



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～強気の日銀シナリオと市場とのギャップ

- 10月31日、日銀から展望レポートが発表された。前回4月の展望レポートからCPIの基準改定により2006年、2007年について予測中心値が0.3%、0.5%とそれぞれ下方修正された。しかし、経済・物価情勢の見通しや金融政策運営については、文言の多少の変化はあったが、ほぼ前回レポートの踏襲といった内容。
- 現段階では日銀と市場の景気認識、利上げタイミングに対するギャップは大きい。日銀の政策委員は、来年春先と見込まれる米国の利下げ前にできればもう一回程度利上げを行っておきたいというのが本音。利上げは今後の経済統計次第だが、米国のソフトランディングが確認され、日本の改善を示す経済統計がそろえば、早ければ年内か、1月かの可能性はある。
- 長期金利は、当面横ばいでの推移となるだろう。米国経済の減速、FRBの利下げ期待が高まることで日本の長期金利低下圧力も引き続き高い。しかし一方で、国内経済は回復が継続しており、今以上の低下への警戒感も根強い。
- 円ドルレートは、日本の連続利上げ観測が醸成されない中では、絶対金利差が着目されドルの底堅い展開が続く。ただし米国のインフレ懸念が弱まり、景気刺激のためにFRBが利下げを実施するとの観測が強まる年末にかけては、円高傾向が鮮明になる。

10月展望レポート：緩やかな回復シナリオ

政策委員の大勢見通し（2006年10月）

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	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
4月時点の見通し	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
2007年度	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>
4月時点の見通し	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

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：強気の日銀シナリオと市場とのギャップ

10月31日、日銀から展望レポートが発表された。前回4月の展望レポートからCPIの基準改定により2006年、2007年について予測中心値が0.3%、0.5%とそれぞれ下方修正された。しかし、経済・物価情勢の見通しや金融政策運営については、文言の多少の変化はあったが、ほぼ前回レポートの踏襲といった内容となった（図表1）。

（図表1） 政策委員の大勢見通し（2006年10月）

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	+2.3~+2.5 <+2.4>	+2.9~+3.5 <+3.0>	+0.2~+0.3 <+0.3>
4月時点の見通し	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
2007年度	+1.9~+2.4 <+2.1>	+1.1~+1.5 <+1.2>	+0.4~+0.5 <+0.5>
4月時点の見通し	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

以下は展望レポートで示された基本認識。『』内は展望レポートからの引用である。

経済・物価情勢の見通し

足元の景気認識は『わが国経済は、緩やかに拡大している』、『企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、全体として概ね見通しに沿って推移している。』としている。

先行きについては、①輸出の増加、②企業部門の好調が続くが、2007年度にかけて設備投資の伸び率は低下、③好調な企業部門から家計部門への波及、④極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押し、などのメカニズムを前提に『2006年度後半から2007年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むとで、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い』としている。

足もと米国経済の減速が明確となっており、輸出の伸びは今後鈍化することが見込まれる。さらに家計部門への波及という点では賃金がなかなか伸びておらず、先行きの前提として日銀が上げている要因について、市場との温度差はかなりあるだろう。

物価見通しについては、今後拡大を予想しているが、①需給ギャップのプラス化、②ユニットレバーコストの下げ止まり、ないしプラス化、③期待インフレ率の上昇、が要因としてあげられており、前回4月と同様の内容となっている。

上振れ・下振れ要因

前回4月では、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指摘されていたが、今回は①海外経済の動向、②企業の投資行動の一段の積極化の2つとなっている。ただし在庫調整については、海外経済が予想外に減速した場合に在庫調整の可能性があると指摘もなされており、在庫調整の如何は輸出による見方で基本的な要因は変わっていない。企業の投資行動の一段の積極化については、前回4月に比べて『極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト・為替相場見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて投資を一段と積極化』など詳細に記述、『大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』と、資産バブルを連想させる記述が入るなどリスク認識が多少なりとも高まっているとの判断をにじませている。

物価に対する上振れ・下振れ要因については、①需給ギャップに対する物価の感応度の不確実性、②原油・商品市況、③潜在成長率、と前回同様の指摘となっている。

金融政策運営

第一、二の柱とも基本的には前回と同様。ただ、第2の柱で『例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、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』との記述が盛り込まれ、若干低金利継続のリスクをにじませた感はある。

