル台に（図表5）。

市場ではユーロの利上げが6月、9月の2回+ α 実施されるとの見方になっている。しかし年度後半米国経済の鈍化やユーロ高の進展で実際には6月の利上げのみで終了する可能性が高い。このため足もと進んでいるユーロ高は夏場以降修正されると見ている。ただし当面、ユーロドルレートはドルの利上げ休止を織り込みに行きユーロ堅調の地合が続こう。当面1～2カ月の予想レンジは1.21-1.28。

図表5 円ドルレート、ドルユーロレートの推移（1カ月と1年）



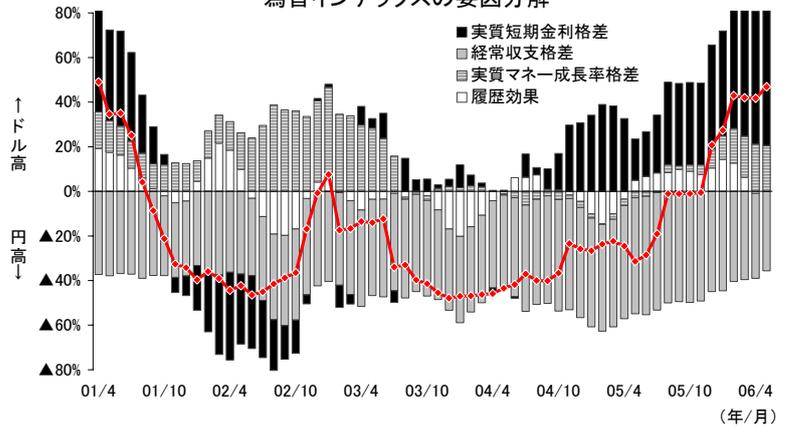
● 為替インデックス（ドル円）：5月は 46.9%のドル高サイン



為替インデックス(過去1年分)

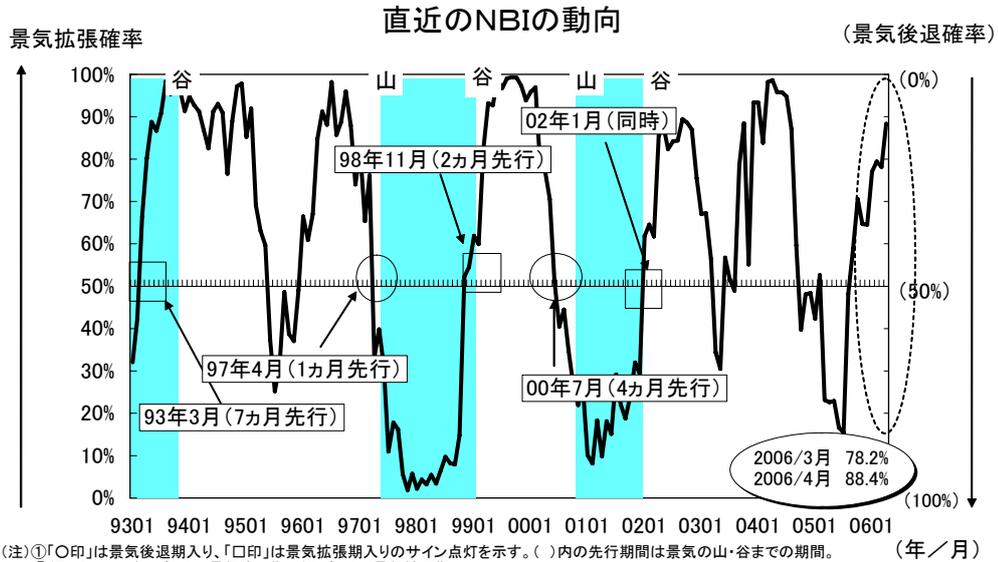
2005年5月	-31.4%
2005年6月	-28.5%
2005年7月	-19.1%
2005年8月	-1.0%
2005年9月	-1.1%
2005年10月	-1.0%
2005年11月	-0.6%
2005年12月	20.7%
2006年1月	27.4%
2006年2月	42.9%
2006年3月	42.0%
2006年4月	41.7%
2006年5月	46.9%

為替インデックスの要因分解



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）～3月：78.2%、4月（予測値）：88.4%



	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI) 水準	月次GDP		為替インデックス 水準
		水準(10億円)	前期比	
05/4	22.6%	539,345	0.3%	-24.5%
05/5	22.9%	537,734	▲0.3%	-31.4%
05/6	16.6%	540,327	0.5%	-28.5%
05/7	15.5%	537,057	▲0.6%	-19.1%
05/8	48.2%	540,493	0.6%	-1.0%
05/9	58.9%	542,610	0.4%	-1.1%
05/10	70.6%	544,060	0.3%	-1.0%
05/11	64.6%	547,108	0.6%	-0.6%
05/12	64.5%	551,767	0.9%	20.7%
06/1	77.0%	548,888	▲0.5%	27.4%
06/2	79.4%	551,516	0.5%	42.9%
06/3	78.2%	549,896	▲0.3%	42.0%
06/4 (予測値)	88.4%			41.7%
06/5				46.9%

(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もない遡及改定(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4月28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)