

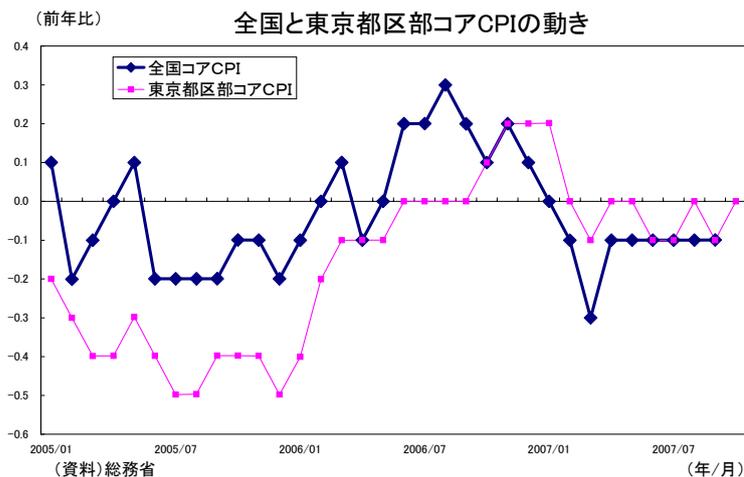
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き (11月) ~コストプッシュインフレと日銀の利上げ

1. (金融政策) FRBは10月31日、声明で「インフレ加速と景気減速の危険性が今回でほぼバランスがとれた」と、しばらく様子見であるとのスタンスを示した。連続利下げが一旦据え置かれる公算がでてきた。ECBは足元物価が政策目標を上回っている。国際市況などの状況によっては、今後インフレ懸念が前面に出てくる可能性がある。
2. 日銀は10月31日公表の展望レポートで、08年にかけての経済・物価情勢は、下ぶれリスクは高いが、景気回復・物価上昇が続くとの見解を示した。
3. コストプッシュでコアCPIは早ければ10月分からゼロ%以上に。日銀の利上げ判断は、米国経済の見極め、国際金融市場の落ち着き確認ともに、国内では賃金・消費動向が大きなカギとなりそう。
4. (長期金利) 日銀の利上げ観測が大きく後退しており当面低位安定となろう。年明け以降、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、国内長期金利は緩やかに上昇しよう。
5. (為替) 米国経済の下ぶれリスク、米国利下げ観測からドル安が意識される展開が続く。年明け以降、日銀の追加利上げへの観測が再び高まることで緩やかに円高が進行すると予想する。

コアCPIは早ければ10月分からゼロ%以上に



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/>

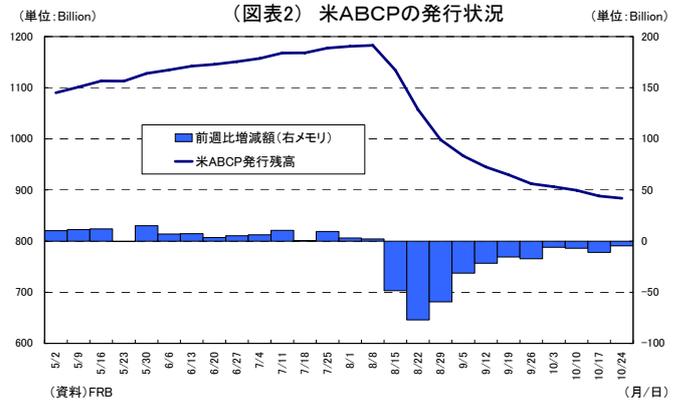
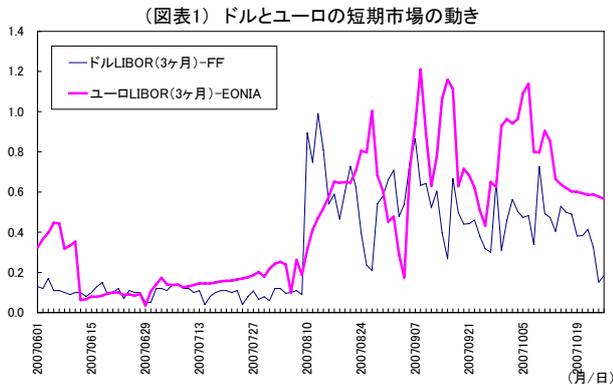
< 金融政策、金融・為替市場の動き >

