

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(7月号) ～「企業の物価見通し」を再び読み解く

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (短観) 7月2日に2回目となる日銀短観「企業の物価見通し」が公表された。物価全般の見通しは前回調査から殆ど変化がなかったが、自社販売価格の見通しは、多少上振れた。最近は価格転嫁が比較的スムーズに行われており、企業が価格引き上げに対して、以前より自信を深めている可能性が示唆される。ただし、自社販売価格見通しの水準は依然として非常に控えめだ。5年後の物価上昇幅は現状比で8%強に達するが、自社販売価格の上昇幅は2%強に留まる。また、中小企業の物価見通しが大企業を大きく上回っている点も気になる。中小企業は従来、価格交渉力の違いなどから仕入価格の抑制や転嫁が難しいため、仕入価格上昇に対する警戒感が強い。「企業の物価見通し」において高めの数値が出るのも、コスト上昇への警戒感が現れているに過ぎない可能性がある。つまり、中小企業を中心に物価見通しに上方バイアスがかかっている可能性が高く、また、その際に想定しているのは日銀の目指しているような「良い物価上昇」ではないとみられる。従って、今のところは大企業の物価見通しをより注視すべきであろう。
2. (日米欧金融政策) 6月の金融政策は、日米で現状維持となったが、ECBが追加緩和を決定した。日本は追加緩和の有無、米国は利上げの時期、ユーロ圏は追加緩和の効果がそれぞれ注目点となる。
3. (金融市場の動き) 6月は円高ドル安、ユーロドルは上昇、長期金利は低下した。当面ドル円の上値は重いものの、ドルのじり高を予想する。ユーロドルはECB追加緩和の影響を見極める段階にあることから横ばい、本邦長期金利も横ばい圏内の動きを予想。

物価全般の見通し(平均、前年比) (%)				
		1年後	3年後	5年後
全規模・全産業		1.5	1.6	1.7
前回比		(0.0)	(-0.1)	(0.0)
大企業	製造業	1.1	1.2	1.2
	前回比	(0.0)	(-0.1)	(-0.1)
非製造業	製造業	1.1	1.2	1.2
	前回比	(0.0)	(-0.1)	(0.0)
中小企業	製造業	1.7	1.8	1.9
	前回比	(0.0)	(-0.1)	(0.0)
非製造業	製造業	1.7	1.8	1.9
	前回比	(0.0)	(-0.1)	(0.0)

(資料) 日本銀行

自社販売価格の見通し(平均、現状比) (%)				
		1年後	3年後	5年後
全規模・全産業		1.1	1.9	2.3
前回比		(0.0)	(0.1)	(0.2)
大企業	製造業	0.3	0.2	-0.1
	前回比	(0.1)	(0.2)	(0.2)
非製造業	製造業	1.0	1.6	1.8
	前回比	(0.1)	(0.3)	(0.3)
中小企業	製造業	1.1	2.1	2.3
	前回比	(-0.1)	(0.4)	(0.2)
非製造業	製造業	1.6	2.8	3.5
	前回比	(-0.1)	(0.0)	(0.0)

