

最近の米国金融市場の潮流変化が示唆していること

調査第二部 部長代理 永井 敏彦

今年の春になり、米国金融市場では、以前にはあまりみられなかった長期金利上昇（債券価格下落）・ドル相場下落・株価下落というトリプル安の動きが目立つようになった。長期金利は、大型ハリケーンの影響で原油価格が高騰してインフレ圧力が高まった昨年 9 月から 10 月にも上昇したが、この期間にはドル高が進行した。このように、長期金利と為替相場の関係が以前とは逆になるような動きがみられるようになった原因は何であろうか。

今回ドル安の一つの原因は、F R B が利上げを休止する一方で、日銀がゼロ金利解除、また E C B が追加利上げに踏み切ることにより、米国内外の金利差が縮小するとの見通しが浮上したことである。しかし、わずか 1 ヶ月ほどの間に 1 米ドル 118 円台から 109 円台となるような急速なドル安の原因を、これだけで説明することは困難である。為替相場に影響を及ぼす要因は、その国の経済ファンダメンタルズ（景気拡大・物価安定・経常収支等の状況）であるといわれており、特に経常収支の動向が注目されている。従って、米国の経常収支赤字拡大がドル安の原因であることに疑いの余地はない。さらに言えば、4 月 22 日にワシントンで開催された G 7 で米国の経常収支赤字拡大に改めて焦点が当たり、これをきっかけに市場参加者がこの問題に一段と注目するようになったことが、今回ドル安の主たる原因である。

では、経常収支赤字という構造問題が表舞台に立ったことは、今後の米国経済にどのような影響をもたらすのであろうか。この問いに答えるためには、構造問題の中身に少し踏み込んでみる必要がある。米国経済の不安要素としては、住宅価格バブルの可能性・マイナスの貯蓄率・経常収支赤字がよく指摘されているが、この三つには因果関係がある。住宅価格の大幅かつ継続的な上昇により個人の借入能力が高まり、借入を伴った消費が増加することで貯蓄率が低下してマイナスに転じ、また消費が国内生産を上回った結果経常収支赤字が拡大したのである。ところがこれらの問題については、「米国経済の拡大力の強さや外国からの資金流入が見込まれることで正当化できるため、深刻に考えるようなものではない」という見方が従来から少なくなかった。確かに、人口増加や労働生産性上昇により潜在成長力が高く、コアインフレ率が比較的安定しているなど、米国経済の底流に強さがあることは多くの人々が認めるところである。構造問題に焦点が当たったといっても、米国経済の強さがオセロの石を裏返すように弱さに転じる悲観シナリオの可能性は小さい。

しかし今後、前述の米国経済の構造問題に対する楽観的な見方は、理解を得られにくくなるであろう。ITバブル等でみられたように、合理性を欠いた持続困難な動きが長期化することは少なくないが、こうした動きはある時点で必ず壁に突き当たる。冒頭示したトリプル安の動きは、この先一方的に続くものではないが、過剰消費に起因する構造問題が近い将来改善を求められる可能性を示唆しているのではないだろうか。こうした調整が続く間、景気の緩やかな減速は不可避である。しかしより長期的視点に立てば、このプロセスは、米国経済が将来にわたり持続的かつ安定的な成長を実現していくために必要なことである、と思われる。

情勢判断

国内経済金融

2006 年度後半にかけて成熟度を高めていく日本経済

～ ゼロ金利解除は 9～10 月と予想～

南 武志

要旨

機械受注など足許でやや弱い経済指標も散見されるが、外需の堅調さと民間最終需要の自律的回復の本格化という日本経済の牽引役の二本柱は健在であり、06 年度中は景気拡大が持続するとの見方に変更はない。年度後半にかけてデフレ脱却は確実なものになり、日本経済は完全雇用天井に接近していくだろう。

マーケットに目を転じると、5 月に入ってから株価が大きく調整した他、為替レートも急激に円高方向に振れている。長期金利は一時 2% 超まで上昇したが、足許では低下する動きも見られた。先行きは、上述の景気シナリオを前提にすれば、株価・長期金利には上昇圧力がかかるとされる他、為替レートも円高気味に推移するだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2006年				2007年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.035	0.01～0.10	0.01～0.25	0.01～0.25	0.25～0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2000	0.150～0.350	0.200～0.600	0.300～0.800	0.350～1.000	
短期プライムレート (%)	1.375	1.375	1.500	1.500	1.750	
新発10年国債利回り (%)	1.825	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.40	
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.94	105～115	105～115	105～115	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	144.02	138～148	138～148	135～145	130～140
日経平均株価 (円)	15,907	17,000±800	17,500±800	18,000±800	18,000±1,000	