● 金融政策（日銀ウォッチ）：コストプッシュインフレと日銀の利上げ

（FRBは様子見へ、年末・年始にかけてECBの動向が注目）

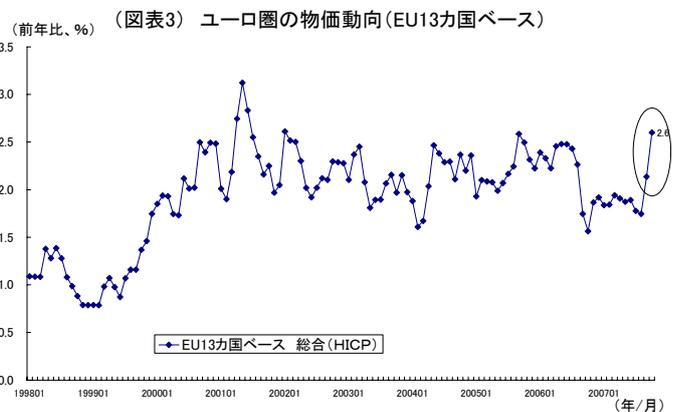
国際金融市場の動向を見ると、欧米市場のターム物金利は緩やかに低下、ABCPの発行減少のペースも緩やかになっている（図表1, 2）。

ただ、今後の金融機関の決算がどうでてくるのか、市場の反応はどうか、年末に向けて金融市場の機能の回復が続くのかどうか、不透明な環境はまだ続き注視が必要という状況に変化はない。



FRBは31日、FOMCでFFレートを0.25%下げ4.25%とした。声明で「インフレ加速と景気減速の危険性が今回ではほぼバランスがとれた」と、今後は様子見であるとのスタンスを示している。次回合は12月11日。今後発表される経済統計次第ではあるが、9月、10月と続いた連続利下げが一旦据え置かれる公算がでてきた。

足元の原油価格が90ドルを突破している。もともとサブプライム問題前に日米欧でもっともインフレ懸念を強めていたECBにとっては頭の痛い状況だろう。先行きの景気鈍化、ユーロ高進行などが先行き物価に低下圧力になるとは言え、国内の労働市場はタイト化を続けており、足元の国際市況の上昇は相当気がかりなところだ。10月の消費者物価は前年比2.6%と9月に続きECBの政策目標である2%を上回っている（図表3）。



欧州金融機関の流動性問題などを考えると、年末まで利上げを決断する可能性は低い。

ただし、今後の物価動向、国際市況の状況によっては、インフレ懸念を前面に出してくる可能性があるだろう。

ECB理事会は11月8日、12月6日に開催されるが、インフレ警戒トーンがどの程度高まるのか、日銀の利上げ時期を占う上でも重要となってくる。

(展望レポート：下ぶれリスクは高まるも景気回復・物価上昇シナリオは維持)

10月31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概ね前回4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、物価も次第にプラスになるとの見方である。

(図表4) 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	1.7~1.8 <1.8>	1.9~2.1 <2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
2007年4月時点の見通し	2.0~2.1 <2.1>	0.7~0.8 <0.7>	0.0~+0.2 <0.1>
2008年度	1.9~2.3 <2.1>	0.9~1.2 <1.0>	0.2~0.4 <0.4>
2007年4月時点の見通し	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	1.7~2.0	1.8~2.2	0.0~+0.1
2006年10月時点の見通し	1.9~2.5	0.5~1.5	▲0.1~+0.2
2008年度	1.9~2.4	0.8~1.5	0.2~0.5
2006年10月時点の見通し	1.9~2.4	0.7~1.2	0.3~0.6

政策委員9人による見通し数値はほぼ事前のコンセンサス通りの内容となった。実質GDPの予想中央値は2007年度を前回(4月)2.1%から1.8%に下方修正、2008年度は前回と同じ2.1%に据え置いた。消費者物価指数は、2007年度を前回0.1%から0.0%、2008年度を前回0.5%から0.4%に下方修正した(図表4)。

