

Weekly エコノミスト・レター

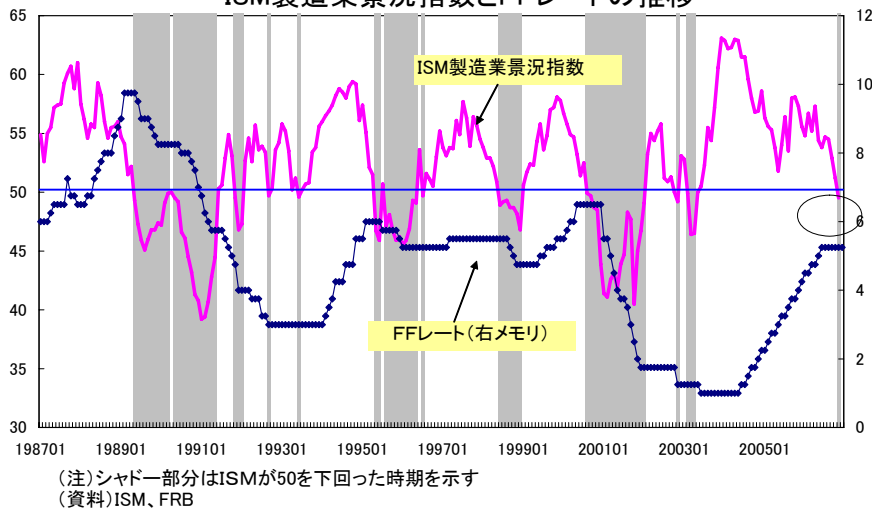
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き～短観がコンセンサス通りになれば利上げへ

1. 景気は足元一服感が見られる。市場では先行きの景気について悲観的な見方が支配的で、早期利上げはいまだ醸成されていない。ただし、15日発表の日銀短観が市場コンセンサス通りの内容となれば、先行きに自信を持つ日銀は、年内を含め早期利上げを模索するものと筆者は見ている。
2. 米国経済では、11月米供給管理協会（ISM）の製造業景況指数が、2003年4月以来初めて景気の境目と見られている50を下回った。過去のISM製造業景況指数と金融政策の関係を見ると、50を下回った時点から3カ月程度後には利下げが行われている。早晩米国が利下げに転じる可能性が高まってきた。
3. 長期金利は、当面横ばいでの推移となるだろう。①日銀の連続利上げ観測が醸成されないこと、②国内の先行き景気に対して不透明感が払拭されないこと、③米国の長期金利の低下・安定傾向などが、上昇余地を大きく限定する一方で、景気が腰折れしていない状況で長期金利がこれ以上大きく低下することへの警戒感も強い。
4. 円ドルレートは、市場が徐々に景気刺激のためにFRBが利下げを実施するとの見方を織り込みに行き、円高トレンドに。すなわちFRBはインフレ沈静化に伴い景気刺激に軸足をシフトしていくであろうし、その過程で大きくドル安・円高に傾くリスクが高い。

米国は早晩利下げとなるか？日銀の金融政策にも大きな制約が、

ISM製造業景況指数とFFレートの推移



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：短観がコンセンサス通りに出れば利上げへ

(早期利上げに対する思惑は揺れる)

景気拡大は戦後最長のいざなぎ景気を超えたが、政府は11月の月例経済報告で「消費に弱さが見られる」と基調判断を下方修正した。

一方、日銀は強気だ。日銀福井総裁は、最近の講演で「企業部門の好調さが家計部門に波及していくことはほぼ間違いない」と述べるなど、いずれ賃金の上昇が個人消費に好影響をもたらすと、特に先行き景気に対して自信を持っている。

市場の利上げに対する思惑は11月以降、大きく揺れている。11月29日発表の生産統計が市場予想を大きく上回り市場の悲観論が幾分修正された。しかし、12月1日のコアCPI上昇率の低下や、4日の法人企業統計で設備投資の前年比伸び率の低下が公表され、8日の7-9月期の実質GDPの下方修正の可能性が高まると、再び市場の悲観論は強まっている。