(資料) NEEDS-FinancialQuest データベース、Bloomberg より農中総研作成

(注) 実績は2006年5月24日時点。

国内景気: 現状・展望

日本経済は順調に景気拡大局面を辿っている。最近になって、政府・日本銀行とも景気水準が「平均的なレベル」へ回帰するフェーズは終了しているとの認識を示しているが、それは需給ギャップの超過供給状態は終了し、デフレ圧力はほぼ解消しているとの判断である。しかし、小泉内閣の主要経済閣僚は依然として「マイルドなデフレが続いている」としており、デフレ脱却が達成できたかどうかについては慎重な姿勢を続けている。

5月19日には1～3月期のGDP第一次速

報(1次QE)が公表された。これによると、前期比+0.5%、同年率+1.9%と、10～12月期(前期比+1.1%、同年率+4.3%)と比べると成長率が鈍化していることは否めない。他、マクロ的な需給ギャップの縮小に貢献したような数字でもない。しかし、民間最終需要がブレーキになると見込んでいた事前の市場予想とは逆に、高成長だった10～12月期(前期比+0.5%)よりも高い伸びを示す結果(同+0.6%)となったこともあり、民間部門の堅調さが再確認できた。また、前期比成長率(+0.5%)に対する外需寄与度はゼロであったが、輸出寄与度は+0.4%

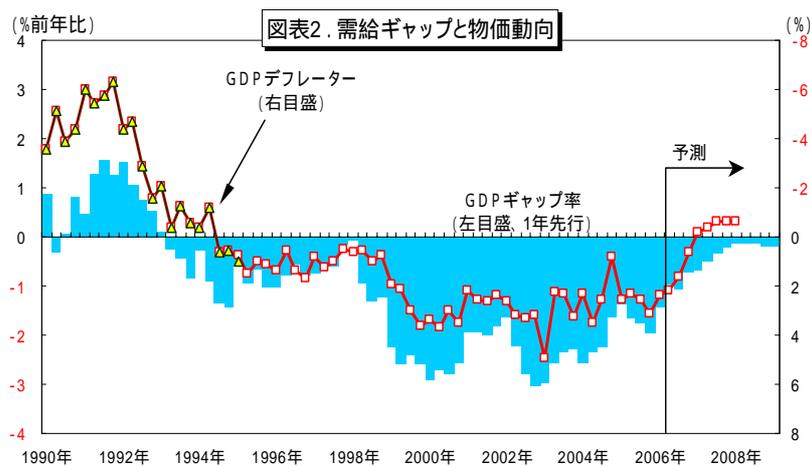
農林中金総合研究所

と海外経済の好調さが引き続き輸出増につながっている姿が明らかとなっている。一方、輸入も2四半期ぶりに増加しており、見かけ上成長率の押し下げ要因となったが、輸入増は内需の堅調さを反映したものであり、懸念するには値しない。

一方、月次指標では先行きの景気の足踏みを予感させるものへの注目が集まっている。特に、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は1～3月期：前期比 0.4%と3四半期ぶりに減少、4～6月期も同 2.5%とやや足踏みするような見通しとなっている。この通りになれば、年央にかけて設備投資増勢が一服する可能性もある。しかし、機械受注の中で船舶・電力も含めた「民需」というカテゴリーでは、6四半期連続での極めて堅調な推移をしていること、短観の06年度設備投資計画や設備判断DIなどからは企業の設備投資意欲が強いことが示されること、引き続き06年下期にかけても世界経済の成長が持続する可能性が高く、日本経済への波及効果が続くことが予想されること、等から、06年内に設備投資が調整入りすることは杞憂に過ぎないと思われる。

以上のように、民間最終需要の自律的回復の本格化や輸出増という景気牽引の二本柱は健在であり、引き続き日本経済は堅調に推移するものと考えられる。当社は1次QE公表を受けて06年度の経済成長率見通しを+2.8%へ上方修正しており、引き続き潜在成長率を上回る成長を実現していくも