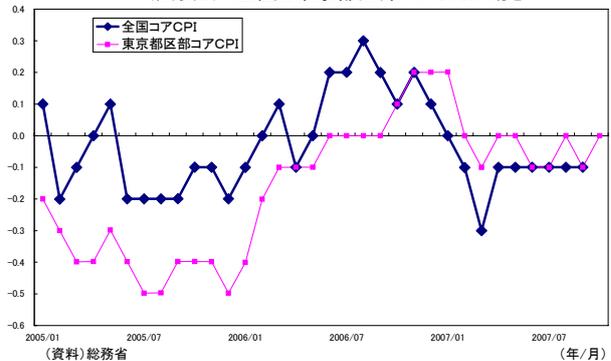
福井総裁は会見で「世界経済に不確実性が生じている。下ぶれリスクは高まっている」としたが、景気については「住宅投資の振れが07年度の成長率を幾分下押しする一方、08年度の成長率を幾分押し上げるとみられる」とした上で、「成長率の水準はならしてみると潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い」、物価については「上昇基調を続けると見られる」というシナリオの蓋然性が高いとの見解を示した。

(コアCPIはプラスとなりそうだが、コストプッシュでは利上げは困難)

展望レポートの予測数値を見ると、2007年度のコアCPIの予測で全員がプラスを予想している。コアCPIは、4月から9月分の6ヶ月間、▲0.1%となっており、年度後半ゼロを上回るとの見方だ。

確かに原油価格の高騰を受けコアCPIは早ければ10月分からゼロないしプラスになってくる可能性がでてくる(図表5)。物価状況が改善すること自体は日銀の利上げにとっ

(図表5) 全国と東京都区部コアCPIの動き



てサポート材料となりうるが、足元の物価改善の動きは、景気回復が長期にわたり需給環境の改善が続いていることよりは、原材料高騰といったコスト・プッシュ・インフレーションの色合いが強く、日本経済にとって健全なものとは言い難い。

原材料の高騰は、新興国の経済発展にともなった実需で価格が上がっており、日銀が利上げをしても、原材料高騰の流れは変わらない。家計、企業の状況が大きく変わる可能性は小さく、一方で賃金低迷、大企業と中小企業の格差、地方の疲弊などに対して利上げのマイナス面が目立つ可能性すらある。

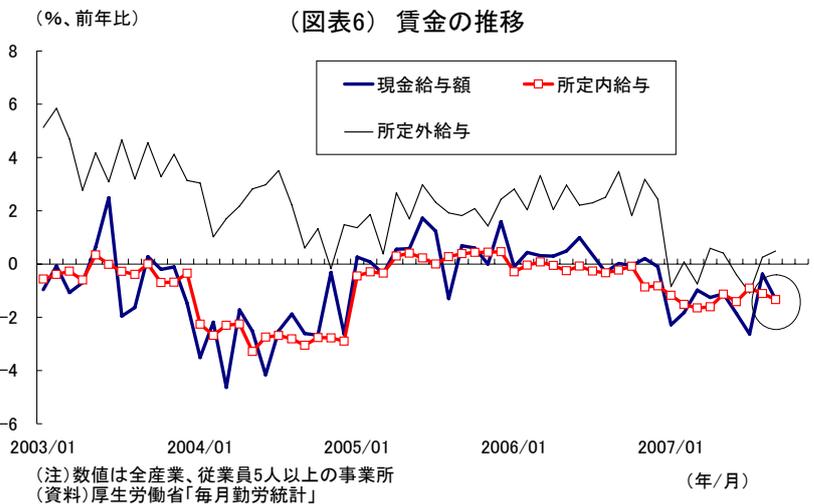
日銀としては、日本経済が「持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、金利水準の調整を行う」という金利正常化のロジックに沿って利上げの必要性を市場と対話することになるだろうが、先行き景気回復が続き、ディマンド・プルによるインフレ圧力が高まるとの自信・確信が必要となる。

(利上げの是非は、海外動向とともに、国内動向、特に賃金・消費がカギに)

今回の展望レポートは、足元のダウンサイドリスクが前回4月に比べて強まっている。福井総裁も会見で「世界経済に不確実性が生じている。下ぶれリスクは高まっている」とした。筆者は、下ぶれリスクについて米国経済・国際金融市場の混乱という要因とともに、国内要因もダウンサイドを意識した文面になっていると感じた。とくに家計部門、中小企業、賃金の弱さというキーワードが目立っている。

