



# 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（5月）～低い物価上昇率でも利上げを示唆（展望レポート）

1. 展望レポート（4/27日公表）は、景気・物価情勢の見通しについて前回10月展望レポートの延長線上の見方が示された。すなわち先行きについては、息の長い拡大を続け、物価も前年比のプラス幅は次第に拡大との見方である。
2. 今後の利上げに対して慎重な言い回しとはなっているが、全体を通じては、①足元のリスク（とくに米国経済）が減じ、②例え物価上昇率が低くとも将来に向けて景気拡大・物価の基調としての上昇の確率が高い場合には、資産価格高騰など将来のリスクを鑑み、利上げを淡々と行うことが示唆されていると言えるだろう。
3. ただし、早期利上げが可能かといえ、現状では審議委員の大多数が利上げ容認に動き出す状況にはない。次回利上げは、CPIのプラス基調、米国経済の再拡大が確認できる秋口以降となると予想する。
4. 長期金利は、年度前半低位安定、後半は徐々にレンジが切り上がると予想。年度前半は①景気・物価とも停滞色が強まる、②日銀の連続利上げ観測も下火、③米長期金利低下の動き、から低位安定を続ける。ただし、年度後半には景気回復ピッチが再び高まり、物価が上昇トレンドに再び戻ることで、08年度を見据えた日銀の連続利上げ観測が強まり長期金利の上昇幅も拡大しよう。
5. 円ドルレートは、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。ただし年後半以降は、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。

### 2007～2008年度の日銀政策委員の大勢見通し

対前年比、%、&lt; &gt;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)
2007年度	2.0～2.1 <2.1>	0.7～0.8 <0.7>	0.0～+0.2 <0.1>
2006年10月時点の見通し	1.9～2.4 <2.1>	1.1～1.5 <1.2>	0.4～0.5 <0.5>
2008年度	2.0～2.3 <2.1>	0.8～1.0 <1.0>	0.4～0.6 <0.5>

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：展望レポート～低い物価上昇率でも利上げを示唆

(昨年10月と変わらない先行き回復・緩やかな物価上昇シナリオ)

4月27日公表の展望レポートは、景気・物価情勢の見通しについて前回10月展望レポートの延長線上の見方が示された。すなわち先行きについては、息の長い拡大を続け、物価も前年比のプラス幅は次第に拡大との見方である(図表1)。

ただし、審議委員の中では先行きの物価上昇率の見方について幅があるようだ。岩田副総裁の可能性が高いと思われるが、一人の委員が2007

年度の消費者物価上昇率をマイナスと予想している。次回利上げに向けて審議委員の意見が割れる可能性が高いといえるだろう。

今年の利上げを見通す上で、以下の点が展望レポートからどのように読み取れるかがポイントだった。

- ① コア消費者物価指数のマイナスを一時的と見ているか?
- ② 足もとの米国経済の状況をどう判断しているか?
- ③ 資産価格、円安へのリスク認識が前進するかどうか?

#### (次回利上げに向けた布石はきちんとうっている)

①については、「前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はごく小幅のプラス、2008年度は0%台半ばの伸び率となると予想される」と足元のマイナスは一時的との見方である。

②については、米国の景気減速のリスクウェートを高めている。

先行きの米国経済の減速のリスクについて「住宅市場の調整が予想以上に深いものとなったり、設備投資が下振れた場合、景気は一段と減速する可能性がある」とされ10月展望レポートから新たに設備投資の下振れも指摘されている。

③については、リスクを強調してきている。

次回利上げは物価上昇率が低い中で利上げを検討することになるため、利上げ根拠を第一の柱よりも第二の柱にウェートをかけた説明とならざるをえない。やんわりと次回利上げに向けた理論武装の準備を行っている。

(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)
2007年度	2.0~2.1 <2.1>	0.7~0.8 <0.7>	0.0~+0.2 <0.1>
2006年10月時点の見通し	1.9~2.4 <2.1>	1.1~1.5 <1.2>	0.4~0.5 <0.5>
2008年度	2.0~2.3 <2.1>	0.8~1.0 <1.0>	0.4~0.6 <0.5>

