

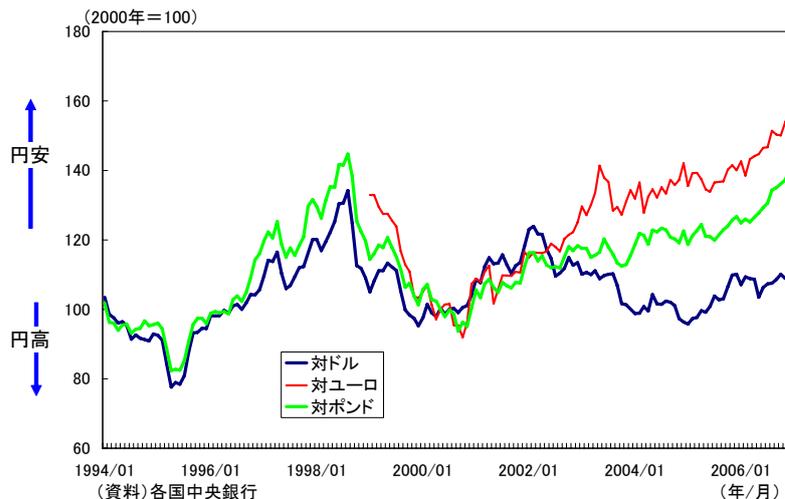
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き～G7で円安是正が宿題となるか

1. 円の独歩安が続いている。2月G7（9-10日）の注目は、円安が各国共通の問題となり、円安是正が日本の「宿題」となるかどうか。宿題となれば日銀にとって、利上げの地ならしはしやすくなる。
2. 日銀は昨年12月、1月と2回連続で利上げを見送った。いずれも市場に織り込ませておきながら、直前で断念する形となっており、これ以上の日銀の信認低下を回避する意味から、2月の決定会合での利上げ問題への対応は日銀にとって正念場だ。
3. ただ、1月決定会合後公表された統計は、どちらかといえば弱いものが目立った状況。唯一、審議委員の意見が変わる可能性があるのが、2月15日発表のGDP統計を受けての利上げの可能性のみ。
4. 長期金利は、米国長期金利の上昇に連動し、イールドカーブがスティーブ化する圧力が高まろう。ただし①日銀の連続利上げ観測が醸成されない、②国内の先行き景気に対して不透明感が払拭されないため、07年前半の上昇幅は限定的。
5. 円ドルレートは、米国利下げ期待が大きく後退したことで、目先ドルの高値をトライする展開となるだろう。ただし、米国のソフトランディング期待は高まっているとはいえ、成長鈍化の方向性には変わりなく、利下げ期待が払拭されたわけではない。また世界の通貨間では円の独歩安の状態となっていることから潜在的な円高圧力が高いことなどもあり、ドルの上値をある程度抑えるだろう。

### 円の独歩安状態が続く



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 >

### ● 円安進展：G7で円安是正が宿題となるか

#### (円の独歩安が続く)

円ドルレートは、足元一時、2002年12月以来の122円台に突入した。円はドルだけではなく、ほぼ主要通貨に対して独歩安状態となっている(表紙図表参照)。

実質実効為替レートはプラザ合意(85年9月)程度と歴史的にも、現在の水準はかなりの円安となっている。(図表1)。



#### (G7で円安問題が浮上すれば、日銀の追加利上げの政府圧力も減じるが…)

日本の超低金利が円安を演出していることは疑いようのない事実だ。国際的には円安是正に日銀は追加利上げを行うべきだとの意見は強い。2月G7(9-10日)の注目は、円安が各国共通の認識問題となり、円安是正が日本の「宿題」となるかどうか。

宿題となれば、政府サイドも何らかの手を講ずることになる。CPIが低飛行で今後マイナスに転じるリスクもなくはない中で、日銀としても、円安を含め資産価格の高騰といった利上げへの別ロジックがあれば、政治的な圧力も減じ、利上げの地ならしはしやすい。

1月29日、ユーロ圏財務相会合で、各国が相次いで最近の円安進行に懸念を表明している。独伊はG7で円安をけん制するのはほぼ間違いない。ただし、現在の国際パワーバランスを考えると、円安是正が日本に対する「宿題」となるかどうかは微妙な状況。