早期利上げを模索する日銀としては、ほぼ15日発表の短観頼みといった状況になってきているが、今回の短観では企業の景況感が改善する可能性が高く、日銀にとっては利上げ決定の強力な材料になると筆者は見ている。

(安倍首相との初めての会談)

12月5日に、福井日銀総裁と安倍首相が初会談を行った。報道では「世界と日本の一般的な金融、経済情勢について意見交換」「追加利上げなど日銀の金融政策に関する話は出ていない」とされているが、初めての会談でもあり福井総裁からは利上げについて、「やれるときにはやる」との説明が行われ、そのことが景気拡大をさらに長く保つためには必要だとの意見が出されたと思われる。一方政府サイドは、慎重な対応を望みたいと利上げに釘をさしただろう。

政府と日銀の間で景況感、特に消費の認識の違いが浮き彫りになったようだが、上記で示したように、日銀は先行き雇用・所得・消費に対して強気の見方を取っており、その温度差が出た格好だ。

ゼロ金利解除からの一連の動きを振り返ると、福井総裁は、反対が強くとも日銀の判断で利上げは行い結果責任をとる考えだ。景気認識に温度差があり、政府サイドからの反対は重々承知しながらも、総裁としては先行きには自信があり、統計次第で年内も含め早期利上げを行うことを、ある意味で宣言したと考えているだろう。

(12月短観：3期連続の改善を示す)

15日発表の12月短観は、企業の業況判断が一段と改善するとの見方が多い。企業を巡る環境は良好。円安や、原油高の一服などで、企業収益は高水準を維持している。4日発表された7-9月期の法人企業統計でも、4-6月期に比べて前年比で伸び率は落ちたものの、ソフトウェアを含む全産

業の設備投資は前年同期に比べ12%増（4-6月16.6%）、全産業の経常利益は15.5%増（4-6月10.1%）、と好調が続いている。

今回の短観の市場コンセンサス（ブルンバーグ調べ、12月1日時点）は大企業・製造業の業況判断指数（DI）は平均で25となり前回の9月調査より1ポイント上昇する見通しだ（当研究所予測：26）。予想通りとなれば改善は3期連続となる（図表1）。

また日銀が注目している設備投資も上方修正されるとの見方が多い。市場コンセンサスでも9月調査よりも上昇修正されるとの見通しだ（当研究所予測：全規模全産業9.8%）（図表2）。

市場コンセンサス通りの数値が発表され、企業の景況感が改善しているとの評価となれば、市場は素直に利上げを織り込みに行くだろう。しかし逆にコンセンサスを下回り、特に大企業製造業のDIが前回の24を下回るような結果になれば、日銀は1月を含めた早期利上げ模索をほぼ断念せざるを得ないだろう（その場合、単純に先送りになるかどうかは米国の利下げ見通しによるが、現段階では、米国の利下げが終了するだろう来年の夏以降まで日銀の利上げは待つことになると思われる）。筆者はコンセンサス以上の数値が出てくると考えており、12月19日（遅くとも1月18日）に利上げを実施してくるという見方を維持している。

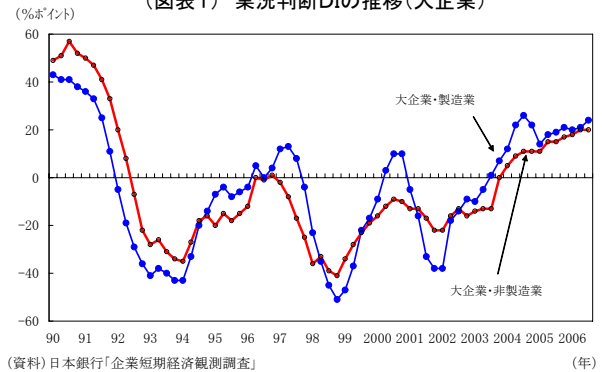
（米国市場では利下げの思惑がさらに高まる可能性大）

米国市場では弱めの経済統計を受け、来年初めのFFレート引き下げを織り込みに行き始めている（図表3）。この動きが為替市場ではドル安の流れを作り始めている。現在まではドル安の中で際立ってユーロ高が進行している（図表4）。