政策委員の見通しの幅

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)
2007年度	1.9~2.5	0.5~1.5	▲0.1~+0.2
2006年10月時点の見通し	1.8~2.6	1.0~1.7	0.4~0.6
2008年度	1.9~2.4	0.7~1.2	0.3~0.6

### (利上げの自由度確保)

今回、先行きの政策自由度を高めるためと思われる言い回しの変更が行われている。

先行きの金融政策の運営方針について、10月では「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」とされていたが、今回「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる」と「変化に応じて」から「改善の度合いに応じたペースで」という言葉に変わっている。

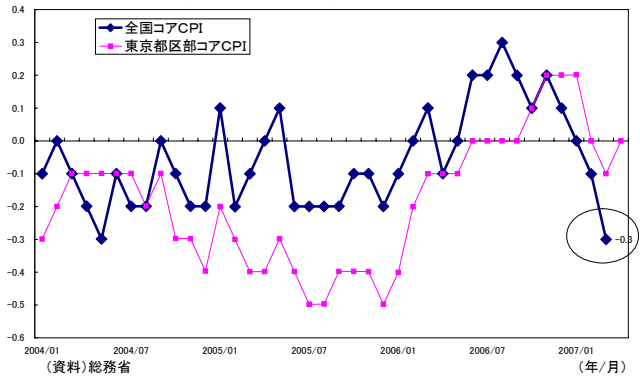
これは、①物価上昇率が高まらなくとも利上げをすること、とくに景気・物価が直近期よりも良くなったら利上げをする、悪くなったらしないというものではない、②半年に一回という市場が現在考えているペースはいくらでも変わる、という意思表示と読める。

### (物価プラス基調、海外経済の再加速を待つ利上げへ)

今回の展望レポートはほぼ筆者の事前予想通りで、利上げ時期の見直しを変更する必要はなしと考える。

今後の利上げに対して慎重な言い回しとはなっているが、全体を通じては、①足元のリスク（とくに米国経済）が減じ、②例え物価上昇率が低くとも将来に向けて景気拡大・物価の基調としての上昇の確率が高い場合には、資産価格高騰など将来のリスクに鑑み、利上げを淡々行うことが示唆されていると言える。

(前年比) (図表2) 全国と東京都区部コアCPIの動き



ただし、早期利上げが可能かといえ、現状では審議委員の過半数が利上げに動き出す状況にはない。

- ① 展望レポートと同時に示された「物価安定の理解」では、「中長期的な物価安定の理解」は、消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している」と昨年4月と同様との確認がなされている。足もと3月全国消費者物価指数(コア)は▲0.3%で、物価安定で示された0-2%のレンジに足元おさまっておらず(図表2)、説明責任の点からも現状の利上げは相当難しい。
- ② また、先行きを展望しても、4月東京都区部でも、サービス価格の上昇という点は見えていない。生産もIT在庫の積みあがり、4-6月も足踏みの状況が続く。また米国でも先行き良好との動きは今のところなく、景気・物価は下振れリスクが高まっている状況にあり、審議委員の大半が利上げへとは判断できず、当面様子見の展開にならざるを得ないだろう。