①米国などは今のところ同調の姿勢を示していない。②円安の背景には、「米国の不均衡」があり、その最大の問題は中国元にあるが、今回中国は出席せず、円のみ名指しというもおかしな状況。③昨年5月のG7で通貨のバランスを崩している原因である、「米国の不均衡問題」に各国が触れたことで、その後主要国が大きく株価調整を余儀なくされたトラウマもあり、結局は現在の円安についてマイルドな表現にとどまってしまうという可能性が現状では高いだろう。

### ● 金融政策：コアCPI低下で利上げの可能性は低下したが…

#### (急速に後退した米国Fedの利下げ観測)

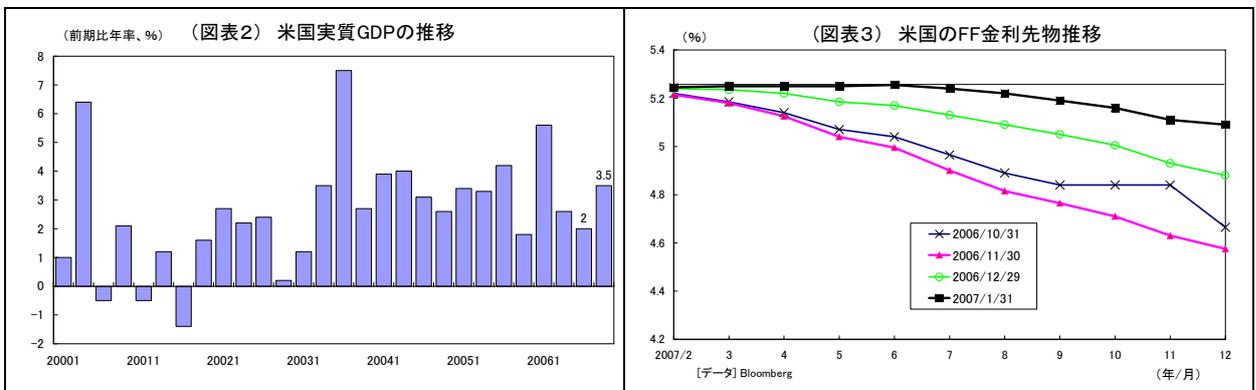
昨今の日銀審議委員や調査統計局長の早川英男氏の講演から判断するに、日銀は米国経済の先行きに対してかなり楽観的になってきていることがうかがえる。

米国の経済統計は12月分以降、良好なものが続いている。10-12月期の米国経済は、住宅市場の冷え込みや自動車の生産調整で、当初は景気減速が強まると見られたが、期後半には前半の不振

をはねのけ回復の動きに転じている。1/31日発表の米国10-12月期GDPは前期比年率3.5%と市場予想(3.0%)を上回る高成長となった(図表2)。市場ではソフトランディング、その後の景気回復との楽観的な見方がさらに強まってきている。

金融政策に対する市場見通しも、昨年秋には年明け後すぐにもと見られていた米国の利下げ観測は大きく後退。足元では夏場以降の利上げかまたは利上げなしとの見方へと変わっている(図表3)。

過去米国が利下げに転じた局面では日本の利上げはできなかつただけに、米国金融政策との関係においては、国内の統計をじっくり待つという時間的猶予がかなり生じ始めていると言えよう。(ただし、以下の「市場との信認」では時間的猶予は逆になくなっているが・・・)



**(12月分コアCPI下振れ)**

日銀は昨年12月、1月と2回連続で利上げを見送った。いずれも市場に織り込ませておきながら、直前で断念する形となっており、これ以上の日銀の信認低下を回避する意味から、2月の決定会合での利上げ問題への対応は日銀にとって正念場だ。

ただ、1月決定会合後公表された統計は、どちらかといえば弱いものが目立つ(図表4)。特に1月26日発表の消費者物価指数が下振れたことは2月利上げの可能性を大きく低下させた。

