

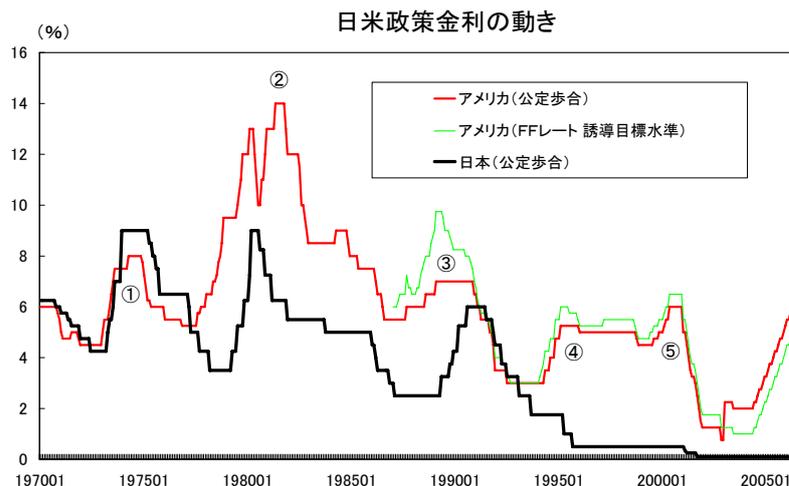
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～次回日銀利上げと米FOMC利下げ時期

1. ゼロ金利解除後、市場では次回利上げが早期に行われるとの観測は大きく後退している。日銀は、ボードメンバー間で多少の幅はあるにせよタカ派一色と見ていい状況で、早ければ10-12月に次回利上げを狙うというのが基本路線だろう。
2. 日銀券が4カ月連続で1%を下回る伸びにとどまっている。タンス預金が動き始めると伸びがマイナスとなる可能性が高い。日銀が保有する長期国債の残高と日銀券発行残高には大きな乖離があり、残高が一致するまでには時間がかかる。しかし、日銀券減少が続くことになれば、市場の先読み、すなわち近い将来両者の乖離はなくなり見直しは必至だとの見方が強まり、これが長期金利の不安定要因となるだろう。
3. 当面、長期金利は動意がつかめにくい展開が続くだろう。日銀の次回利上げに向けた情報発信は、米国のソフトパッチが確認される早くとも秋以降になる見込みで、市場参加者も様子見が続こう。
4. 円ドルレートは、短期的には、①米国の追加利上げ期待が今後もくすぶる、②中東情勢など地政学リスクの高まりなどドルの底固い局面もあるが、トレンドとしては、①米国の対外不均衡問題や、②中間選挙をにらんだドル安政策観測の高まりなど根強いドル安要因により、緩やかなドル安・円高に向かう展開となる。

米国の金融政策は平均6.2月で最終利上げから利下げへ転じる



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＞

● 金融政策：次回日銀利上げと米FOMC利下げ時期

（日銀の「徐々に調整」「ゆっくり」とは、結局四半期に1回ペース）

日銀は3月の量的金融緩和解除の際の声明文で、先行きの金融政策運営については「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」としていた。実際には7月にゼロ金利解除が行われており、「徐々に調整」というのはスパン的には四半期に1回程度を指していたことになる。

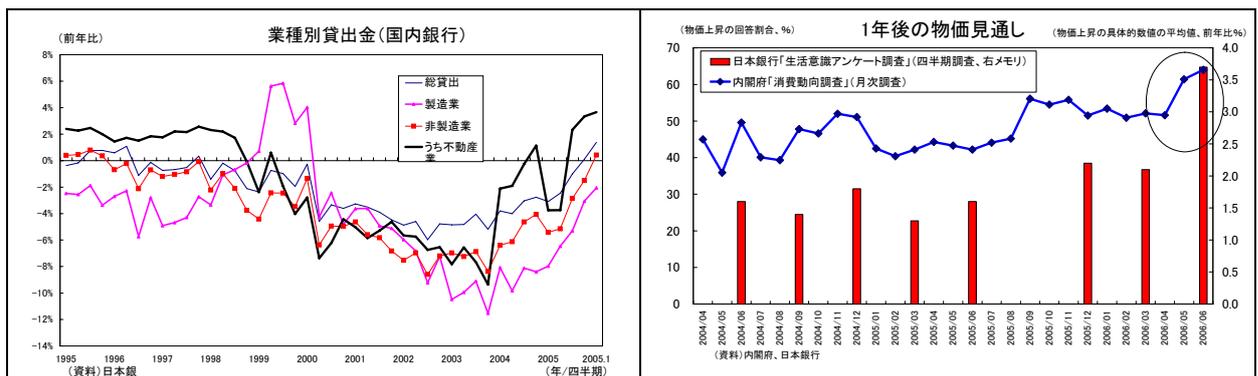
同様の文言は、7月のゼロ金利解除時にも使われている（「政策金利水準の調整については、経済・物価情勢の変化に応じて徐々にやることになる」）。日銀ボードメンバー内では多少の幅はあるにせよ、タカ派一色と見ていい状況で、早ければ10-12月に次回利上げを狙うというのが基本路線だろう。