当面の金融政策は『極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、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』と前回同様の記述となった。

第一の柱	第二の柱
内需と外需がともに増加するもとで景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大し、ユニット・レーバー・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、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。	企業の収益率が高水準となり、物価もプラス基調で推移している状況下、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。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、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。一方、下振れのケースとしては、景気拡大や物価の上昇が足踏みするような局面も考えられる。ただし、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、それが物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さいと考えられる。

（今後の統計次第で市場とのギャップは埋まる可能性は十分あり）

今回の展望レポートは予測数値、記述内容ともに事前予想通りでサプライズはない。ただし、あらためて日銀と市場との景気認識や利上げタイミングに関して温度差があることが明らかとなった。

展望レポート公表後の総裁会見では、追加利上げのタイミングについて質問され「予断をもって臨んでいない。全くオープンのまま推移している」「年内の追加利上げの可能性を問われれば、これを否定することはできない」と総裁は強気。

一方、市場は10月中旬頃に一旦年内追加利上げ観測が高まったが、10月27日に9月分コアCPIが前年比0.2%と8月より伸び率を低下させ、米7-9月期の実質GDPが前年比1.6%と市場予想(2.0%)を下回ると、再び追加利上げ期待は沈静化している。

市場では、米国経済の先行き不安のほか、足もとの消費支出の弱さ・賃金の伸び悩み、IT在庫増、消費者物価指数の伸び悩みなどからくる景気腰折れ懸念が高く、強気の日銀との先行きの景気に対する認識のギャップは大きい。このギャップについて総裁は「両方の判断が一致する時期が必ず来る。それが遅いか早いか、今のところ分からない。オープンだ」と発言し、統計次第でギャップは解消するとの姿勢を示している。

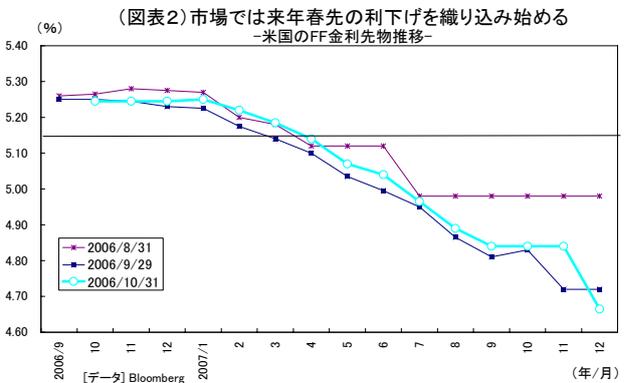
当研究所では、米国経済は大きな後退とはならず、2007年についても2%後半の成長が可能と見ている。これらを前提にして日本の実質成長率は06年度2.3%、07年度1.8%と日銀の展望レポートと同程度の成長を予想している。今後の統計次第ではあるが、筆者はギャップが詰まる可能性は十分あると見ている。

ただ問題は、期待が醸成され両者のギャップが埋まるまでの時間的な猶予。今後の日銀の金融政策の自由度を制約するものとして、米国の金融政策が利下げに転じるかどうかという点が非常に大きい。米国の景気減速が後退といったような状況にならず、いわゆるソフトランディングとなった場合でもFedが利下げに転じるような状況になれば、Fedの利下げが終了するまで日銀は動けなくなる。

日銀の政策委員は年内というよりは、米国の利下げ前、市場が織り込みに行く前にできればもう一回程度利上げを行っておきたいというのが本音のはず。当研究所では、

Fedの金融政策についてはインフレが来年の春先に向け沈静化し4-6月から2回程度の利下げを実施すると見込んでいる(図表2)。そうすると春先には利下げを織り込みに行く可能性が高く、日銀としては遅くとも1月くらいまでには何とかしたいといったところだろう。

市場の追加利上げ期待が高まるかどうかは、重石になっている米国経済の減速が限定的なものにとどまるどうかで、11月後半からのクリスマス商戦が最大のポイント。クリスマス商戦が良好とのコンセンサスができ市場を覆う重石が取れば、国内では12月の日銀短観調査が改善(原油安などの好材料あり改善の可能性ありと見ている)を示し、コアCPIも多少なりとも伸び率が高まるなど改善を示す統計がそろえば、市場もそれらに反応する可能性は高く、その場合12月会合か1月会合で利上げ実施というのが現段階での基本スタンスだろう。