(図表4) 1月決定会合後発表の経済統計

発表日		市場コンセンサス	実績	前月実績	市場コンセンサスよりも改善を示したか?	前月よりも改善を示したか?
1月15日	機械受注(前月比、11月分)	3.5%	3.8%	2.8%	○	○
1月26日	全国消費者物価・生鮮食品除き総合(前年比、12月分)	0.2%	0.1%	0.2%	×	-
1月29日	小売業販売額(前年比、12月分)	-0.6%	-0.3%	-0.1%	○	×
1月30日	完全失業率(12月分)	4.0%	4.1%	4.0%	×	-
	家計調査・消費支出(前年比、12月分)	-1.2%	-1.9%	-0.7%	×	×
	鉱工業生産指数(前月比、12月分)	0.4%	0.7%	0.8%	○	×
1月31日	毎月勤労統計・現金給与総額(前年比、12月分)	0.5%	-0.6%	0.2%	×	×

(注) 市場コンセンサスはブルンバーク調査による

12月コアCPIは、前月の11月（0.2%）から0.1%に低下した。また、ヘッドラインの低下とともに、いわゆる日銀ロジックともいうべき原油価格除きなど実力部分のCPIも低下しており、利上げにはかなりの障害となる結果だった。

月次の統計を見る限りでは、1月の決定会合で利上げに反対した6人の審議委員が意見を変えろとはまったく考えられない。

### （唯一チャンスの2月15日のQE）

唯一、審議委員の意見が変わる可能性があるのが、2月15日発表のGDP統計。

天候などの特殊要因で落ち込んだ7-9月（前期比0.1%、前期比年率0.3%）前期比年率の反動もあり、10-12月期は前期比0.9%（前期比年率3.7%）と予想される。7-9月期に大幅に落ち込んだ民間消費（前期比▲0.2%）が前期比0.7%と比較的高い伸びとなり、国内民需が2四半期ぶりの増加となる見込みだ。

強めの消費の数値をもって「消費の基調は崩れていない」、また物価についても須田委員が1月25日の講演の中で「私にとって関心あるのは物価の先行き基調です。GDP統計の改訂で、物価の基調を決める要因である需給ギャップとユニットレーバークオストの動きを点検しましたが、物価の基調判断に変更を迫るものではありませんでした」と述べているように、10-12月期GDPをもって物価の先行き、基調の判断をし、12月の利上げ見送りの際に総裁が示した弱めの消費・物価に対して、フォワードルッキングの観点から、自信が持てた→利上げといったロジックを展開してくる可能性は残る。また今回2月に関しては、純粋な経済・物価情勢判断以外の「信認回復」といったプラスオン材料も相当程度意識されるはずで、1月の決定会合で利上げ見送りとなった委員の数人が利上げ賛成にまわる可能性は低いながらもある。筆者は、今後数ヶ月というタームで見れば2月利上げの可能性が、低いながらも最も高いと見ている。

日銀がうまくこの少ないチャンスを生かせるかどうか、市場対話が鍵になりそうだ。①GDP発表（2月15日）から決定会合（2月20・21日）までは日がない、②GDP前に2回講演が予定（2月8日春審議委員、2月8日岩田副総裁）されているが、QEで高成長が予想されるにせよ、その前に強気のトーンでの発言となれば、逆に市場は12月、1月を連想してしまう。③マスコミもかなり慎重な報道となりそうなことを考えると、市場に利上げを織り込ませられるか、日銀には至難の業になりそう。

2月見送りとなった場合には、市場の追加利上げ観測期待が今以上に冷え込み、市場の利上げ時期の思惑は、政局（4月統一地方選、7月22日（予定）参院選）を意識し、8月以降に一挙にずれ込む公算大。そうした中では、今後原油安等で予想されるコアCPIの低飛行は、日銀シナリオの修正を余儀なくさせ、利上げの可能性を完全に封じるといった展開につながっていくだろう。