（上振れ要因はそれほど強くない。利上げ本気モードには下振れ要因の剥落しかない）

水野審議委員は2日の講演で、今後の上振れリスクとして、①実質政策金利のマイナス幅がさらに拡大するなか、金融政策面からの景気刺激効果が一段と強まり、中長期的に見ると経済活動の振幅が大きくなるリスク、②原油価格高騰がインフレ期待を押し上げるリスク、③資産価格インフレが発生するリスクを挙げた。

確かに14年ぶりに地価公示価格が前年比プラス、不動産関連を中心として貸出が増加となり資産インフレを連想させる事象が起こっていること（**図表1左**）、また足もと5,6月に家計部門の期待インフレ率が大きく上昇（**図表1右**）していることなどいくつか気になる統計があることは事実だ。

図表1 業種別貸出と物価見通し

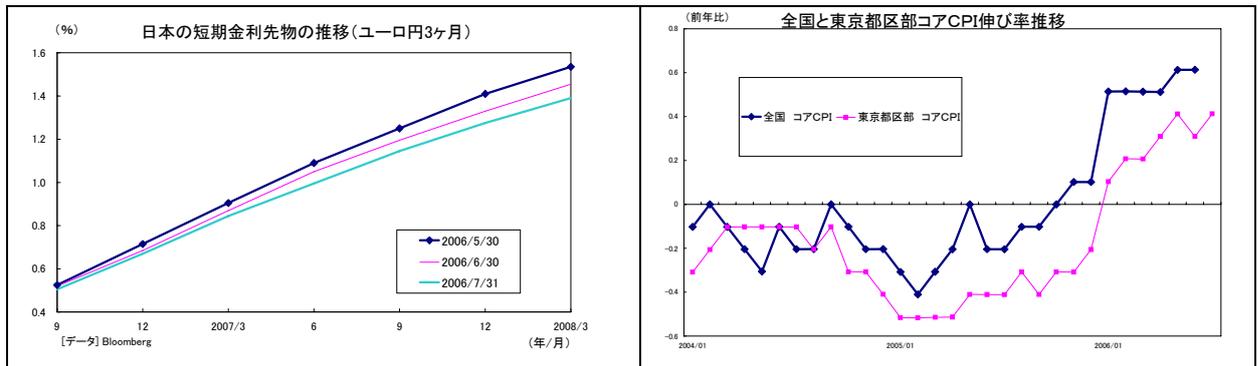


しかし、だからといって現在、10-12月の利上げに向け、ゼロ金利解除時のように市場に織り込ませに行かせることは難しいだろう。実際、ゼロ金利解除後、日銀ボードメンバーからは「年内の利上げ」への言及が行われているが市場の反応は乏しく、早期利上げ観測は大きく後退している（**図表2左**）。

ゼロ金利解除時点に比べて、技術的な問題であるにせよ、(またCPIだけで政策決定を行っているわけではないにせよ) 8月のCPI基準改定により▲0.2~0.3%幅ほどCPI上昇率の数値が落ち、ゼロ%に再び接近することで日銀のタカ派的スタンスは幾分後退せざるを得ない、と市場は見ている(図表2右)。