(資料) 日本銀行

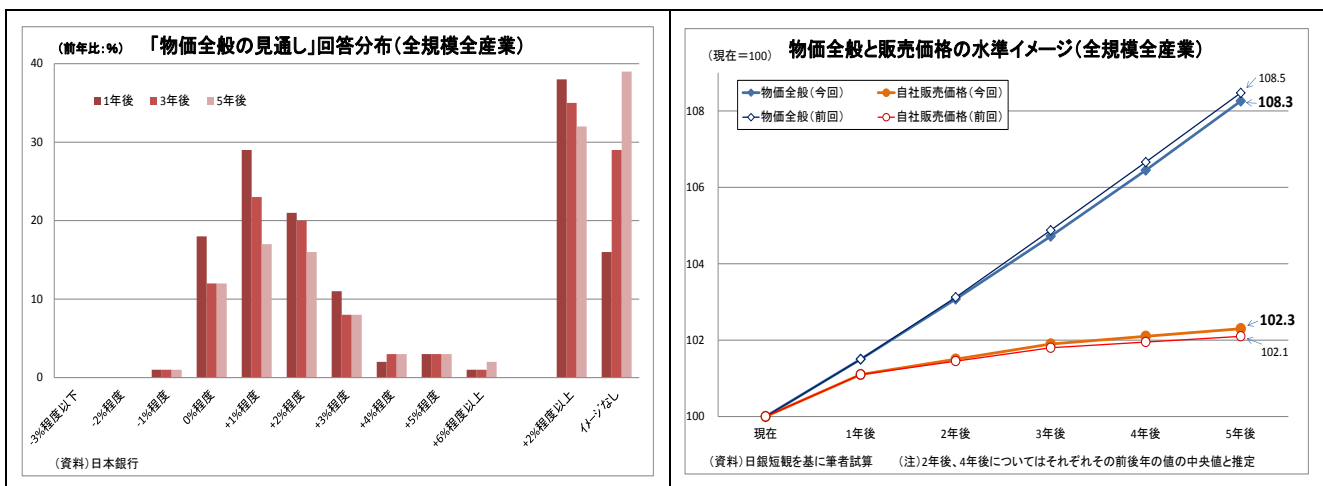
1. 短観：「企業の物価見通し」を再び読み解く

7月2日に日銀短観「企業の物価見通し」（14年6月調査）が公表された。これは、企業が想定する1～5年後の物価全般の見通し（消費者物価をイメージ）に加え、自社製品・サービスの販売価格の見通しを調査したものだ（消費税など制度変更の影響は除く）。前回3月調査から集計・公表が開始され、今回は2回目の調査にあたる。現行の異次元緩和は人々のインフレ期待に働きかけることを物価目標達成に向けた経路の一つとしているだけにその動向は高い重要性を持つ。前回との比較や2回の調査を通じて見えてきたことをまとめてみる。

（前回からの変化は？）

まず、物価全般の見通し（以下、物価見通しと表記）の平均値（全規模・全産業）を見ると、それぞれ前年比で1年後1.5%、3年後1.6%、5年後1.7%という結果であった（表紙表参照）。前回調査からの変化は殆どなく、3年後が0.1%低下したのみである。従って、これを文字通り捉えると、前回同様、「日銀の2%の物価目標には届かないものの比較的高水準で、先行きにかけて上昇トレンドがみられる」ということになるだろう。

ただし、前回も同様であったが、企業に2%近い期待インフレ率が浸透しているとは言い難い。回答分布を見ると、「+2%程度」以上と回答した企業の割合は、1年後で38%（前回は36%）、3年後で35%（同35%）、5年後で32%（同30%）に留まる。一方で、「イメージなし（殆どは不確実性大という理由）」の割合は1年後で16%（前回は18%）、3年後で29%（同31%）、5年後で39%（同40%）に達する。つまり、5年後では2%程度以上とする企業の割合よりも、未回答の方が多ということだ。



次に、自社販売価格の見通し（以下、自社販売価格見通しと表記）を見ると、平均値（全規模・全産業）は1年後1.1%、3年後1.9%、5年後2.3%という結果であった。前回との比較では、3年後が0.1%、5年後が0.2%上昇と多少の上振れがみられる。最近では消費税率引き上げ分も含めて、価格転嫁が比較的スムーズに行われており、企業が販売価格引き上げに対して、以前より自信を深めている可能性が示唆される。日銀の物価目標達成にとっては、企業の物価見通しよりも自社販売価格見通しが重要であると考えられる。なぜなら、物価に直接的に作用するのは、企業による販売価格引き上げであるためだ。その意味で今回の上方修正は、物価目標の実現性を考える上で前向きな兆しと言えるだろう。

ただし、自社販売価格見通しの水準は依然として非常に控えめだ。なぜなら、自社販売価格見通しは

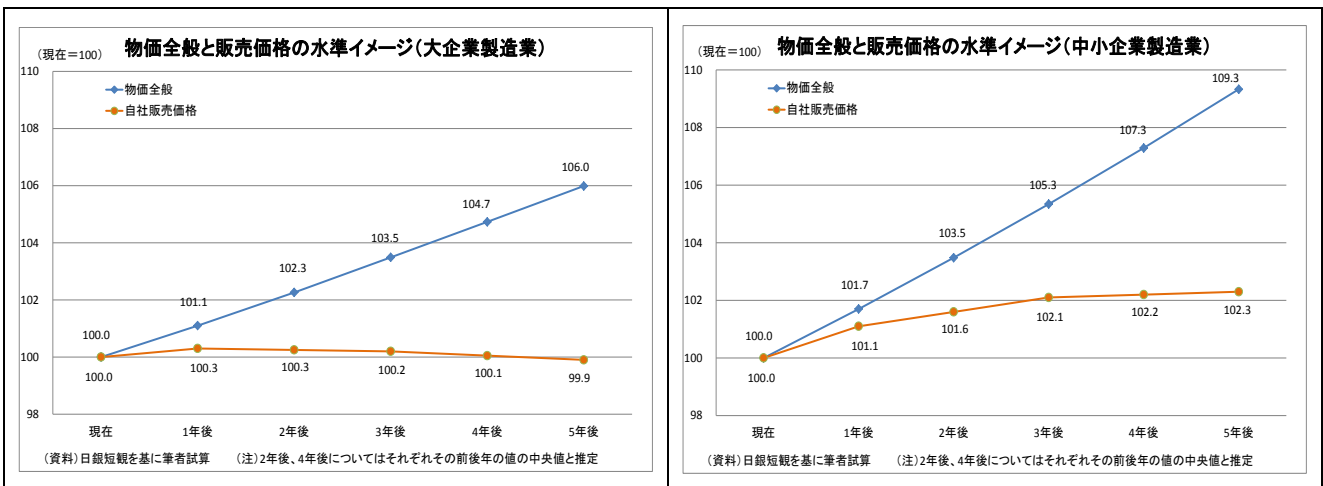
¹¹ 前回3月調査に関する分析は、[Weeklyエコノミスト・レター「金融市場の動き（4月号）」](#)をご参照下さい。