## ● 金融市場：日米金融政策への思惑から、円ドルレートは02年12月以来の122円台に (10年金利)

### 1月の動き

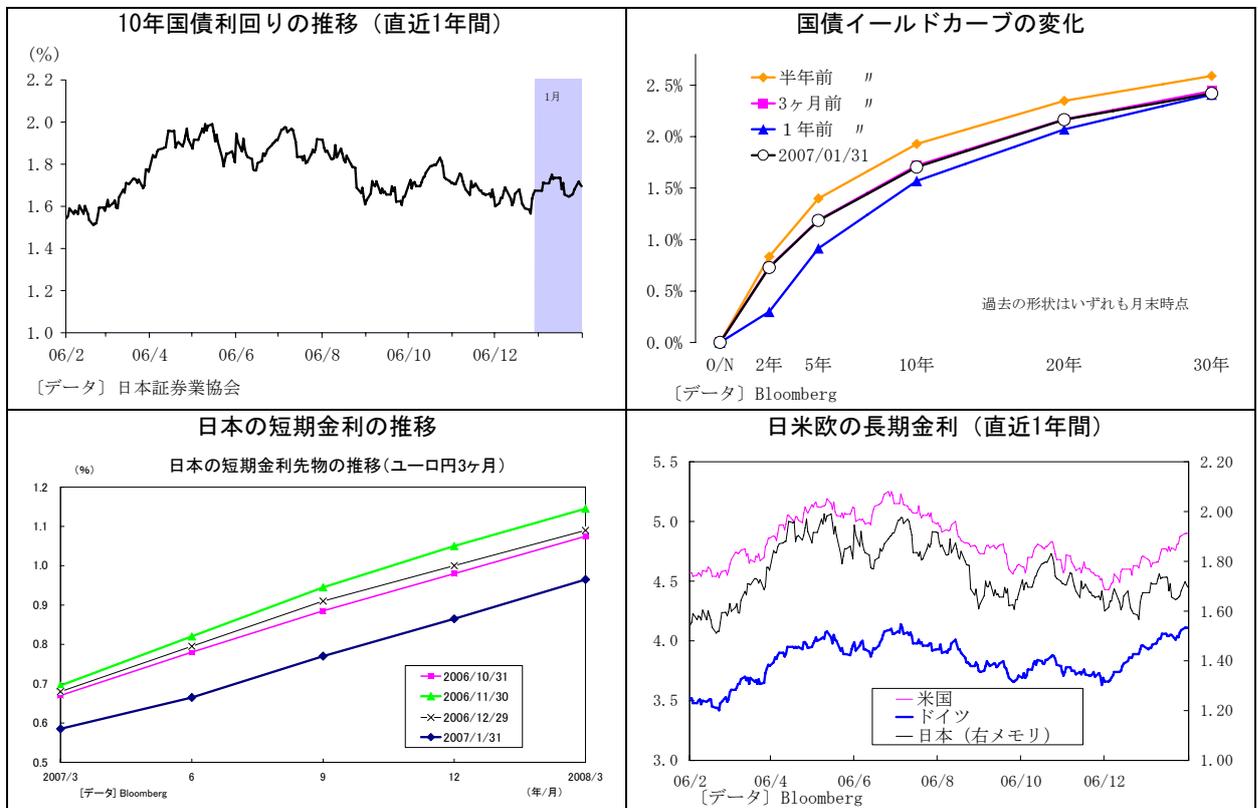
10年国債利回りは、1月初め1.7%前半でスタート。5日の米雇用統計が堅調な内容となり米長期金利が上昇し、国内金利も上昇した。10日に日銀調査統計局長の早川英男氏が強気の景気認識を示すと1月利上げ観測が強まり、15日の機会受注統計が市場予想を上回ると、1.7%後半に上昇。しかし、17・18日の決定会合前に利上げ見送り報道がなされ、決定会合で見送りとなると、一気に金利低下となり19日には1.6%半ばに。その後、25日に須田審議委員が利上げに前向きな発言をするなどいくつか材料があったが市場は反応薄。26日に12月分コアCPIが市場予想を下回ると朝方買いが一時先行したが、米国長期金利が上昇基調を強めていることを受け29日には1.7%前半に。しかし、30日には12月分消費や雇用関係の指標が予想対比弱め数値となり、2月利上げを支援する材料とはならなかったことで再び1.7%近辺に低下した (図表5)。

### 当面の予想

長期金利は、米国長期金利の上昇に連動し、イールドカーブがスティープ化する圧力が高まる。ただし①日銀の連続利上げ観測が醸成されない、②国内の先行き景気に対して不透明感が払拭されないため、07年前半の上昇幅は限定的。