国内の状況を見ると、設備投資の頭打ち、賃金・消費の低迷、さらに改正建築基準法の影響が住宅投資を予想以上に落ち込ませており、日銀のシナリオである「緩やかな回復」のモメンタムが落ちてきていることも否定できなくなっている。

当面最大の注目点は、米国経済・国際金融だが、今年2月の利上げの際にも論点となった国内経済、特に賃金・消費動向が利上げ判断を大きく左右する展開となるだろう **(図表6)**。



● 金融市場：G7を受けドル安進行、ドルユーロは再び最高値を更新

(10年金利)

10月の動き

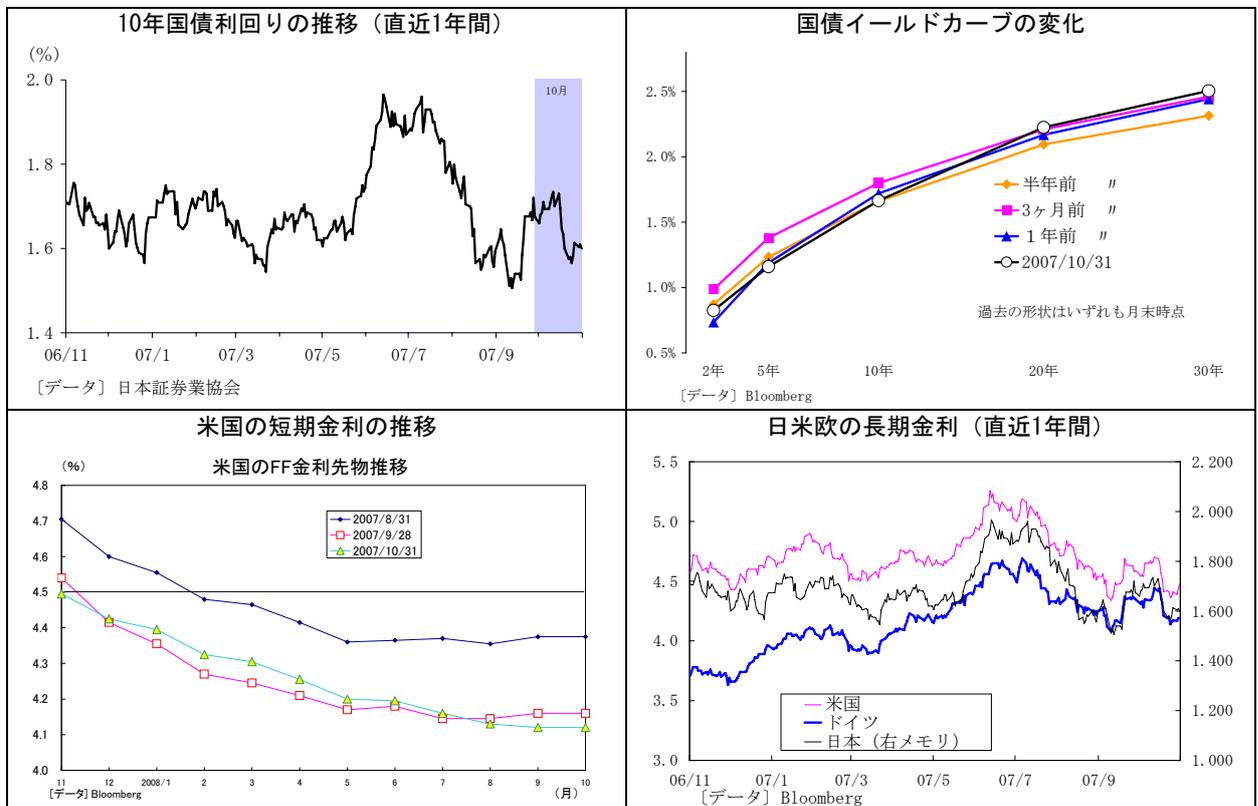
10年国債利回りは、月初1.6%半ばでスタートし、月末1.6%。

1日の日銀短観で中小企業の業況判断が悪化し、金利が一旦は低下したが、2日に前日米ダウが史上最高値を更新したことで金利上昇となり4日には1.7%台に。5日の米雇用統計（9月分）が良好な結果となると、米国金利上昇の流れを受け、1.74%まで上昇した。その後、15日バーナンキFRB議長「米住宅市場が成長の重石になる」との発言、米住宅関連指標の悪化を受けて、米株が大きく下落し19日には1.6%近辺まで低下した。G7は大きな材料がない中、米長期金利が低下し2006年9月以来の1.5%台に。26日にはCPIの下落要因として注目されていた携帯電話の新材料体系を総務省がCPIに採用しないと公表、それを好感し1週間ぶりに1.6%台に。月末にかけて31日のFOMCや日銀の展望レポートを控えて様子見の展開となった（図表7）。

当面の予想

米FRBは10月利下げ後、今後はしばらく様子見であるとのスタンスを示したが、米国経済下落リスクが意識される中では、グローバルには金利上昇は限定的で、結果的にはボックス圏の動きとなろう。日本も日銀の利上げ観測が大きく後退しており低位安定となろう。年明け以降、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、国内長期金利は緩やかに上昇しよう。

図表7 金利関係図表



(円ドルレート)

10月の動き

円ドルレートは、月初114円後半からスタートし、月末114円後半。