筆者は、追加利上げはCPIのプラス基調、米国経済の再拡大が確認できる10-12月期(10月)になると見ている。

## ● 金融市場：ユーロ堅調の動きが継続

### (10年金利)

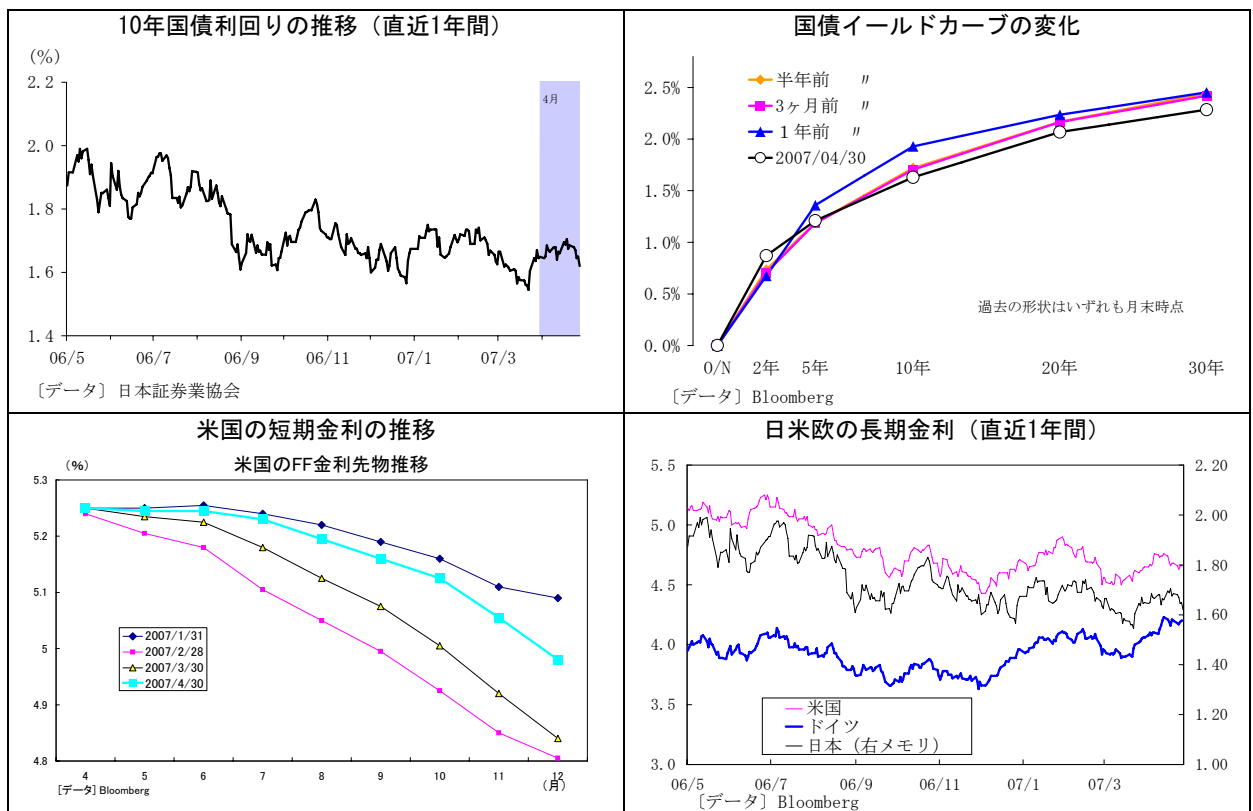
#### 4月の動き

10年国債利回りは、4月1.6%半ばでスタート。4/2日の3月短観は予想の範囲内で材料とならず。その後、米長期金利上昇や株価堅調、米2月雇用統計（6日）が市場予想を上回る良好な結果となると1.7%近辺まで上昇。機械受注（11日）が市場予想を大幅に下回り低下する場面もあったが、11日に3/20・21日のFOMC議事録が公表され利下げ観測が後退、株価堅調などから18日には1.7%を超える。月末にかけては、①米国長期金利が低下、株式市場の反落、円高、②27日に消費者物価指数や生産が予想を下回った、ことを材料に1.6%前半まで低下した（図表5）。

#### 当面の予想

長期金利は、年度前半低位安定、後半は徐々にレンジが切り上がると予想。年度前半は①景気・物価とも停滞色が強まる、②日銀の連続利上げ観測も下火、③米長期金利低下の動き、から低位安定を続ける。ただし、年度後半には景気回復ピッチが再び高まり、物価が上昇トレンドに再び戻ることで、08年度を見据えた日銀の連続利上げ観測が強まり長期金利の上昇幅も拡大しよう。

図表3 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 4月の動き

円ドルレートは4月、117円後半からのスタート。月初はISM非製造業景況指数や製造業受注指数が市場予想を下回りドルが売りに。6日の米雇用統計は市場予想を上回る結果となり、ドルが一気に買い進まれ、119円台超えに。11日にはFOMC議事録が公表され依然インフレ懸念が強いことが示されドルサポートに。13日のG7では円安問題への言及がなかったことで、週明けからドル堅調地合いが継続したが、17日米3月消費者物価指数が市場予想を下回り、24日3月中古住宅販売の悪化を受け118円台半ばに円が若干戻す。月末にかけては米株堅調、逆に日本では消費者物価指数、鉱工業生産の悪化などから再びドル高が進み119円台半ばとなった（**図表6**）。