● 金融市場：長期金利は年内追加利上げ観測が後退し再び1.7%に低下

(10年金利)

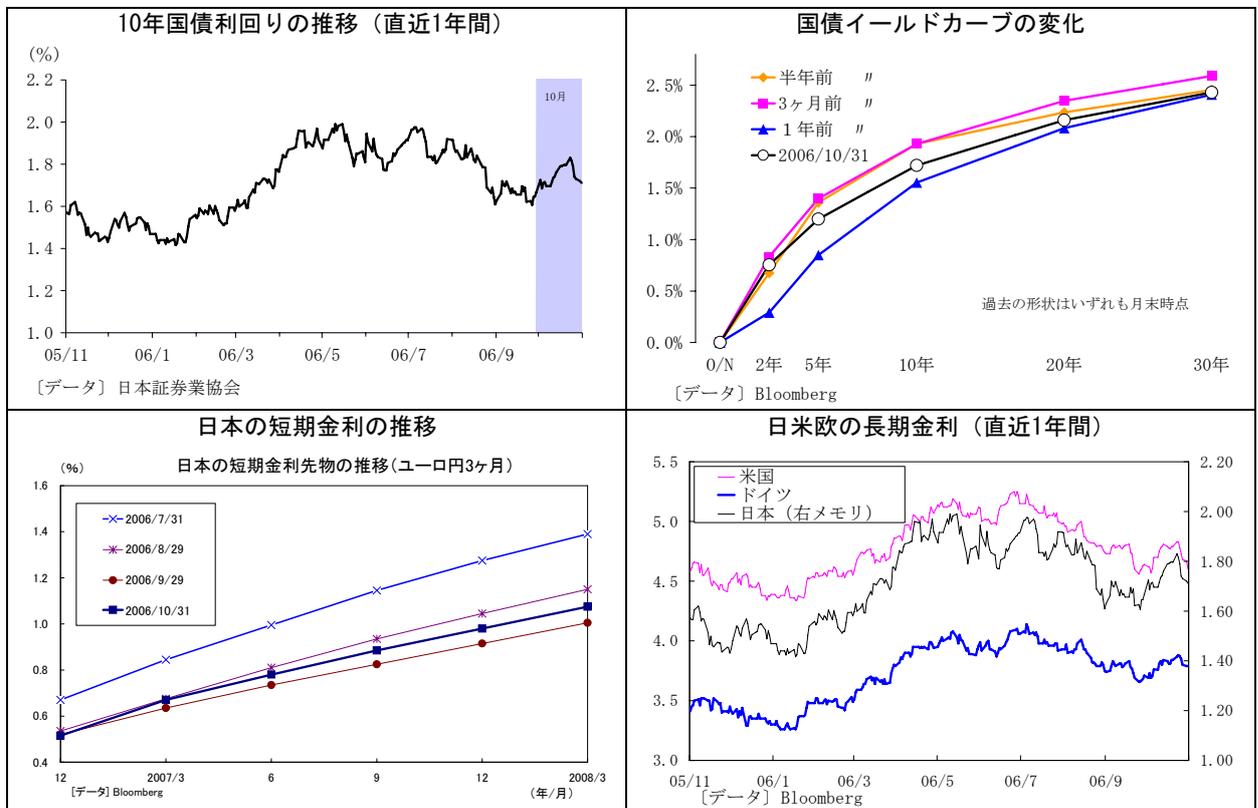
10月の動き

10年国債利回りは、10月初め1.6%後半でスタート。2日の日銀短観が堅調な内容となると上昇し1.7%前半に。その後、①9日の米雇用統計が堅調な内容となり米国金利が上昇、②13日福井日銀総裁が定例会見で、年内利上げ可能性へ言及、などを材料に上昇基調が続き1.7%後半に。23日には日経平均が堅調な推移となったことで1.8%前半とさらにレベルを上げた。しかし24日に20年債入札が良好、26日には前日の米FOMCの声明でインフレ警戒感が弱まったことから米長期金利が低下、27日には全国コアCPIの上昇率が低下したことなどを受け、1.7%半ばに急低下。27日に米7-9月期実質GDPが市場予想を下回り、30日には株価が大幅安となると月末は1.7%前半となった。(図表3)。