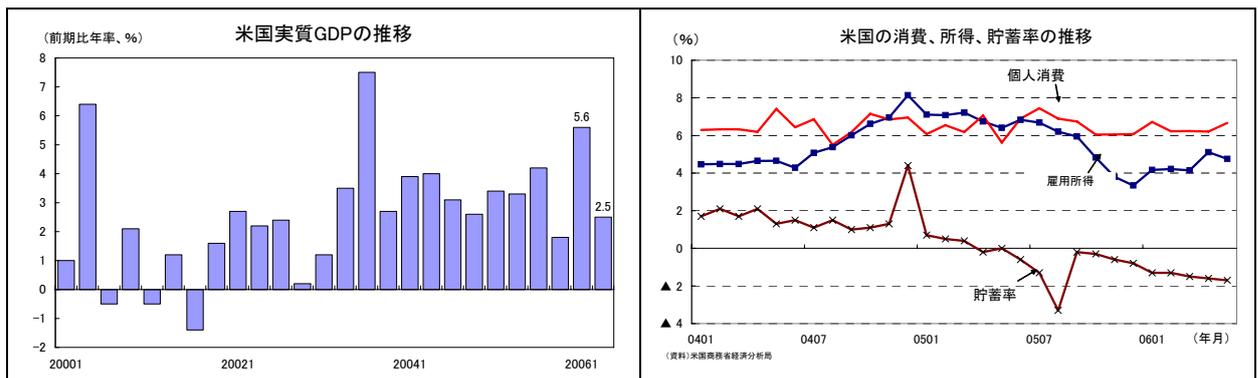
何より下振れリスクである米国の減速感が明確になってきていることが、市場が日銀の利上げモードを素直に受け入れない原因となっている。日銀が10-12月に利上げの基盤を作るには、結局、日銀、市場ともに米国経済の先行きに確信をもてるかどうか、すなわち下振れ要因が剥落することが条件となっている。

図表2 金利先物とCPIの推移



7月28日発表の4-6月期米国実質GDPは前期比年率2.5%増と1-3月の5.6%を大きく下回った(図表3左)。住宅投資、個人消費の鈍化が鮮明で、過去の金融引き締めや原油高などから米国景気が減速していることを裏付ける内容であった。

図表3 米国の経済統計

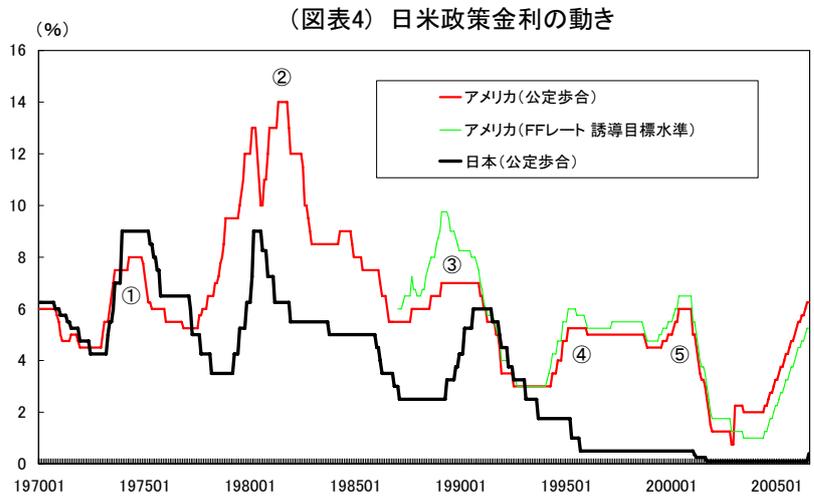


問題は7-9月期以降の動向だ。底割れしていくのか、それとも低成長ながら復調の兆しが見えてくるのかである。構造的な問題に目をやれば、今後も金利上昇の逆風を受けた住宅市場の冷却化が見込まれ、個人消費はいつまでもマイナスの貯蓄率を続けられるわけではなく(図表3右)、住宅価格上昇の恩恵がなくなれば、可処分所得に見合った伸びに鈍化し、結果として消費低迷→成長減速は避けられそうにない。こうした構造的な低成長のメカニズムに、金融引き締めやガソリン価格高騰といったマイナス要因が重なり成長が大きく屈折するリスクが高いということになる。