07年後半から日本の景気のパフォーマンスも上向き、さらに米国など世界経済が再び強まることで日銀による連続利上げの期待は高まり、長期金利の上昇ピッチは早まるだろう。

図表5 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 1月の動き

1月初めの円ドルレートは119円近辺からのスタート。年始より日銀の1月利上げ観測が強まっていたが、5日の米国雇用統計が好調、8日にコーンFRB副議長「インフレ警戒を緩めるのは早い」との発言、10日米11月貿易赤字の改善などを受け、12日には120円台までドルが買い進まれる。その後120円台での動きとなったが17-18日の日銀の決定会合前の16日、利上げ見送りとの報道がいつせいに流れると円売りの動きに。18日米12月住宅着工が予想外の増加となると19日には121円台に。その後2月7日で円安是正を協議との報道や、25日の須田日銀審議委員の利上げ前向き発言を材料に120円前半まで円が買われる場面もあったが、25日米12月中古住宅在庫減少を受け米長期金利が上昇し、26日には日本の12月コアCPIが市場予想を下回ると121円後半まで再びドルが買われる。その後も米景気の堅調への期待が強く2002年12月以来の122円台に突入した。30日には国内で雇用と消費の弱さが示されたが、予想を上回る鉱工業生産や欧州当局の円安けん制発言でやや円が買い戻され、121円後半での推移となった（図表6）。

### 当面の予想

円ドルレートは、米国利下げ期待が大きく後退したことで、目先ドルの高値をトライする展開となるだろう。ただし米国のソフトランディング期待は高まっているとはいえ、成長鈍化の方向性には変わりなく、利下げ期待が払拭されたわけではない。また世界の通貨間では円の独歩安の状態となっていることから潜在的な円高圧力が高いことなどもあり、ドルの上値をある程度抑えるだろう。

年後半以降は、①日銀の追加利上げ観測の高まり、②08年の大統領選挙を控え再び米国の対外不均衡問題が市場でテーマとなり始めることもあり、円高基調に転じると予想。

## (ドルユーロレート)

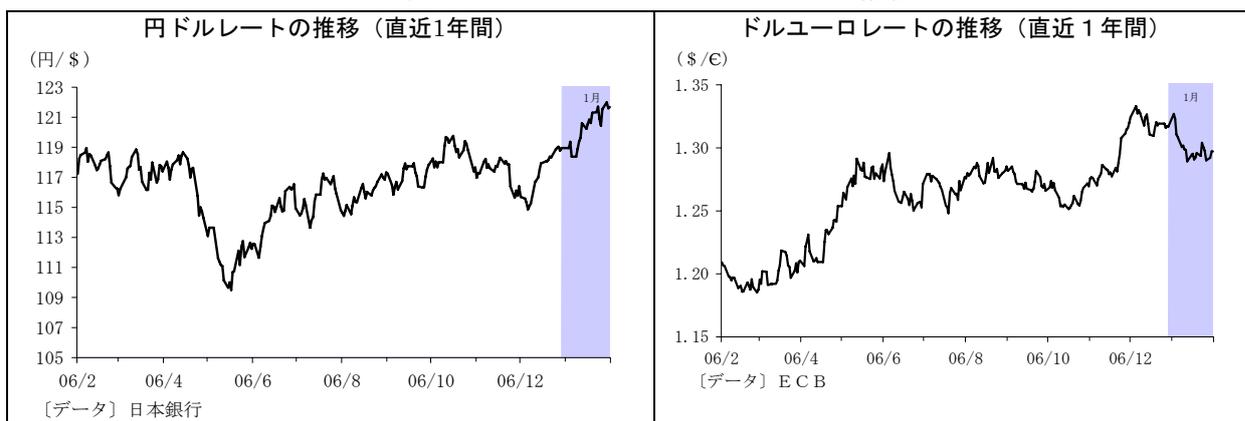
### 1月の動き

1月初めのドルユーロレートは、1.32台前半でスタート。円ドルレートと同様にドル高の材料に反応し、10日には1ヵ月半ぶりとなる1.29台までドルが買い進まれる。11日にはECBで金利据え置きが決定され、トリシェ総裁が会見でインフレに対して「強い警戒」というフレーズを使わなかったことで1.28台後半までユーロが下落する。16日ドイツ1月ZEW指数が予想以上の改善を示すと1.30近辺までユーロが買われる。その後米国の経済指標が好調なものが示され1.29台での推移となった。23日ユーロ圏11月製造業受注が予想を上回ると1.30台までユーロ高が進む。25日米12月中古住宅在庫減少、26日には米12月耐久財受注や新築住宅販売が予想を上回るとドルが買われ1.29台前半に。月末は若干ユーロが戻し1.29台半ばとなった（図表6）。