物価見通しの基準である「前年比」ではなく「現状比」であるためだ。基準を合わせるべく、物価見通しの結果を前年比ベースから現状比ベースに変換して、自社販売価格見通しと比べると前ページ右下の図表のようになる（一部推定値を使用した筆者試算）。両者のギャップは前回からわずかに縮小したものの、かなりの開きがある。企業は5年後の物価は現状比で8%強上昇するが、自社販売価格は2%強しか上げられないと考えていることになる。これが過去の経験から来ている悲観なのか、それとも単なる統計のクセなのか、今のところ判然とはしない。

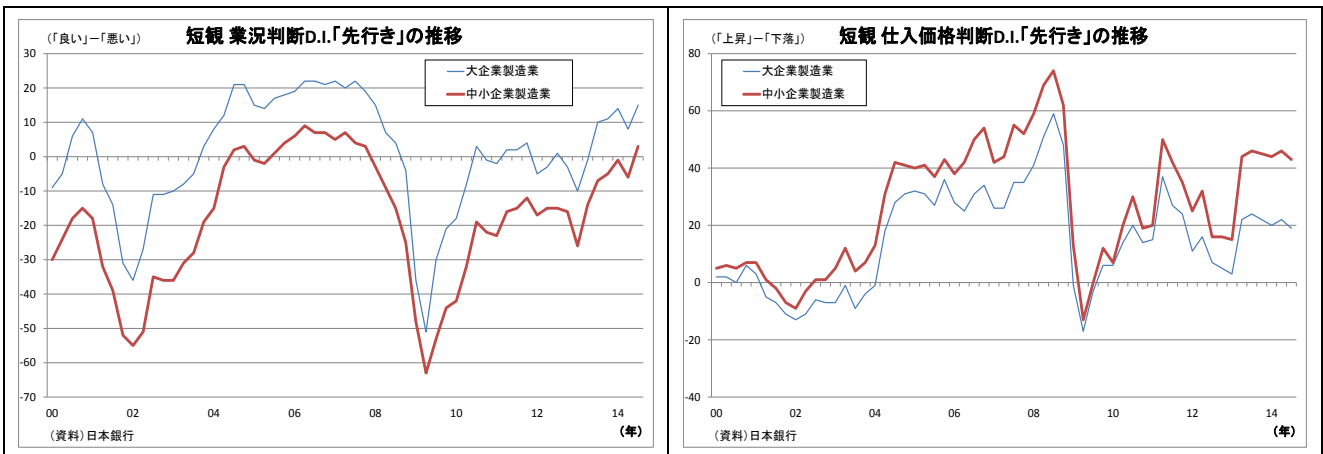
（大企業と中小企業で物価観に違いあり）

また、大企業と中小企業の物価観の違いが大きい点も気になる。今回は初回ということで判断が難しかったが、今回も同様の結果となったことで、改めて両者の違いが確認された。

大企業製造業と中小企業製造業について、上記同様、物価見通しを前年比ベースから現状比ベースに変換して、自社販売価格見通しと比べたのが下図だが、物価見通し、自社販売価格見通しともに中小企業が大企業を大きく上回っている。これは何を意味しているのだろうか。



一つの可能性として、中小企業の方が日銀の目指す「経済の好循環による物価上昇」を信じているケースが挙げられるが、この可能性は低い。なぜなら、同じ短観の業況判断D.I.の先行きを見ると、中小企業製造業の先行きの景況感は大企業に比べて明らかに低いためだ。2000年以降においては、一度も大企業を上回ったことがない。つまり、先行きに対してより悲観的であることが常態化している中小企業が、大企業よりも前向きな物価上昇を予想するのはつじつまが合わない。