しかし一方で企業部門に目を転じれば、生産性は依然高く、企業収益は上昇し続けている。設備投資は依然堅調で家計部門のマイナスを十分埋めそうな勢いがあり、米国経済が軟着陸を行うことは十分可能だとの見方もできる。

(米国の最終利上げから利下げまでの平均期間は6.2ヶ月)

当研究所では米国経済は06年3.4%、07年2.8%と緩やかな成長率低下にとどまると見ている。これを受け金融政策については、8月ないし9月で利上げが休止、その後原油高が継続することでインフレ圧力がなかなか減じず、過去の最終利上げからその後の利下げまでの平均期間よりは若干長めとなる来年春頃に利下げが実施されると見ている。(過去5回の米国金融政策では、最終利上げから次ぎの利下げ局面(過去5回)まで、最短4ヶ月、最長8ヶ月、平均で6.2月)。(図表4.5)



(図表5) 過去5回の米国の利上げ終了から利下げ開始までの期間

	利上げ終了	利下げ開始	期間
図表①の局面	1974年4月	1974年12月	8カ月
図表②の局面	1981年5月	1981年11月	6カ月
図表③の局面	1989年2月	1989年6月	4カ月
図表④の局面	1995年2月	1995年7月	5カ月
図表⑤の局面	2000年5月	2001年1月	8カ月
			平均6.2カ月

(注) ①、②については公定歩合、③以降はFFレートにより判定を行っている

(オーバーキルにはならないことを確信し11-12月に利上げへ)

日本の成長率は鈍化傾向にあり、物価もそれほど上昇しているわけではない。また来年には米国が利下げに転じる可能性が高く、そのような中で、年内に日銀が利上げを模索しようとしても正当性は理解されにくいだろう。さらに、新政権発足直後でもあり利上げの逆風は相当厳しいものとなることも予想され、実施困難と見るのが妥当な状況だ。

しかしながら、ここ半年間を振り返って見ると、日銀の基本スタンスは明確に「やれるときには上げる」というモードにシフトしており、現時点で年内の利上げの可能性を排除できないのも事実。

日銀からすれば、10/27日発表の米7-9月期GDPで景気底割れのリスクは薄らぎ、ソフトパッチにすぎない可能性が高まったとの内容が確認され、その後展望レポートで利上げのイメージを市場に織り込ませ11月会合で利上げを行う、もう少し待って12月短観を決定打に12月会合で利上げを行うというストーリーは存在しているはずである。

筆者は、米国経済は大きく鈍化することなく、FOMCが年内に利下げに向かうことがないという前提で、11-12月の決定会合において、日銀は利上げを実施すると見ている。

図表7 今後のスケジュール

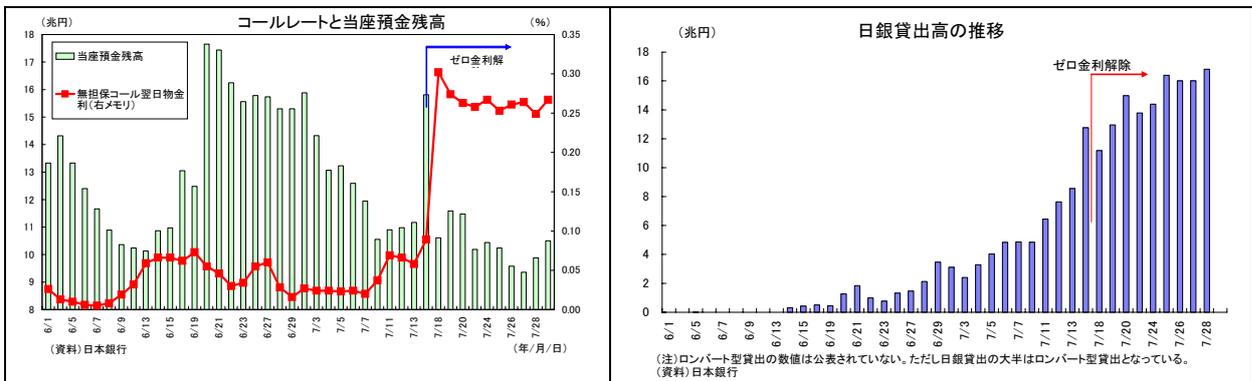
	日本		米国	
8月	10-11日	決定会合	8日	FOMC
9月	7-8日	決定会合	20日	FOMC
	20日	総裁選		
10月	3日	9月短観	24日	FOMC
	12-13日	決定会合	27日	7-9月期GDP
	31日	決定会合 (展望レポート)		
11月	15-16日	決定会合		
12月	18日	12月短観	12日	FOMC
	18-19日	決定会合		