当面の予想

福井総裁会見(10/31)で年内利上げを否定しなかったが、市場の反応は限定的。米国経済の減速、FRBの利下げ期待が今後高まることで日本の長期金利低下圧力も引き続き高く、さらに為替市場では円高トレンドが出始める可能性もあり長期金利の上昇を抑える。ただし、リスクは高まっているとはいえ、国内経済は回復しており、長期金利の今以上の低下への警戒感も根強い。当面横ばい圏での推移を予想。

図表3 金利関係図表



(円ドルレート)

10月の動き

10月初めの円ドルレートは117円台後半からのスタート。3日の東京市場後に北朝鮮が核実験実施を宣言すると4日には118円台に。その後、①9日に北朝鮮が核実験を実施、②11日インフレ警戒感が強いFOMC議事録（9月20日分）が公表されると119円後半レベルで連日高値更新が続く。しかし①16日のロシア中銀の外準分散の動きで円買いとの報道、②17日米9月鉱工業生産が悪化、③19日に米9月景気先行指数や10月フィラデルフィア連銀製造業指数が悪化すると118円近辺に。その後25日の米FOMCでインフレ警戒が強まるとの見方から24日には119円を越えるドル高に。25日に米FOMCでは市場予想とは逆に声明でインフレ警戒に対するトーンが弱まるとドルが売られ、26日に米9月新築一戸建て住宅価格が大幅悪化、グリーンズパンが海外中央銀行によるドルからユーロへの準備シフトを指摘、27日に米7-9月期実質GDPが市場予想を下回る、などのドル安材料に反応し、27日のNY市場では117円前半に。その後日本の株価が30日に大幅安となると117円後半にドルが戻した。（図表4）。

当面の予想

円ドルレートは、日本の連続利上げ観測がなかなか醸成されない中では、絶対金利差が着目されドルの底堅い展開が続く。ただし米国のインフレ懸念が弱まり、景気刺激のためにFRBが利下げを実施すると観測が強まる年末にかけては、円高傾向が鮮明に。

(ドルユーロレート)