一方、より可能性が高いのがコストプッシュ型のインフレを想定しているケースだ。製造業について短観の仕入価格判断 D.I.の先行きを見ると、そもそも大企業も含めて強い上方バイアス（「上がる」と応える割合が優勢になる傾向が極めて強い）が確認されるが、中小企業の場合はよりバイアスが顕著であり、過去のデフレ期でも大半の企業が「先行きの仕入価格は上がる」と回答している。さらに、アベノミクス開始以降については、大企業よりもその傾向が強まっている。中小企業の場合、価格交渉力の違いなどから仕入価格の抑制や販売価格への転嫁が難しいため、仕入価格上昇に対する警戒感が強い。また、最近では人手不足に伴う人件費上昇も懸念材料になっているとみられる。

従って、「企業の物価見通し」において高めの数値が出るのも、コスト上昇への警戒感が現れているに過ぎない可能性がある。自社販売価格見通しも大企業よりは高めだが、5年後の物価水準からの下方乖離幅は大企業よりも大きく、決して楽観的なわけではない。

つまり、短観の「企業の物価見通し」は比較的高めの見通しが示されているが、とりわけ中小企業を中心に上方バイアスがかかっている可能性が高く、また、その際に想定しているのは日銀の目指しているような「良い物価上昇」ではないとみられる。統計のクセを判別するには、まだ調査回数があまりにも少ないが、この点には留意しておく必要がある。従って、企業の期待インフレ率という意味では、今のところは大企業の物価見通しをより注視すべきであろう。

2. 日米欧金融政策（6月）： ECB が追加緩和に踏み出す

（日銀）維持

日銀は6月12～13日に開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した（全員一致）。引き続きマネタリーベースが年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう、国債・ETF等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断についても、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」と前月の判断を据え置いた。個別需要項目では、鉱工業生産について、「駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかな増加を続けている」と前回（単に「緩やかな増加基調をたどっている」）からやや変更したが、それ以外は前回同様の内容となっている。

総裁会見では、足元の景気について「概ね想定範囲内」との判断を示すとともに、「夏場以降に潜在成長率を上回る成長経路に復帰する確度が高い」と先行きに対する強気の姿勢を維持した。日銀の使命である物価については、「当分の間、1%台前半で上下しながら推移し、年度後半から上昇率を高めていく」と説明。さらに、黒田総裁はその後23日の講演において「これから夏場に向けては、前年比プラス幅が一旦1%近傍まで縮小する」と述べており、一旦1%付近まで物価上昇率が低下することは想定済みであることが明らかになった。問題はそこから先に再び物価が盛り返すのか？という点にあり、「日銀は楽観、民間シンクタンクは悲観」という構図にあるが（筆者も悲観）、いずれにせよ判明するまでにはかなり時間がかかる。従って、追加緩和期待も俄かに膨らみにくくなった。

なお、総裁会見に話を戻すと、金融政策に関して日銀が2015年以降の資産買入れ見通しを示し

ていないことへの質問に対して、黒田総裁は「(異次元緩和は) カレンダーで何月まで等と決まっているのではなく、その意味でオープンエンド」、「あくまで2%の物価目標の実現、そしてそれを安定的に持続するために必要な時点まで続ける」と改めて強調した。また、「上下双方向のリスクが出てくれば、当然、躊躇なく調整を行う」との補足も忘れなかったが、従来のスタンスと全く同様である。

(FRB) 維持

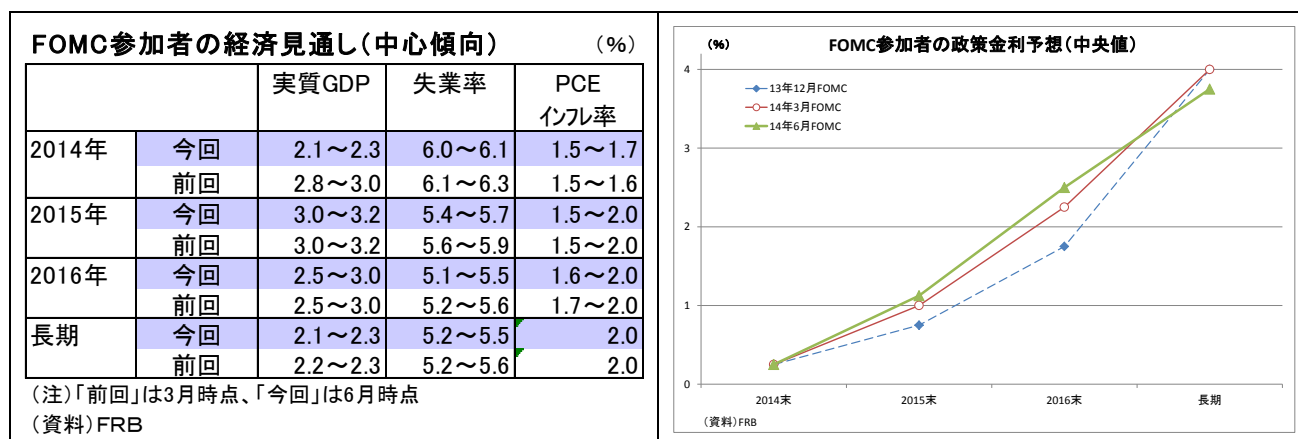
FRBは6月17～18日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)において、量的緩和策における資産買入れ規模の追加縮小を決定した。従来の月450億ドル(米国債250億ドル、MBS200億ドル)の買入れ規模を、各50億ドル減額する。縮小決定は12月FOMC以降5回連続であり、市場の大方の予想通りであった。