(短期市場の機能回復はいまだ途上)

ゼロ金利が解除され3週間が経過した。誘導目標である無担保コールレートは0.25%を若干上回る水準での推移が続いている。ゼロ金利解除後の誘導目標は「無担保コールレートを、0.25%前後で推移させる」とされているので、ほぼ目標は達している。

ただ、当座預金残高は所要準備を上回る10兆円前後が続き、ロンバート貸出への依存も依然高い状態が続いている。短期市場では流動性などの問題も残っているようで、短期金融市場の機能回復はまだ途上のような（図表8）。

図表8 コールレートと当座預金残高、日銀貸出残高の推移



(タンス預金が動き出すことで、国債買入額見直し議論に)

8月2日に7月の日銀券発行残高（マネタリーベース統計）が公表された。前年比0.7%と、これで4ヶ月連続、1%に満たない伸びとなっている（図表9左）。ゼロ金利解除で注目されたタンス預

金であったが、7月はそれほど動きがなかったようだ。ただ今後、タンス預金は緩やかながら預金などにシフトするため、日銀券発行残高の伸び率がマイナスになる可能性が高い。

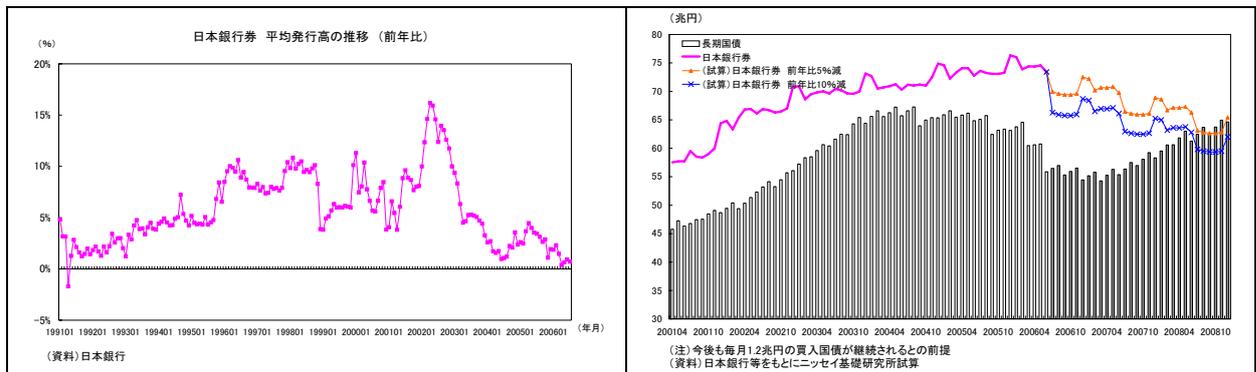
そうなると日銀券発行残高を上限として実施されている毎月1.2兆円の国債買入が気になるところだ。

7月末時点で日銀が保有する長期国債の残高は、55.9兆円。一方、日銀券発行残高は74.1兆円である。両者の乖離は18.2兆円もある。また日銀の保有国債の償還もこれからかなりあり、日銀券減少がかなりのピッチとなっても両者の残高が一致するまでにはまだ2年程度の時間がかかりそう（図表9右）。

ただ、98年末に、当時の大蔵省資金運用部が国債買い切りの停止を発表すると、長期金利が急騰した、いわゆる「運用部ショック」の悪夢もあるだけに、日銀券減少が続くことになれば市場の先読み、近い将来両者の乖離はなくなり見直しは必至だとの見方が強まり、長期金利の不安定要因となる可能性は高いだろう。

来年度前半は米国FOMCが利下げに転じることで、日本の金融政策は利上げ休止になるだろう。年度後半再び日銀が利上げに転じることとなれば、今度は連続利上げを織り込み長期金利が上昇する可能性が高い。そうなれば市場に対してこの国債買入をどうするのか、はっきりとしたメッセージを送らざるをえなくなるだろう。