図表2. 需給ギャップと物価動向



(資料)内閣府、総務省などの資料より農中総研作成
(注)GDPギャップ産出の際の潜在GDPは最大値概念。

のと予想する。その結果、06年度後半には高雇用状態に接近するだろう。

物価に関しては、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.5%と小幅プラスの状態が継続している。原油高騰の影響もあり、ガソリン価格などの値上がり著しい。しかし、国内企業物価では、年初にかけて上昇幅を拡大させた最終財価格に弱含みの動きが見られた他、ホームメイド・インフレを示すGDPデフレーターは依然として前年比 1.1%（1～3月期）と大きめのマイナスが続いている。景気拡大に伴う需給改善が進展している他、原油高騰や賃金の上昇などコストも高まっているが、企業がそうしたコスト増分を製品・サービス価格に転嫁する動きが今後強まりを見せるかどうか注目が集まっている。

金融政策の動向・見通し

4月中旬以降、日本銀行はそれまで30兆円前後で推移していた日銀当座預金残高の削減を本格的に開始した。ただし、そのペースは当初マーケットが想定していたものよりもやや早かったこともあり、ゼロ金利政策解除予想時期を前倒しにし、超過準備

回収作業がほぼ終了すると見られる6月解除説が強まった。

当初、日銀はこうしたマーケットの思惑に対して静観姿勢を続けていたが、5月中旬になってようやく「6月解除説は極めて穿った見方」であり、改めて「過剰流動性の吸収とゼロ金利の解除時期のタイミングは

別問題」との見解を示した。これを受けてマーケットでは解除予想時期を後ズレしたようだが、それでも7~9月には解除されるとの見方は依然根強い。

なお、5月19日の福井日銀総裁の定例会見では、今後の金融政策運営は日銀が示す中期的な経済シナリオとそれに関する価値判断に対して、実際の経済がそれに沿っているかどうか判断し、その情報を市場と対話しながら適正な政策措置および時期を探っていく、という方針を示している。こうした点を注視して4月の展望レポートを読んでもみると、景気の上振れ要因として「企業の投資行動の一段の積極化」が指摘されていることから、超低金利状態を長期間続けることで過度の経済変動を引き起こされることを懸念していると思われる。つまりは、今後の設備投資関連指標（短観の設備投資計画やGDP統計など）の状況を見極めながら、ゼロ金利解除の時期を探っていく可能性が考えられるだろう。

なお、当社では9~10月にゼロ金利政策が解除されるものと予想している。

市場動向：現状・見通し・注目点

以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。



債券市場

4月中旬から5月中旬にかけて長期金利（新発10年国債利回り）は概ね1.9~2.0%のボックス圏でもみ合いとなったが、その後は1.8%前後まで低下した。こうした金利変動の要因は概ね金融政策の先行きに対する思惑が変化したことで説明できるだろう。

5月中旬になって福井日銀総裁は6月解除説を打ち消した他、利上げに関してはゆっくりと、しかし景気・物価の後追い（behind the curve）にならないように、行っていく姿勢を示した。これにより、過度の前のめりになっていた利上げ時期に関する思惑はやや沈静化し、それがイールドカーブの下方シフトという格好で現れたと見ることができる。

ただし、先行きも景気拡大が継続し、デフレ脱却を確実なものにしていくとの景気シナリオの下では長期金利に上昇圧力がかかり続けるものと考えざるをえない。ゼロ金利政策解除が間近に迫ってくる夏場以降、長期金利は再び上昇し始め、年度後半にかけては2%台前半での推移が常態化するものと予想される。

株式市場

ライブドア問題に端を発した会計不信や監査不信、急激な円高、米国経済・金融政策の不透明感、海外市場と比較して割高なバリュエーション、主要経済指標の足踏み感、などの影響を受け、GW 連休明け後の株価は大きく調整した。加えて、22日にはインドを始めとするアジア株が全面安になる等、世界的な過剰流動性の回収によって国際資金フローが変化しつつあるとの思惑が高まり、日経平均株価は16,000円を割り込むなど、軟調な地合が続いている。

しかし、今回の円高の実体はドル安であり、実質実効レートは歴史的低水準であるため、多少円高に振れても企業収益を大きく圧迫するとは考えづらい。IMF・OECDなど国際機関の世界経済見通しも先行き堅調に推移するとの見通しが大勢を占めており、そうした中で本邦企業の増益傾向も持続する可能性が高いだろう。目先調整が続く可能性もあるが、年後半にかけて株価は再び上昇傾向を強めるだろう。