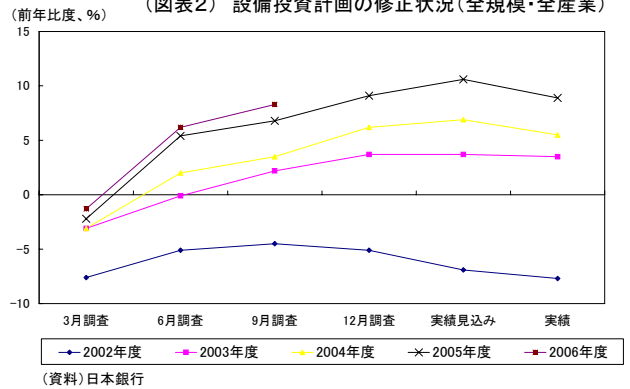
ECBは12/7日に0.25%利上げを実施。これで昨年12月から合計6回の利上げ（2005年12月：2%→現在：3.5%）を実施。市場では来年以降もドイツの増税というブレーキがあるが、景気堅調で高めのインフレ率が続き、利上げがさらに継続するとの見方が強い。（図表5）。

一方、日本は日銀の連続利上げへの思惑は低く、ユーロに比べれば円高は限定的。今のところ、企業の想定為替レート（9月短観の大企業製造業の採算レートは2006年度下期111.31円）や実質実効為替レ

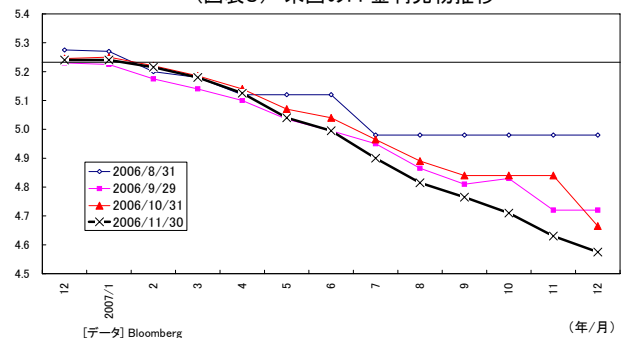
（図表1）業況判断DIの推移（大企業）



（図表2）設備投資計画の修正状況（全規模・全産業）



（図表3）米国のFF金利先物推移



ートから見れば、円高の影響も軽微。しかし国内消費になかなかエンジンがかからない中で（米国経済の鈍化の影響がこれから輸出にも現れてくるだけに）、為替メリットがなくなる警戒感は強い。

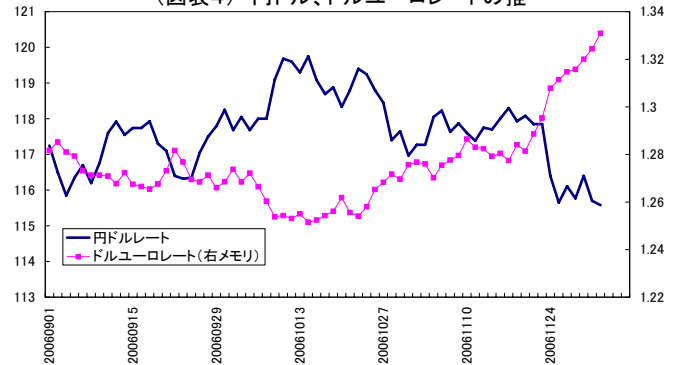
過去、日本の金融政策は米国が利下げに転じると利上げを実施していない。円高を助長しかねないことが政策決定には大きく影響したはずで、米国が実際に利下げに転じた場合（市場が十分に利下げを織り込んでしまった場合も）、日本の利上げ決断は相当難しくなる。