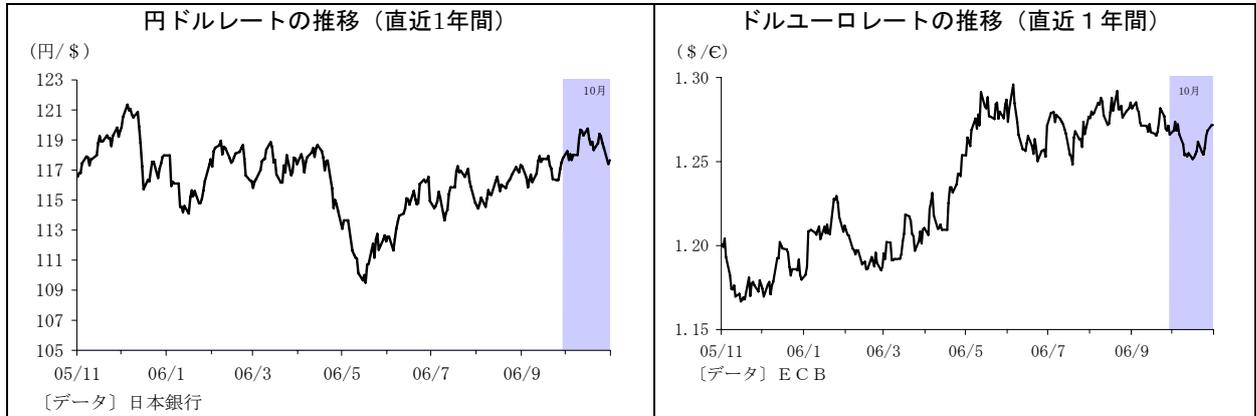
10月の動き

10月初めのドルユーロレートは、1.26台半ばでスタート。3日に米9月ISM製造業景況指数が市場予想を下回るとドルが売られ1.27台半ばへ。しかし5日には市場予想通りECB理事会で0.25%の利上げが実施されたが、トリシェECB総裁が会見で12月利上げを強く示唆したものの、「警戒」という言葉を使わなかったことなどからドルが買い戻され1.26台後半に。その後、①9日に北朝鮮が核実験を実施、②11日インフレ警戒感が強いFOMC議事録（9月20日分）が公表されると、1.25前半までドルが買われる。しかし19日に米統計が悪化すると、20日東京では一気に1.26台半ばまでユーロが買われる。さらに、①26日にトリシェECB総裁が議会証言でインフレリスクを指摘し、グリーンズパンが海外中央銀行によるドルからユーロへの準備シフトに言及、②27日に米7-9月期GDPが市場予想を下回ると、27日のNY市場では1.27台までドル安が進む。（図表4）。

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、年末にかけては来年のユーロ経済のスローダウン観測が支配的となり、12月でユーロの利上げもストップとの思惑が高まることから、ユーロ高は一服すると予想。

図表4 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



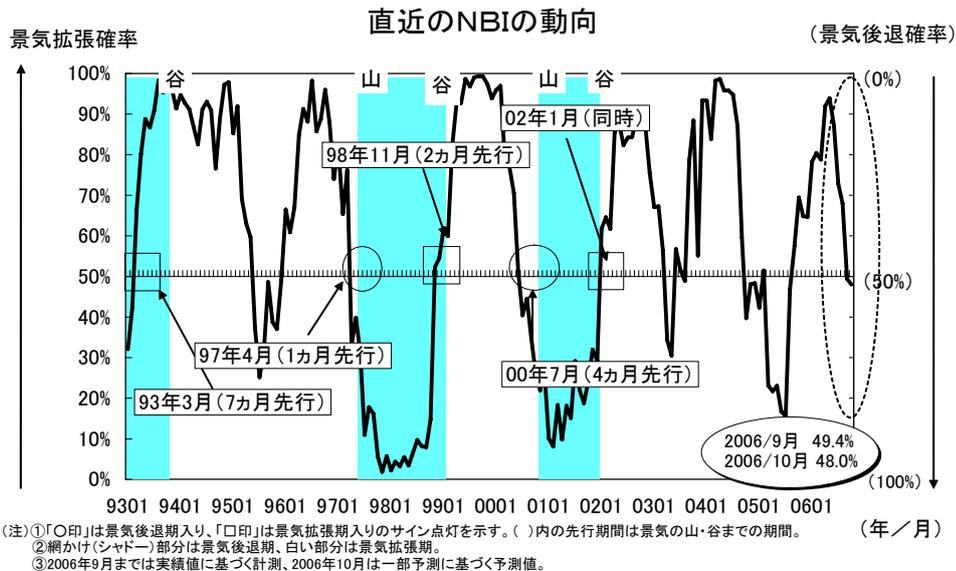
金利・為替予測表

		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	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.75	-
	10年金利 (平均)	4.9	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	-
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	-
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	-
円ドル	(平均)	116	115	110	105	105	105	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26	1.26
円・ユーロ	(平均)	148	147	141	132	132	132	132

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) ~9月: 49.4%、10月 (予測値): 48.0%

~9月のNBIは13ヶ月ぶりに50%ラインを下回る。今後の景気の減速を示唆。



	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	
05/10	69.5%	542,978	▲0.4%	-0.6%
05/11	64.8%	549,175	1.1%	-0.4%
05/12	64.7%	549,554	0.1%	20.7%
06/1	78.3%	551,245	0.3%	27.1%
06/2	80.4%	554,109	0.5%	42.5%
06/3	78.8%	551,571	▲0.5%	41.6%
06/4	92.0%	551,826	0.0%	44.0%
06/5	93.9%	554,254	0.4%	47.6%
06/6	87.2%	557,978	0.7%	47.7%
06/7	72.9%	556,688	▲0.2%	46.8%
06/8	67.9%	557,224	0.1%	47.6%
06/9	49.4%	556,267	▲0.2%	49.7%
06/10	(予測値) 48.0%			49.8%
06/11				49.9%

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計にともない遡及改定(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10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)