為替市場

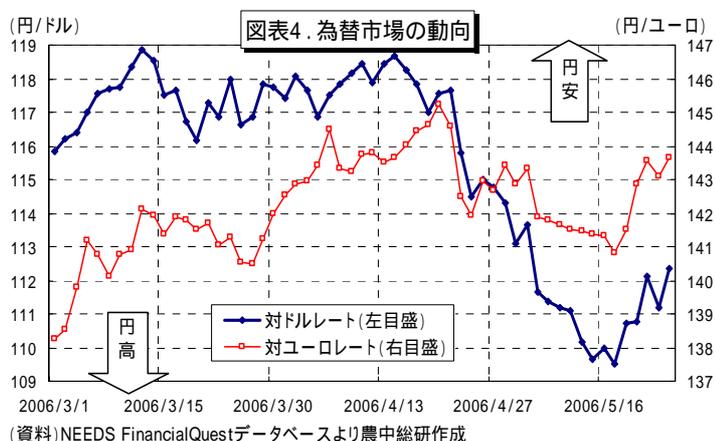
4月下旬に開催された国際会議（G7 財務大臣・中央銀行総裁会合、IMF 国際通貨金融委員会）において国際的不均衡に対する懸念が表明されたことで、米国の経常収支赤字（とその背景にある米国の過剰消費体質）に対する注目度が高まり、一気にドル全面安の様相となった。円/ドル相場は1ドル=116~119円でのみみ合い状態から、1ヶ月で10円ほど円高に振れている。

ただし、ドル安が米国の過剰消費体質を改善するかどうかは定

かではないし、目下のところ対米黒字が最も大きい国は中国であるが、現状のように人民元の為替レートがほとんど動かない状況ではそもそも経常収支赤字削減効果は期待できないと見るのが妥当である。折にふれて、こうした構造的なドル安要因が注目されることがあるが、やはり短期的には各国中央銀行の金融政策変更に対する思惑が為替レート変動の主役であるだろう。

日本については先行きゼロ金利政策解除が見込まれるが、利上げのテンポはさほど速くないだろう。米国については追加利上げの可能性が残っているが、年後半にかけては打ち止め感が強まる可能性が高い。一方、ユーロランドは景気回復の強まりに加え、物価上昇率もインフレ参照値（1%台後半）より高い状況であり、断続的に利上げが実施される可能性が高い。

以上から、引き続き、三極通貨間の力関係は「ユーロ>円>ドル」と見る。対ドルレートは一旦ドル安修正が入ると見るが、先行きの日米金利差縮小への思惑から円高圧力が再び高まってくるだろう。また、対ユーロについては、円はやや弱含む可能性もあるが、当面は現状の1ユーロ=140円台での展開が続くだろう。（2006.5.24現在）



国債市場への過剰な関与から撤退する日本銀行

南 武志

金融市場 2006 年 5 月号の拙稿「長期金利は上昇局面入りか」において、日本銀行によるポスト量的緩和政策としての出口政策には、日銀当座預金残高を所要準備額程度まで削減して政策金利のプラス誘導ができる状況を作り出すことの他に、国債市場に対する過剰な関与を止めることも含まれている可能性があることを指摘した。そして、現行のゼロ金利政策下においても日銀は毎月 1 兆 2,000 億円の中長期国債買入オペを継続しており、表面的には引き続き国債市場に対して深い関わりを続けているように見えるが、実際には既にそうした関係からの脱却を図っていることも指摘した。以下では、これらの状況についてまとめてみたい。

日銀の国債保有状況

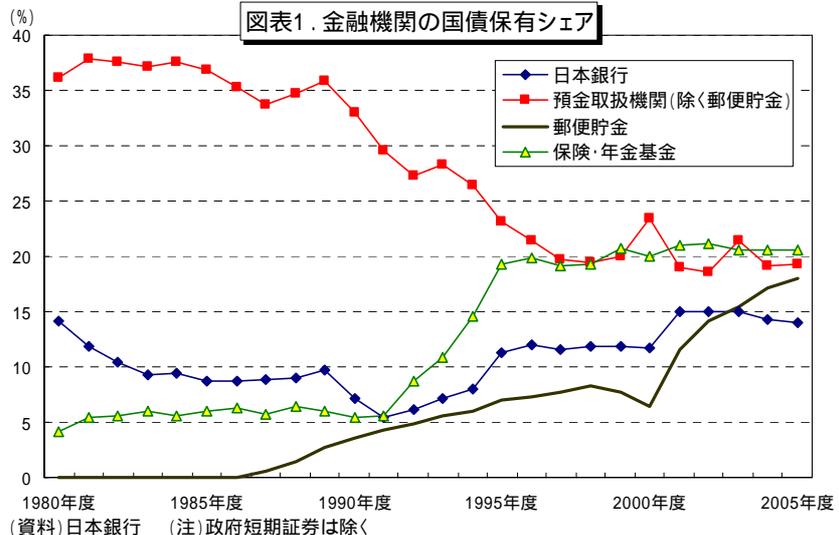
まず、日銀の国債^(注1)保有の状況を確認しよう。資金循環統計(05年12月末時点)での日銀の国債保有残高は93兆9,786億円であり、国債発行残高(671兆8,823億円)のうち14.0%を占めている(図表1)。第一次石油危機後の景気低迷を受けて、財政赤字体質が強まっていた1980年以前には10%台後半まで高まった時期もあるが、その後90年代初頭にかけて日銀の保有シ