現在、FRBはホームメイドインフレを警戒し、将来の金融政策については利下げよりも利上げのほうにまだ目線がある。

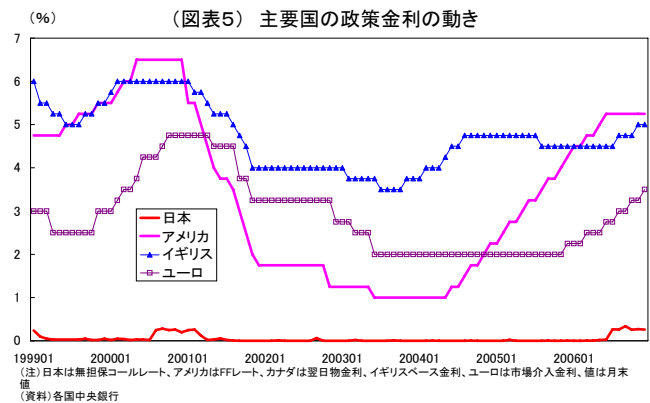
ただ、12/1日発表の11月米供給管理協会（ISM）の製造業景況指数が、2003年4月以来初めて景気の境目と見られている50を下回った。過去のISM製造業景況感指数の動きを見ると、50を下回った時点から3カ月程度後には利下げに転じるという経験則がある（図表6）。

当研究所では最初の利下げは4-6月を見込んでいるが、市場はその前から利下げを織り込み催促相場といった状況になる可能性が高く、利上げを模索する日銀にとって時間的な猶予は少なくなっている。

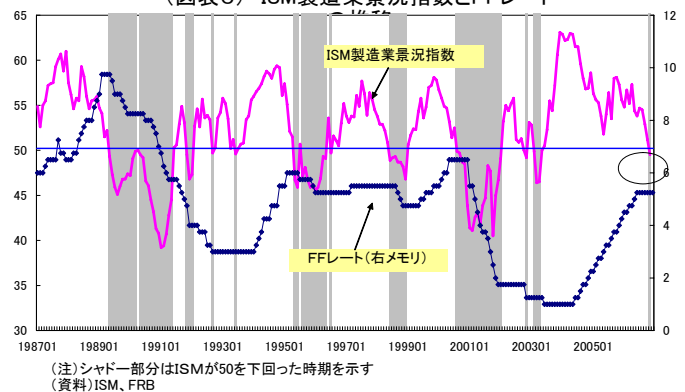
（図表4）円ドル、ドルユーロレートの推



（図表5）主要国の政策金利の動き



（図表6）ISM製造業景況指数とFFレート



● 金融市場：長期金利は年内追加利上げ観測の中で揺れる

(10年金利)