また、フォワードガイダンスについても前回同様となった。すなわち、「雇用情勢や物価上昇圧力、インフレ期待、金融情勢など幅広い情報を考慮」し、「特にインフレ率が長期目標である2%を下回り、長期のインフレ期待が抑制されている限り、資産買入れプログラム終了後も相当の期間において現行の政策金利を維持するのが適当だろうと見込んでいる」としている。

なお、声明文中の景気判断については、前回の「持ち直した」から、「上向いた」へと微妙に上方修正している。

また、今回は四半期に一度のFOMCメンバーによる経済見通しが発表された。前回(3月時点)からの変化では、実質成長率において1-3月期の下振れを受けて2014年分が大きく下方修正され、長期も僅かながら下方修正された。失業率も足元の低下を受けて、2014年～16年にかけての水準が下方修正されている。

そして、今回注目されたのは、FOMCメンバーによる政策金利予想だ。中央値で見ると、2015～16年にかけての利上げ幅が広がった一方で、長期の政策金利水準は前回からわずかに下がった。



FOMC後の議長会見では、この長期政策金利予想の低下について質問を受けたイエレン議長が、メンバーの入れ替えがあったこと、ならびに長期の成長率見通しが僅かに低下したことを理由として挙げている。また、会見では資産買入れ停止から利上げまでの期間について、「機械的な公式などない」「経済情勢次第だ」と述べ、前回のいわゆる「6ヵ月発言」を修正した。

その他、直前に発表されたCPIの上振れについては、「ノイズ」としたほか、最高値付近にある米株のバブル懸念については、「様々な指標を使い、過去の標準から外れていないかモニターして

いるが、現在はまだ外れていない」とするなど、引き続きハト派色をうかがわせる発言が目立った。

(ECB) 追加緩和

ECBは6月5日に開催された定例理事会において追加緩和を決定した。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利を0.1%引き下げ0.15%に、下限金利である預金ファシリティ金利（金融機関がECBに資金を預ける際の金利）も0.1%引き下げ、▲0.1%とし、マイナス金利を導入した。ECBはさらに、金融機関向けの長期資金供給とSMP（証券市場プログラム）での不胎化オペ停止を決定。ABS（資産担保証券）買入れ準備の開始も発表した。

緩和策	区分
①政策金利の引き下げ	金利押し下げ
②マイナス金利の導入	金利押し下げ
③低利資金供給(TLTRO)	流動性供給
④無制限資金供給の期限延長	流動性供給
⑤不胎化オペの停止	流動性供給
⑥資産担保証券(ABS)の買入れ準備	リスク性資産買入れ

前月に追加緩和を示唆して以降盛り上がった市場の期待に応える意味もあり、今回様々な緩和策を打ち出した。日米型の量的緩和のハードルは高いため、それを除いた現時点で出来るものを併せ技として打ち出した印象だ。