### 当面の予想

当面のドルユーロレートは、米国のソフトランディング期待が高まる一方で、過去のユーロ高の影響や利上げ効果、ドイツの増税などにより、07年入りのユーロ圏の景気減速が支配的になる中でユーロ堅調相場が一服すると予想する。ただし、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、さらにユーロ景気も大きな屈折はなく07年後半から回復に転じることから、ユーロ安も限定的にとどまる見込み。

図表6 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

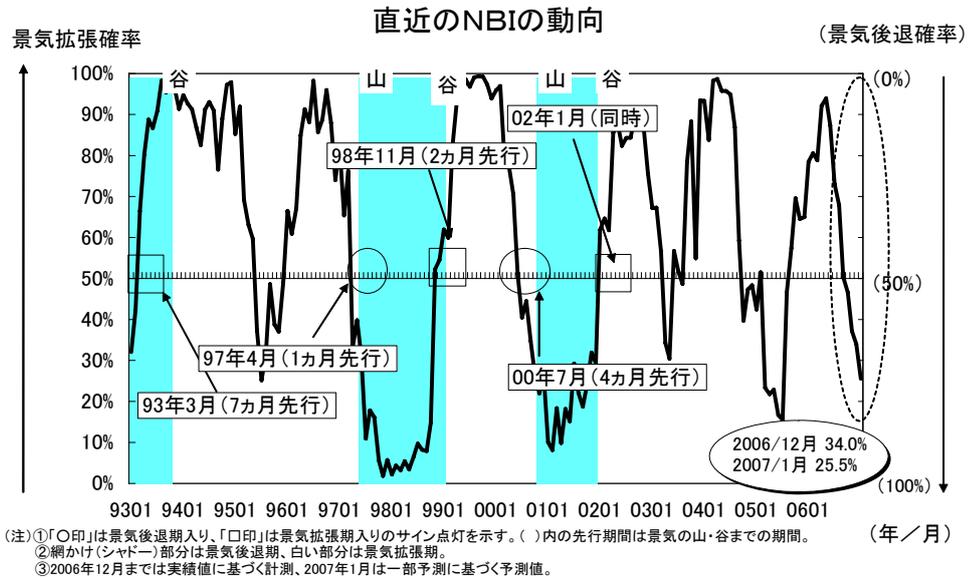


### 金利・為替予測表

	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	0.25	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	5.25	5.25	5.00	-
	10年金利 (平均)	4.9	4.6	4.8	4.7	4.6	4.7	-
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	3.8	4.0	3.9	3.8	3.9	-
円ドル	(平均)	116	118	118	118	115	115	110
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.29	1.29	1.28	1.28	1.28	1.28
円・ユーロ	(平均)	148	152	152	151	147	147	141

## 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) ~12月: 34.0%、1月 (予測値): 25.5%



	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	
06/2	80.5%	547,292	0.2%	42.5%	
06/3	78.8%	544,160	▲0.6%	41.5%	
06/4	92.1%	541,313	▲0.5%	44.0%	
06/5	94.0%	553,235	2.2%	47.5%	
06/6	87.3%	549,379	▲0.7%	47.7%	
06/7	73.0%	546,811	▲0.5%	46.8%	
06/8	67.8%	548,787	0.4%	47.6%	
06/9	50.3%	549,528	0.1%	49.7%	
06/10	46.6%	552,283	0.5%	49.8%	
06/11	37.1%	554,505	0.4%	50.0%	
06/12	34.0%	552,929	▲0.3%	49.9%	
07/1 (予測値)	25.5%			49.9%	
07/2				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2007年1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)