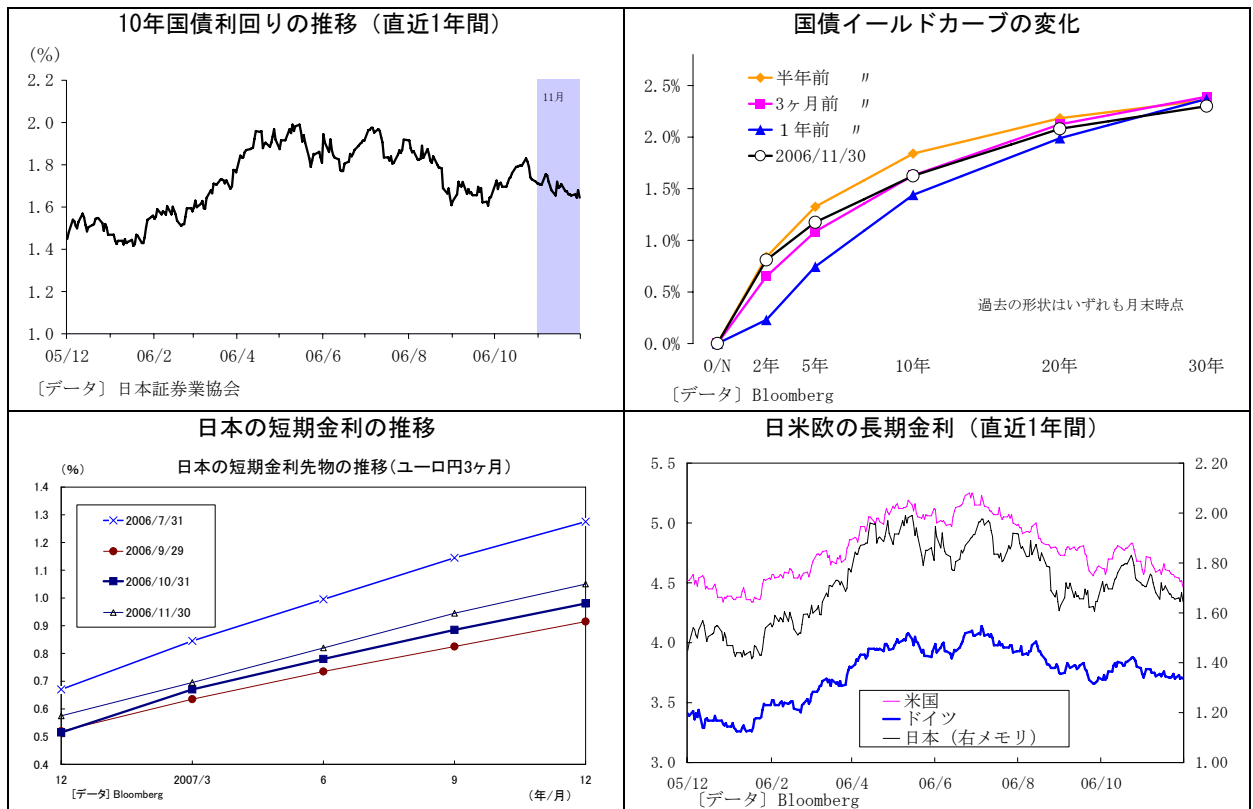
11月の動き

10年国債利回りは、11月初め1.7%近辺でスタート。6日には前週末の米雇用統計で失業率が市場予想よりも低下し、早期利下げ観測が後退し金利が上昇。その影響を受け日本も1.7%半ばまで金利が上昇した。7日には10年入札が不調、福井総裁が講演で追加利上げに前向きな発言を行ったことでさらに金利上昇となった。しかし8日は株価軟調、水野日銀審議委員が講演で利上げに対して積極的ではなかったことで金利は低下。10日には機械受注統計が市場予想を下回り1.7%割れに。しかし14日の7-9月期実質GDPが市場予想を上回ると、早期利上げ観測が再び強まり1.7%前半に上昇。20日は前週末の米国で住宅着工が大幅に減少し米金利が低下、国内株価軟調の動きが重なり1.6%後半に低下。その後も株価軟調、24日には115円台に突入した円高を材料に金利が緩やかに低下する場面が続いたが、29日に鉱工業生産指数が予想を大きく上回ると再度悲観論の修正が入り早期利上げ観測が強まり1.6%台後半となった (図表7)。

当面の予想

当面の長期金利は、①日銀の連続利上げ観測が醸成されないこと、②国内の先行き景気に対し不透明感が払拭されないこと、③米国の長期金利の低下・安定傾向などが、上昇余地を大きく限定するだろう。ただし、減速リスクはあるものの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強い。当面横ばい圏での推移を予想。

図表7 金利関係図表



(円ドルレート)