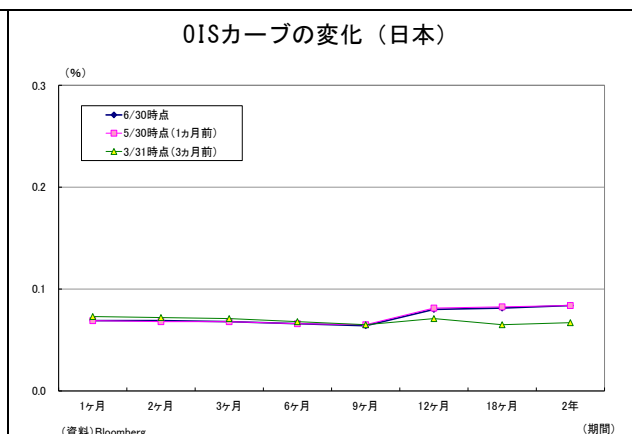
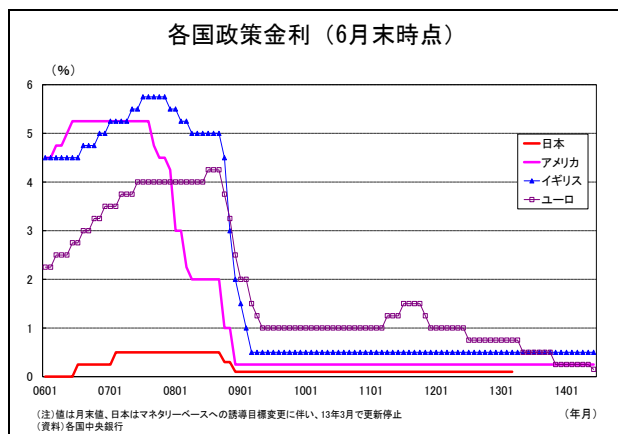
今回発表されたユーロシステムスタッフの見通しは、前回3月時点の見通し（ECBスタッフによる）と比べて、2014年の成長率、2014年から16年のインフレ率について下方修正、長期にわたって低インフレが続くシナリオとしている。低インフレリスクとその背後にあるユーロ高を牽制するのが、今回の緩和の目的となる。

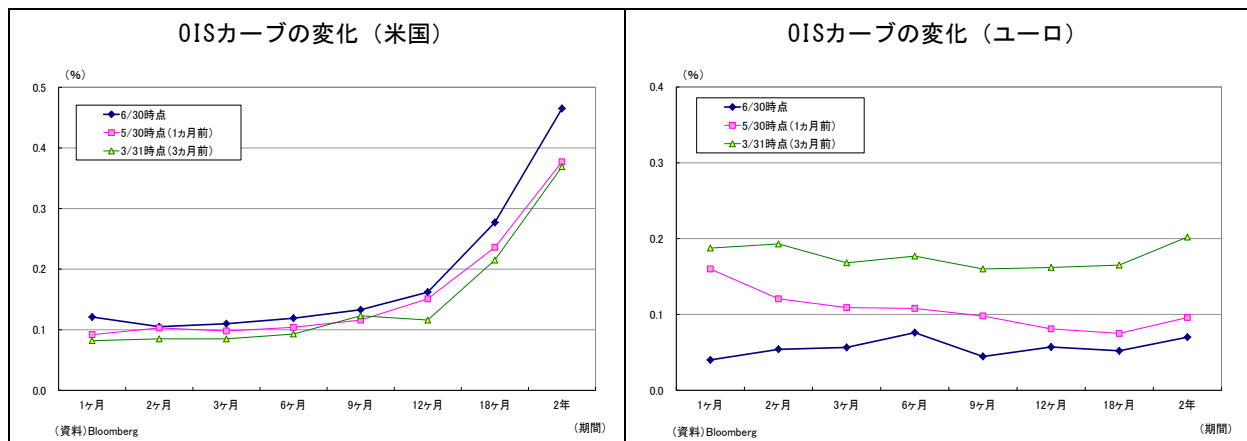
理事会後の会見においてドラギ総裁は、政策金利については「事実上下限に到達した」と述べる一方、「今回の措置は終わりではない」とさらなる追加緩和についても含みを持たせた。

なお、フォワードガイダンスについては、今回の利下げを受けて、「長期にわたり現在の水準に維持する」と変更した（従来は「現状またはそれを下回る水準」としていた）。

その後、7月に入り3日に開催された定例理事会においては、現行金融政策の維持を決定している。政策金利であるリファイナンス・オペ金利は0.15%、預金ファシリティ金利は▲0.1%で据え置かれた。フォワードガイダンスに関する表現も前月同様であった。

また、理事会後の会見でも、ドラギ総裁は「我々の仕事が終わったとは全く考えていない」と述べ、さらなる追加緩和についても含みを持たせている。





政策金利²の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の 6 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は従来同様全く変化なし。一方、米国は全体的にやや上方シフトしており、特に 1 年超のゾーンでは上方シフトが大きめになっている。このシフトは概ね 6 月第 2 週以降に生じており、5 月雇用統計の好調な結果を受けて、利上げ観測が多少前倒しになった可能性がある。また、ユーロ圏の利回り曲線は、全体的に下方シフトしている。6 月 ECB 理事会における利下げの決定とその後の波及によるものである。日本同様、2 年内の全ゾーンにおいて 1 % を割り込んでおり、超低金利の長期化が織り込まれている。