ェアは5.5%(91年度末)まで低下した。ただし、その後は再び上昇に転じ、02年度には15.0%まで高まったが、最近はややかに低下しているようである。

他業種と比較してみると、預金取扱機関(郵便貯金を除く)が130兆318億円(保有シェア19.4%)、郵便貯金が120兆7,178億円(同18.0%)、保険・年金基金が138兆1,243億円(同20.6%)となっており、これらに比べると日銀の保有シェアは低いが、決して無視できない割合を保有している。

次に、日銀のバランスシートの中での国債のシェアを見てみよう。日本銀行勘定(06年4月)によれば、総資産129兆9,799億円のうち、FBを除く国債は86兆9,195億円(全体の66.9%)、FB・TBを除く国債は60兆4,743億円(同46.5%)を占めている(図表2)。これまでの経緯を見ると、80年代後半から90年代前半までは20%前後で変動していたが、90年代後半以降は徐々に

図表1. 金融機関の国債保有シェア



高まっていき、直近では60%超の状態安定している。このように、日銀のバランスシートの中で、国債は大きなウェイトを占めている。

(注1)ここでは、政府短期証券(FB)を除く国債(財融債を含む)を対象としている。

量的緩和支援に使われた国債買入オペ

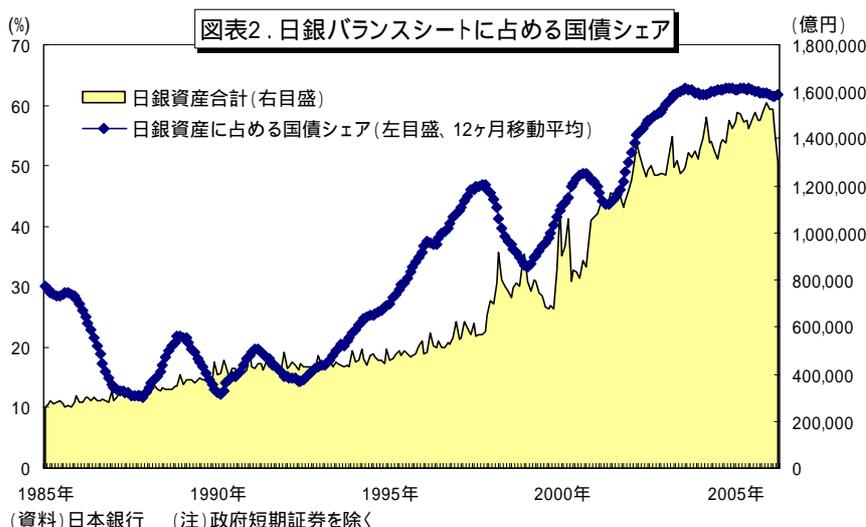
1962年に導入された新金融調節方式以降、永らく日銀は国債買入オペを、経済成長に伴って新たに必要となる「成長通貨」の供給手段として実施してきた^(注2)。一国の経済規模が拡大してくると、たとえ金融政策の変更がなくとも(=政策金利を変更しないときでも)それに伴って通貨も多く流通しなければ、引締め効果をもたらしてしまうからである。それゆえ、97年までは日銀は毎月定期的に2,000~4,000億円程度の買切オペを実施してきた。このように、日銀による国債買入に歯止めをかけたのは、戦後直後のハイパーインフレの主因に戦時国債の日銀引受が挙げられるからであり、この枠を踏み越えて国債を購入すれば、財

ていた。

しかし、01年3月19日に決定された量的緩和政策の導入に際しては、長期国債の買入れ増額も同時に決定され、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、(当時)月4,000億円ペースで行っている長期国債の買入れを増額する」ことを発表した。これにより「成長通貨ルール」は放棄され、新たに、日銀が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、日銀券発行残高を上限とすることになった。