月初から米ダウが史上高値を更新し、ドルが買われ3日には、116円台に。5日に米国雇用統計（9月分）が良好な結果、9日FOMC議事録が景気に対して比較的楽観的な姿勢となっていたことで117円前半に。11日の日銀決定会合後の会見で、福井総裁が早期利上げに対してトーンが弱まったことで117円後半に。その後17日に米住宅着工（9月分）が14年ぶりの低水準となりドル安に。G7前の19日はバンクアメリカなどの決算が低調で米株が大幅下落を示すと一時、114円台に。G7でドル安是正への具体策が示されなかったことで22日には113円台に。その後各国の株価堅調で一旦ドル安に歯止めがかかり115円近辺までドルが買い戻されるが、24日米中古住宅販売（9月分）が市場予想を下回る悪化を示すと114円半ばとなり、月末にかけて114円台後半での推移となった。

(図表8)。

当面の予想

米国経済の下ぶれリスク、米国利下げ観測からドル安が意識される展開が続く。ただし、米FRBの利下げなどを受け、当面は114円をはさんだ横ばいでの動きとなるだろう。年明け以降、日本の景気回復の加速、日銀の追加利上げへの観測が再び高まることで緩やかに円高が進行すると予想する。

(ドルユーロレート)

10月の動き

ドルユーロレートは、月初1.42台前半でスタート、月末には1.44台後半。

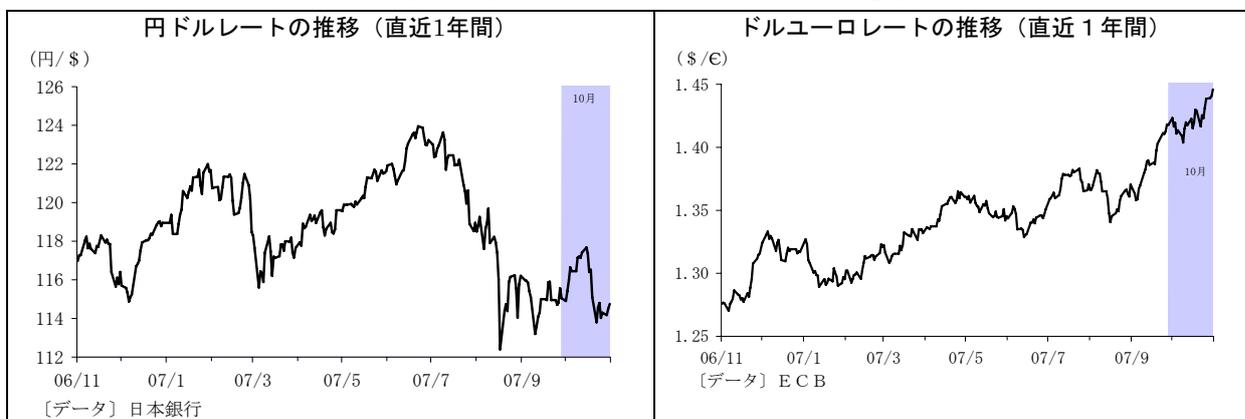
月初からユーロが高値で推移する中、米ダウが史上高値を更新すると1.41台までドルが戻すが、G7をにらみ欧州各国からユーロ高に対する懸念が相次ぎ述べられると1.40台に。その後欧州各国の統計が良好となり、G7でユーロ高について各国共通の認識にはならず従来の見解の域を出ないとの見方が強まると1.42台までユーロが買われる。米国では低調な経済統計や企業業績が相次ぎ、G7前の19日には1.43台と再び史上高値を更新する。G7では予想通りユーロ高是正への具体策が示されなかったが、ユーロの高値警戒感から、一旦ユーロが売られた。その後24日米中古住宅販売（9月分）が市場予想を下回る悪化を示すと再び1.43台に、月末にかけて再びユーロ高が進み1.44後半と再び最高値を更新した（図表8）。