3. 金融市場（6 月）の動き：円高ドル安、ユーロドル上昇、長期金利低下

（10 年国債利回り）

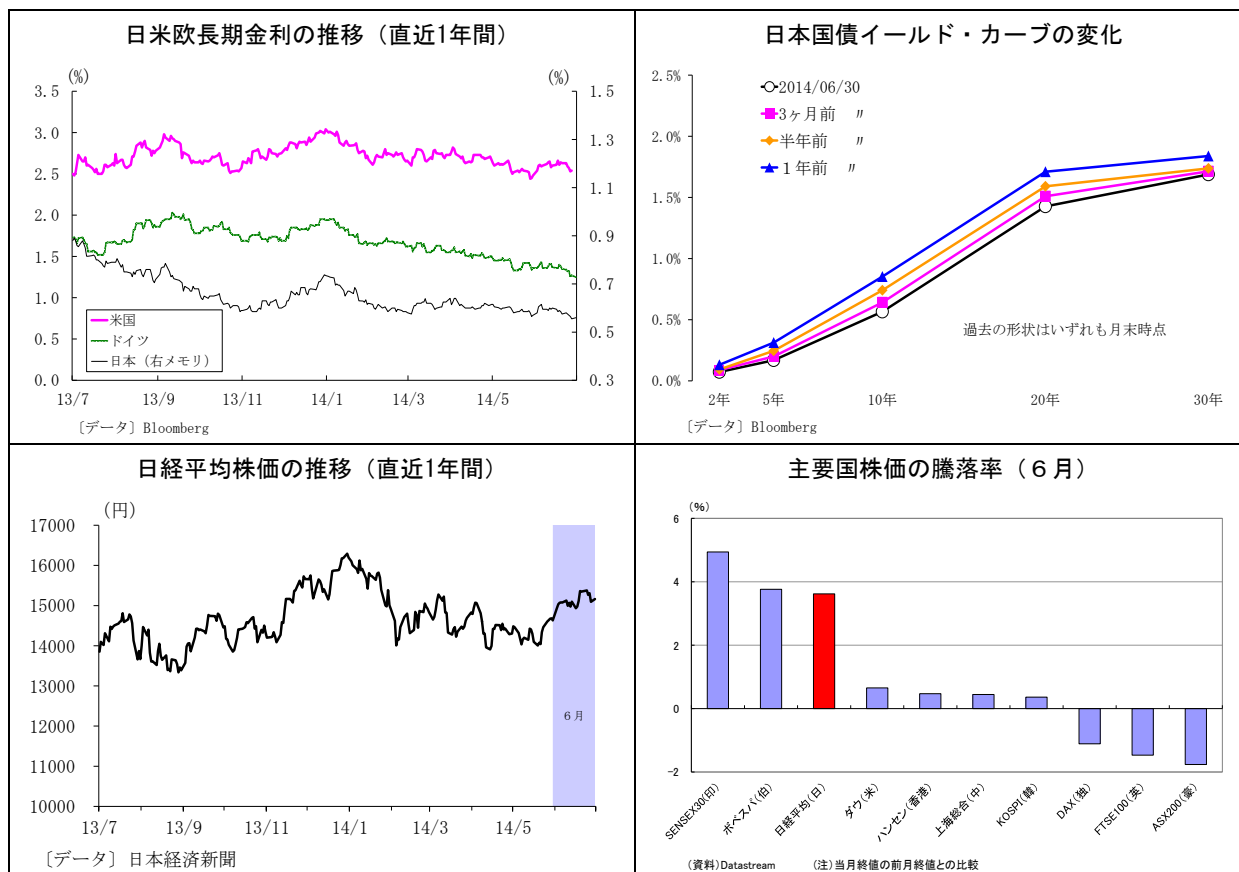
6 月の動き 月初 0.5% 台後半からスタートし、月末は 0.5% 台半ばに。

月初、0.5% 台後半でスタートした後、米長期金利の上昇や株高を受けて 0.6% 台前半へと上昇。しばらく 0.6% を若干上回る水準で推移した後、10 日には株安等を受けて一旦 0.6% を割り込んだが、翌 11 日には再び 0.6% 台を回復。しかし、17 日にはイラク情勢悪化に伴う質への逃避で 0.6% を割り込むと低下余地を探る展開に。月の終盤には低調な米経済指標を受けた米金利低下を受けてもう一段低下し、月末は 0.5% 台半ばで着地。

当面の予想

足元も 0.5% 台半ばで推移。しばらく 0.6% 割れが続いているが、既に水準は非常に低く、さらに低下余地を探る展開にはなりにくい。一方で、日銀が大量に国債買入れを継続する中で、金利が大きく上昇する要因も見当たらないため、当面は小幅な水準調整の動きに留まりそうだ。しばらく 0.6% 前後での膠着した推移を予想。もし、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用比率絡みの新しい情報が早期に出てくれば、多少動意付く可能性も。