11月の動き

11月初めの円ドルレートは116円台後半からのスタート。1日、米10月ISM製造業景況指数が悪化し116円半ばまでドルが売られる。3日、米10月雇用統計で失業率が4.4%に低下すると利下げ観測が大きく後退し、118円前半に。米国中間選挙には為替市場が反応薄の中、日銀福井総裁が講演（7日）や読売新聞でのインタビュー（10日付）で追加利上げに対して前向きな発言を行ったことから円が買われ、10日は117円前半となった。16日、米10月CPIや米10月鉱工業生産が市場予想を下回り、シカゴ連銀総裁などがインフレ警戒を示すとドルが買われ、118円台前半に。東京市場が終わった16日夕方には福井総裁の会見で利上げに対して強気のトーンが出されなかったことで、17日には118円台の半ばまでドルが買われた。

20日には前週末の米住宅着工が大幅減となり、118円近辺に。22日、米失業保険新規申請件数など弱めの統計が重なり一挙にドル売りが進行、24日には約3ヶ月ぶりの115円台半ばに。月末にかけ若干ドルが戻し116円前半となった（図表8）。

当面の予想

円ドルレートは、絶対金利差がドルサポート材料となっているが、市場が徐々に景気刺激のためにFRBが利下げを実施するとの見方を織り込みに行き、円高トレンドに。すなわちFRBはインフレ沈静化に伴い景気刺激に軸足をシフトしていくであろうし、その過程で大きくドル安・円高に傾くリスクが高い。

(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、1.27台後半でスタート。1日、米10月ISM製造業景況指数が悪化し1.28近辺までドルが売られる。3日、米10月雇用統計で失業率が4.4%に低下すると利下げ観測が大きく後退し、1.26台後半までドルが買い戻される。その後9日、中国人民銀行周総裁が外貨準備の多様化発言などを材料にドルが売られユーロが買われる展開が続き、10日には1.29台に。16日米10月CPIや米10月鉱工業生産が市場予想を下回り、シカゴ連銀総裁などがインフレ警戒を示すとドルが買われ、1.28近辺に。ユーロ圏10月CPIが前年比1.6%と伸び率が鈍化するとさらにドルが買われ、17日には1.27台後半に。

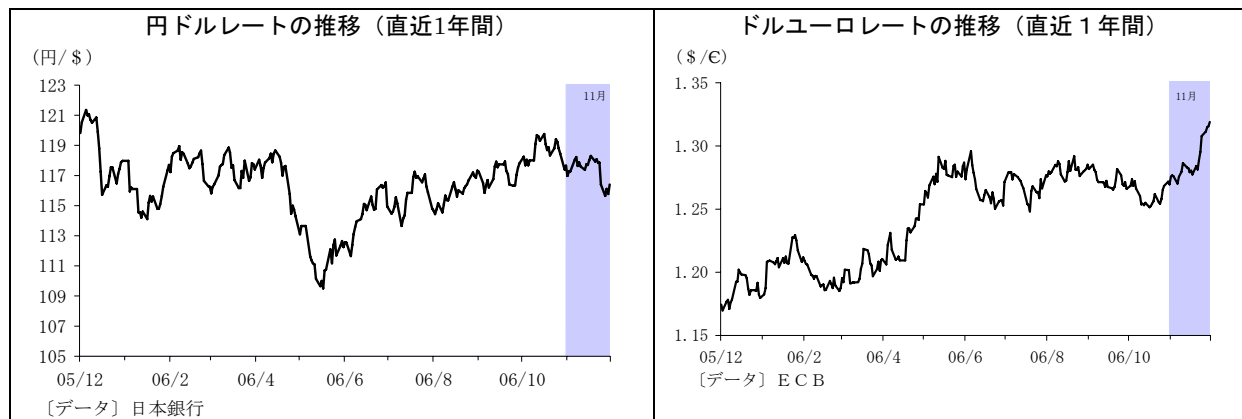
20日には米統計の悪化、さらにトリシェECB総裁が物価に満足していないとの発言を受け、1.28台に。その後米国の弱めの経済統計の発表が相次ぐ一方で、23日には独11月IFO指数が予想以上の改善を示すと24日には5ヶ月ぶりの1.30台に。27日にはユーロ圏財務省会合でユーロ高について警戒姿勢が示されなかったことでさらにユーロ買いが進み、月末には1.31台後半の推移となった（図表8）。