図表9 日銀券の動きと日銀保有国債残高との関係



● 金融市場：日米欧利上げ観測に債券、為替市場とも大きく振れる

(10年金利)

7月の動き

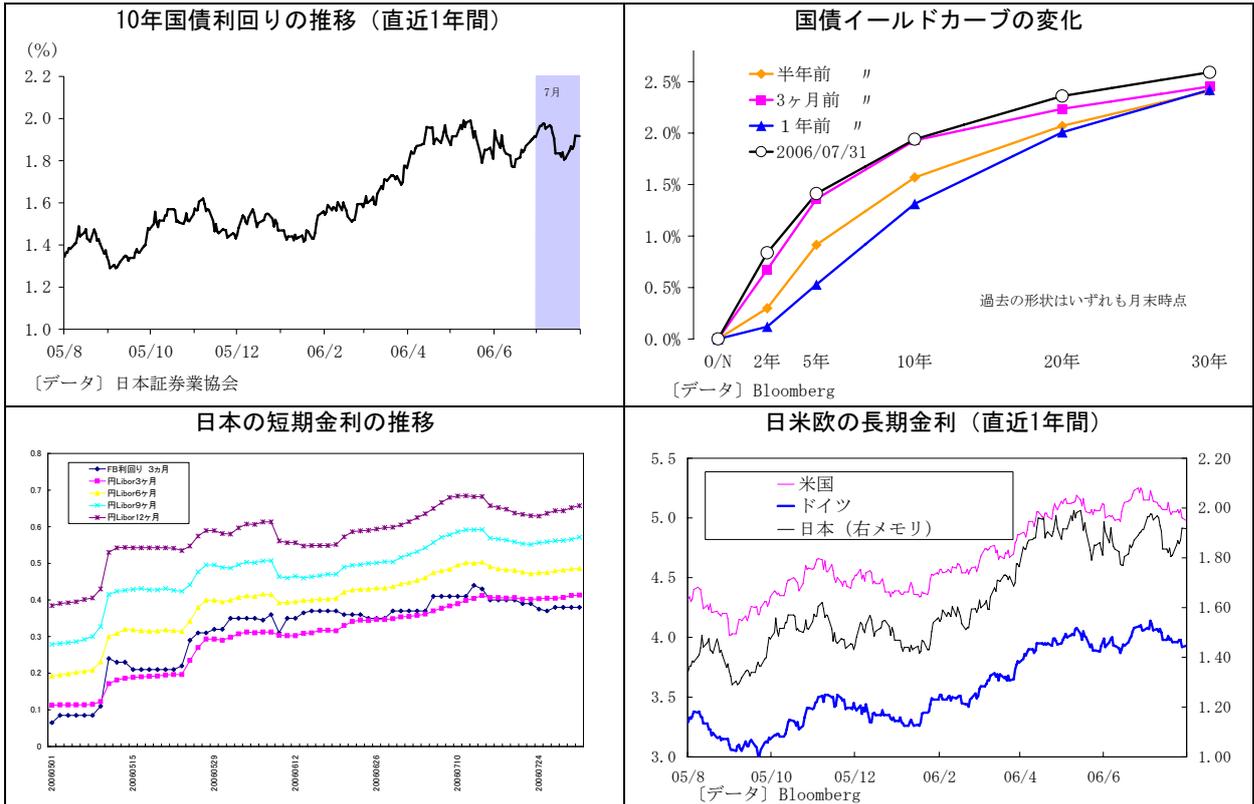
10年国債利回りは、7/3日の短観が業況判断、設備投資DIなど強めの数値が示されると7月決定会合での利上げ観測が強まり1.9%後半に上昇した。10日以降は、株価が続落し決定会合前の13日には1.9%前半に。14日の決定会合で公定歩合が0.4%とされ事前予想の下限となったことが買い材料とされ1.9%割れに。19日の米国でバーナンキ米FRB議長が議会証言で景気減速に配慮する内容となり、米国の利上げ休止観測が強まり、翌日20日は1.8%前半に低下。25日には20年入札を控え需給悪化懸念が強まり1.8%台後半へ。27日には前日の米地区連銀経済報告の発表を受け、米利上げ観測がさらに後退し、米長期金利が低下したが、日本では株価が大幅反発を示し1.9%へ。月末