当面の予想

当面、FRBの利下げ観測・景気下振れリスクが続き、原油高によるユーロ圏のインフレ懸念・ECBの利上げへの思惑も生じやすくユーロ高の動きは続こう。08年以降、米国の景気減速傾向もとまり米利下げ期待も払拭されると、ユーロ堅調相場は一旦終息に向かおう。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

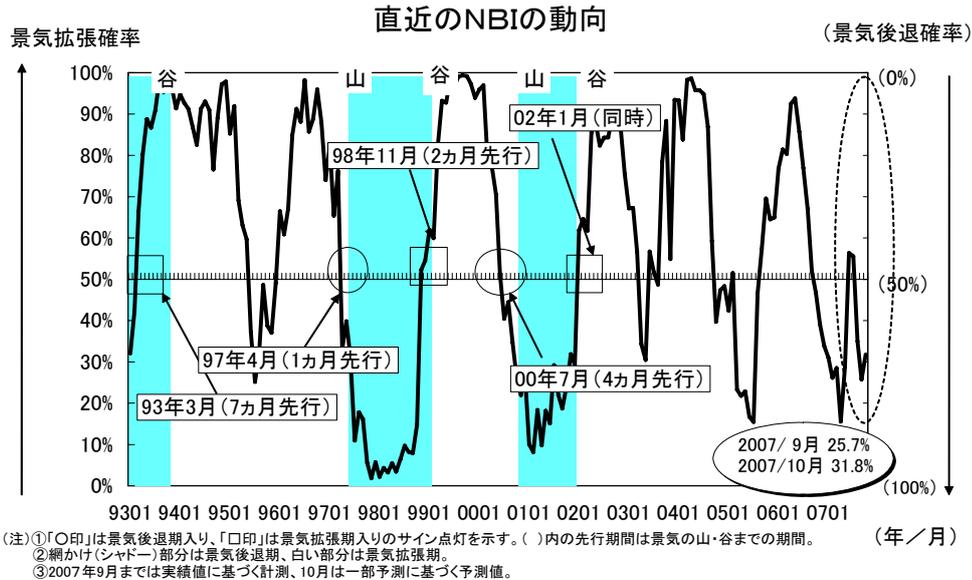


金利・為替予測表 (2007年11月1日現在)

		2007年		2008年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
アメリカ	FFレート (期末)	4.75	4.50	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.7	4.5	4.4	4.5	4.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5
円ドル	(平均)	118	114	114	113	113
ユーロ・ドル	(平均)	1.38	1.43	1.43	1.43	1.43
円・ユーロ	(平均)	163	163	163	162	162

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 : 25.7%、10月 (予測値) : 31.8%



	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	
06/11	39.0%	556,500	0.2%	50.0%
06/12	33.9%	553,974	▲0.5%	50.0%
07/1	31.0%	561,437	▲1.3%	49.9%
07/2	26.1%	560,846	▲0.1%	49.8%
07/3	28.5%	555,442	▲1.0%	48.6%
07/4	15.6%	555,745	0.1%	47.9%
07/5	28.8%	558,107	0.4%	47.6%
07/6	56.4%	557,540	▲0.1%	44.7%
07/7	55.6%	558,114	0.1%	46.6%
07/8	35.0%	562,836	0.8%	48.0%
07/9	25.7%	559,649	▲0.6%	46.3%
07/10 (予測値)	31.8%			44.5%
07/11				35.0%

(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2007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)