### 当面の予想

当面、円ドルレートは、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。ただし、年半ばにかけて米国では利下げに向かうとの見方が強まっている、また世界の主要通貨間では円の独歩安の状態となっていることで潜在的な円高圧力が高いことなどから、上値も限られよう。

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はじめることもあり、円高基調に転じると予想。

## (ドルユーロレート)

### 4月の動き

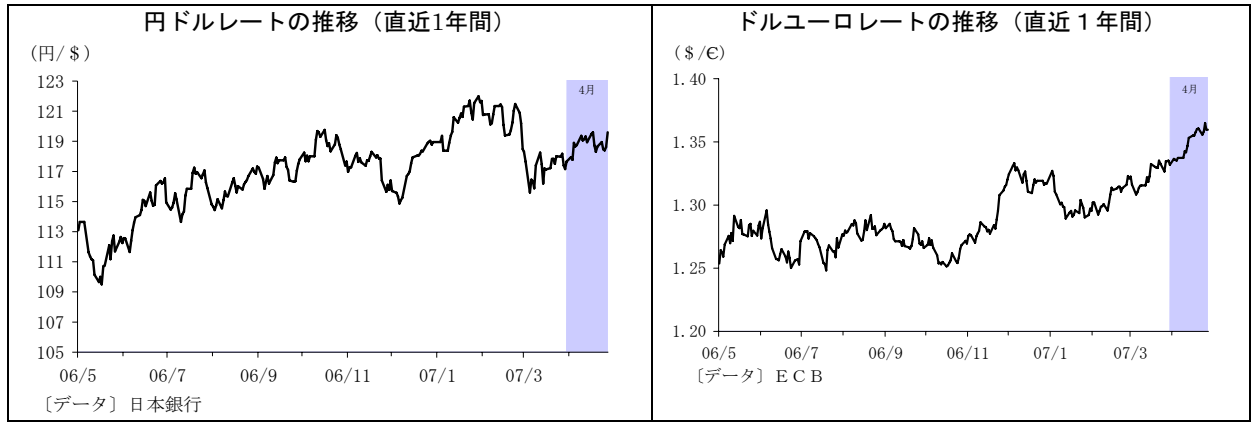
ドルユーロレートは、4月、1.33台後半でスタートし、月初は比較的動きが少なかった。しかしユーロ圏の好調な経済統計発表を受け、ECBの追加利上げ期待が高まる中、ユーロ買いの展開に。12日のECB理事会のトリシェ総裁の会見で追加利上げの可能性が示唆され、また週末13日のG7で為替への言及がないとの見方が強まり、13日に1.35台へ。G7でユーロ高への懸念が示されなかったことで、市場では日米欧での景況・金利差に着目し、ユーロが一気に買い進まれる。連日ユーロは対ドル、対円で最高値を更新し続けるという展開が続く。月末にはユーロドルは1.36台半ばとなる（**図表6**）。

### 当面の予想

当面のドルユーロレートについて、ユーロ堅調へ見通しを修正する。ドルユーロレートは、①ドイツでの付加価値税増税による景気減速が限定的、②ユーロ圏内のインフレ懸念が収まらず、追加利上げ期待感が払拭されにくい環境、③米国の景気減速懸念、からユーロじり高の動きは継続。

年後半には、ユーロの追加利上げ観測が終息し、米国経済の再加速が見えはじめるとユーロ高傾向も一服しよう。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は続く見込みで、ドルが切り返すまでにはいかずユーロが高値圏で推移することになるだろう。

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

		2007年				2008年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.9	2.2	2.2
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00
	10年金利 (平均)	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0
円ドル	(平均)	119	118	115	115	110
ユーロ・ドル	(平均)	1.31	1.36	1.37	1.37	1.37
円・ユーロ	(平均)	156	161	158	158	151