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、年明け以降、徐々に市場の予想よりも来年の成長率に関してユーロ経済のスローダウン観測が支配的となり、ユーロ高は一服すると予想。

図表8 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

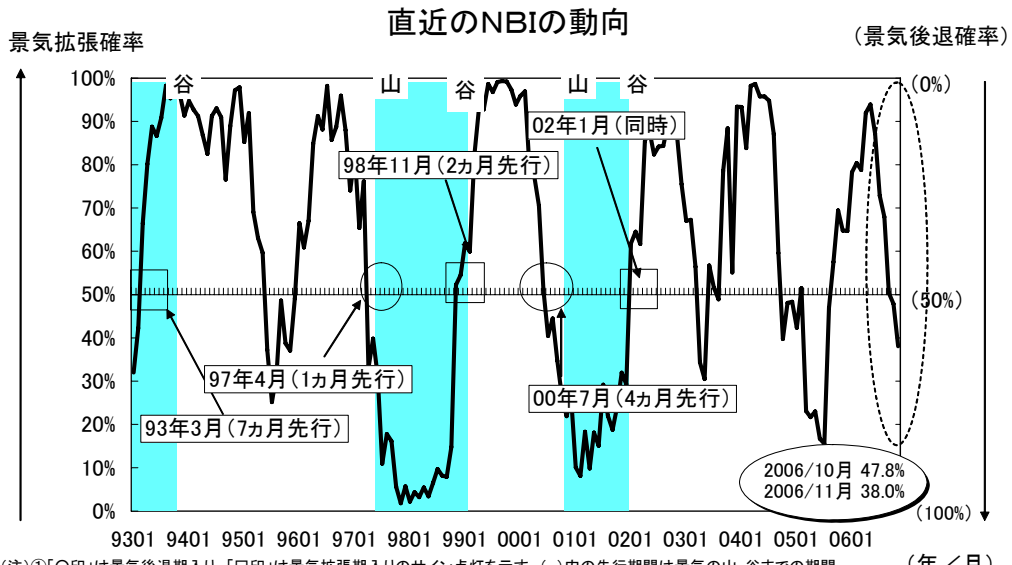


金利・為替予測表

	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	1.7	1.8	1.8	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	4.5	4.4	4.4	4.5	-
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	-
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	-
円ドル	(平均)	116	117	113	110	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	150	145	139	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) ~10月: 47.8%、11月 (予測値): 38.0%



(注) ①「○印」は景気後退期入り、「□印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。()内の先行期間は景気の山・谷までの期間。
 ②網かけ(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
 ③2006年10月までは実績値に基づく計測、2006年11月は一部予測に基づく予測値。

	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	
05/11	64.8%	548,579	1.1%	-0.4%
05/12	64.7%	548,985	0.1%	20.7%
06/1	78.3%	550,442	0.3%	27.1%
06/2	80.4%	553,356	0.5%	42.5%
06/3	78.8%	550,748	▲0.5%	41.6%
06/4	92.0%	550,607	▲0.0%	44.0%
06/5	93.9%	553,141	0.5%	47.6%
06/6	87.2%	556,988	0.7%	47.7%
06/7	72.9%	555,047	▲0.3%	46.8%
06/8	67.9%	557,647	0.5%	47.6%
06/9	50.4%	556,541	▲0.2%	49.7%
06/10	47.8%	557,954	0.3%	49.8%
06/11	(予測値) 38.0%			49.9%
06/12				50.0%

(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12月1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)