にかけても堅調な株価を嫌気し長期金利は上昇し1.9%前半の動きとなった（図表10）。

当面の予想

当面、長期金利は動意がつかめにくい展開が続くだろう。日銀の次回利上げに向けた情報発信は、米国のソフトパッチが確認される早くとも秋以降になる見込みで、市場参加者も様子見が続こう。当面1～2カ月は1.8-2.1%を予想する。

図表10 金利関係図表



(円ドルレート)

7月の動き

7月初めの円ドルレートは、3日の日銀短観が強い内容となり、米6月ISM製造業指数が市場予想を下回り、6月末の116円から円高が進む。5日は北朝鮮ミサイル問題で東京時間に115円半ば、NY時間では115円後半まで円が売られた。6日には米6月ISM非製造業指数が予想を下回り115円割れに。7日には米6月雇用統計が大きく予想を下回り10日には一気に113円後半まで円高が進んだ。

その後、国連安保理で北朝鮮決議案の採決が先送りとなり、12日には米国貿易赤字が予想を下回るとドルが買い戻され12日には115円台に。14日には日銀のゼロ金利解除が行われたが、その後の利上げは極めて緩やかとの見方が支配的になり、さらにイスラエル中東情勢が緊迫化、地政学リスクの高まりからドルが買われ117円台後半となる。20日のバーナンキ議長の議会証言により、8月利上げ観測が大きく後退し、116円半ばまで円が買い戻される。25日には米国消費者信頼感指数が予想を上回ると利上げ観測が再び強まり117円台になったが、26日の米地区連銀経済報告を受

け、米8月利上げ観測が後退し116円前半に。28日米4-6月期GDPが市場予想を下回る2.5%となると、114円台半ばに突入した（図表11左）。

当面の予想

円ドルレートは、短期的には、①米国の追加利上げ期待が今後もくすぶる、②中東情勢など地政学リスクの高まりなどドルの底固い局面もあるが、トレンドとしては、①米国の対外不均衡問題や、②中間選挙をにらんだドル安政策観測の高まりなどの根強いドル安要因により、緩やかにドル安・円高に向かうことになるだろう。当面1～2カ月の予想レンジは110-117円。

(ドルユーロレート)