² 日銀は 2013 年 4 月 4 日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。



（ドル円レート）

6月の動き 月初102円付近からスタートし、月末は101円台前半に。

月初、102円付近でスタートしたが、米経済指標改善に伴う景気回復期待の高まりからドルが上昇し4日には102円台後半へ。その後ECBの追加緩和を受けて一旦ユーロ買いドル売りが強まり、ドル売りがドル円にも波及する形で6日に102円台前半となる。米雇用統計は好調な内容であったが米金利が反応せず、しばらく同水準での推移が継続。その後、イラク情勢の緊迫化や低調な米小売指標を受けてドルが軟化、102円を挟んだ膠着推移が続く。月終盤には低調な米経済指標を受けてドルが売られ、101円台後半を維持できず、月末は101円台前半で着地した。

当面の予想

足元は昨日の好調な米雇用統計結果を受けてドルがやや上昇し、102円付近になっている。ただし、米長期金利の上昇が小幅に留まったため、ドルの反発力も限定的。やはり、「米利上げはかなり先」という市場の観測がドル高圧力を抑制している。とはいえ、米景気の回復力が改めて示されたことで以前よりドル高に向かいやすくなっていると見ている。当面ドル円の上値は重いものの、ドルのじり高を予想する。ただし、米株の動向には注意が必要。米金利がはねたり、利益確定の誘惑が台頭したりすると、米株の調整を通じたりスクオフの円買いが一時的ながら発生するだろう。

（ユーロドルレート）

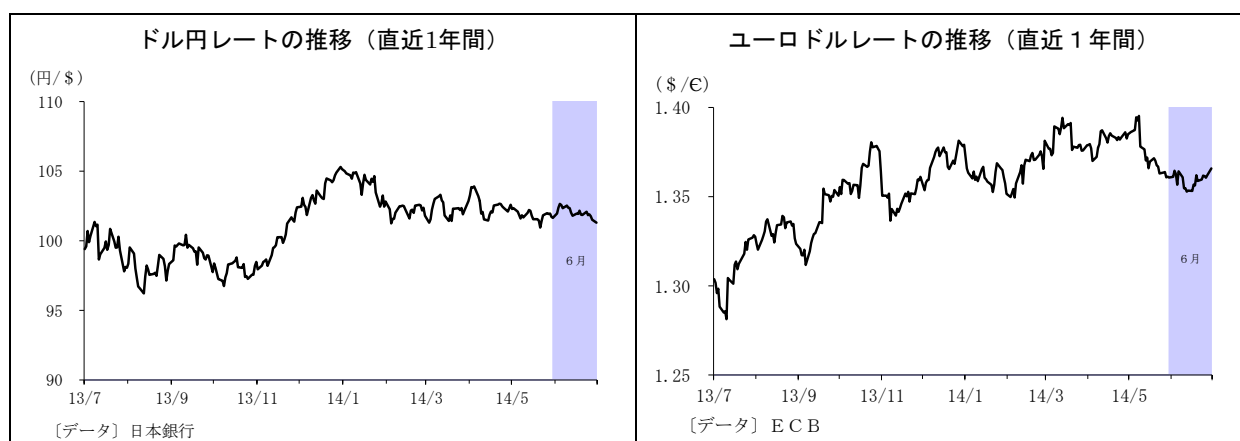
6月の動き 月初1.36ドル台前半からスタートし、月末は1.36ドル台後半に。

月初はECBの追加緩和への思惑から不安定な展開となり、4日に1.36ドル台半ばを付けた翌5日には1.35ドル台後半へとユーロが下落。その後、追加緩和を受けた6日には一旦ユーロの買い戻しが起こったが、その後欧州金利の低下を受けたユーロ売りが優勢となり、12日には1.35ドル

台前半に下落。しかしそこでユーロは下げ止まり、その後はハト派色の強い FOMC や低調な米経済指標を受けたドル安で 1.36 ドル台を回復。月末はさらにドル安が進み、1.36 ドル台後半となった。

当面の予想

昨日の好調な米雇用統計を受けたドル高圧力で、足元のユーロドルは 1.36 ドル付近へと下落している。欧米間の景気格差や金融政策の方向感の違いは明確であり、中期的には緩やかなユーロ安ドル高トレンドを予想している。ただし、しばらくは先月行われた ECB 追加緩和策の影響を見極める段階が続くため、方向感が出にくいだろう。当面のユーロドルは横ばい圏内の動きを予想する。



金利・為替予測表 (2014年7月4日現在)

		2014年			2015年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	2.6	3.0	3.1	3.2	3.4
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7
ドル円	(平均)	102	104	106	107	108
ユーロドル	(平均)	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33
ユーロ円	(平均)	140	141	143	143	144

(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。