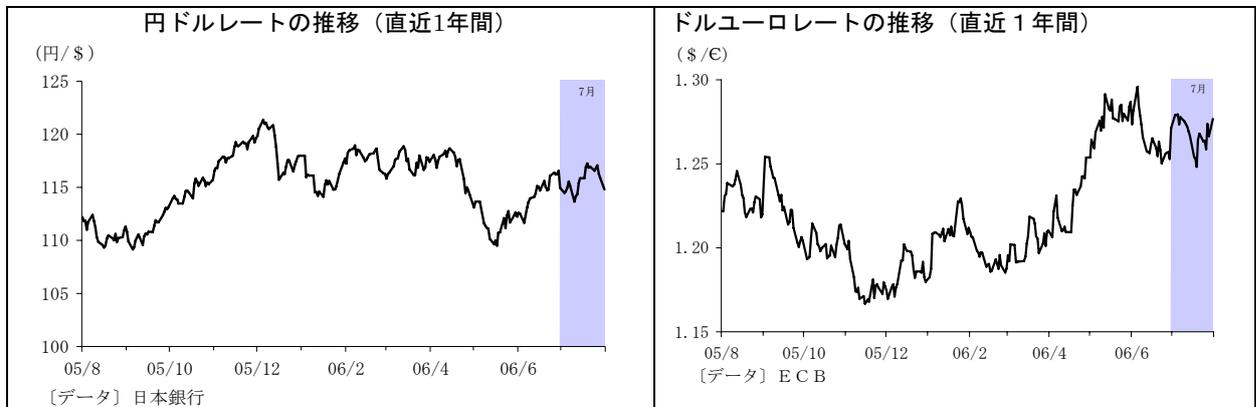
7月の動き

6月初めのドルユーロレートは、3日ユーロ圏製造業PMIの良好な数値、6日の記者会見でECBがインフレリスクを「警戒」という文言で表現し、次回8月3日の電話会議を通常会合にすることを明らかにすると、利上げ説が強まり1.27後半までユーロ高が進行。7日の米雇用が市場予想を下回ると1.28半ばまでドルが売られる。12日米国赤字が予想を下回ると1.26後半まで下落。イスラエルのレバノン攻撃や7月ECB月報でインフレ警戒のトーンが示されると13日には1.27前半に。14日には地政学リスクからドルが買われ再び1.26後半となる。18日米国6月PPI最終財や、19日米CPIの上振れで一時的に1.24台半ばまでドルが買われる場面もあったが、20日のバーナンキ議長の議会証言により、8月利上げ観測が大きく後退し、1.26半ばまで買い戻される。26日の米地区連銀経済報告を受け、米8月利上げ観測が後退し1.27前半に。28日米4-6月期GDPが市場予想を下回る2.5%となると、1.27台後半までドル売りが進んだ（図表11右）。

当面の予想

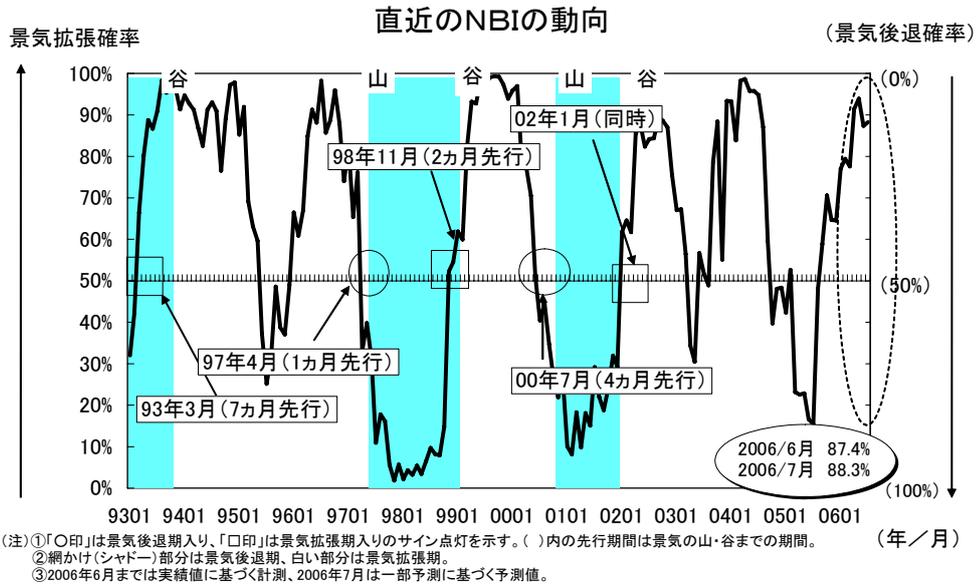
当面のドルユーロレートは、米欧金利差縮小、米国対外不均衡問題、各国の外貨準備のユーロへのシフトの流れなどからドル安ユーロ高傾向の展開を予想。ただし、ユーロ圏での経常赤字拡大、さらに年後半のユーロ経済のスローダウンを市場が織り込みに行くことで、ユーロ高は限定的にとどまる。当面1～2カ月の予想レンジは1.25-1.32。

図表11 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



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) ~ 6月 : 87.4%、7月 (予測値) : 88.3%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)		月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準	水準
05/6	16.6%	539,093	▲0.4%	-27.6%	
05/7	15.5%	537,531	▲0.3%	-17.7%	
05/8	48.2%	539,490	0.4%	0.5%	
05/9	58.9%	544,038	0.8%	0.0%	
05/10	70.6%	541,909	▲0.4%	-0.6%	
05/11	64.6%	548,109	1.1%	-0.4%	
05/12	64.5%	548,393	0.1%	20.7%	
06/1	77.0%	549,947	0.3%	27.0%	
06/2	79.4%	552,310	0.4%	42.5%	
06/3	77.6%	550,376	▲0.4%	41.6%	
06/4	91.4%	550,110	▲0.0%	44.0%	
06/5	93.9%	551,751	0.3%	47.6%	
06/6	87.4%	554,615	0.5%	47.8%	
06/7 (予測値)	88.3%			47.0%	
06/8				47.4%	

(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7月31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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)