つまり、中長期国債買入オペは量的緩和政策を遂行するための一つの手段になっている。その後、買入額は徐々に引き上げられ、量的緩和政策解除直前には冒頭で触れた通り、毎月1兆2,000億円まで増額されている。一方、解除後の金融政策決定会合において、この買入オペ額は当面減額しない方針が示されている。しかしながら、近い将来見込まれるゼロ金利政策解除の前には超過準備額がほぼゼロになっていることが想定される中で、ゼロ金利解除に際し

て中長期国債買入オペの規模を減額しなければ、並行して資金吸収オペも実施しなくてはならなくなってくる。それゆえ、数ヶ月後には実施されることが確実視されている利上げ決定時には、中長期国債買入オペ減額の可能性は十分高いと思われる。



政規律を損なわせる懸念があると考えられ

性は十分高いと思われる。

(注2) なお、62年当時は国債発行がなかったために、政府保証債、その後利付金融債や電力債などを対象とする相対の債券買入れで行ってきたが、66年の国債発行再開を受けて国債買切りオペへと移行していった。

始まっている国債過剰関与からの撤退

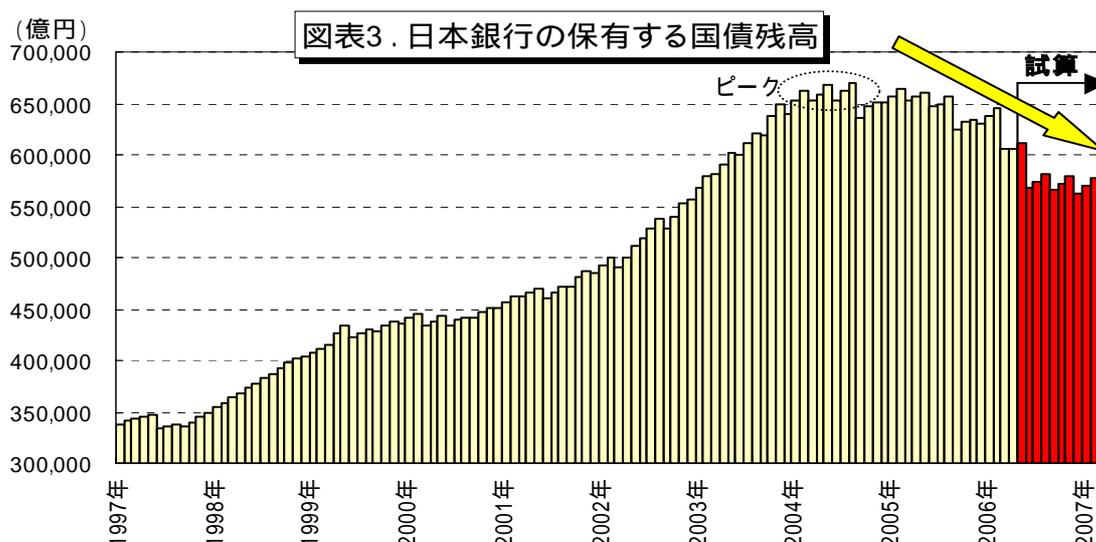
このように考えてみると、日本銀行はゼロ金利政策解除を契機として、国債市場への過剰な関与から解き放たれるように見える。しかし、実際には、日銀保有国債の残高という面では、既に国債市場からの撤退が始まっていることが示される。

図表3は、毎月1兆2,000億円の中長期国債買入オペを継続することを前提にして、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」から判明する国債償還額を考慮して試算した日銀の国債保有額である。これによると、既に04年をピークに日銀の国債保有残高は減少傾向にあり、先行きもこの傾向が続く可能性が高いことが判明する。上述した中長期国債買入オペの減額や当該オペにおける残存1年未満の銘柄購入の可能性を考

慮すれば、06年度中には図表3に示す試算結果以上のペースで減額する可能性もある。

中央銀行は資産市場に深く関与したり、金融政策運営の上で資産価格を重視したりするのは好ましくないとされている。バブルは崩壊した後にバブルと分かるものであり、崩壊以前にそれをバブルと認定するのは困難である。それゆえ、バブル潰しのために金融政策を割り当てるのが適切ではないのと同じように、資産価格を下支えするために発動するのも好ましいことではない。しかしながら、日銀はデフレ克服と金融システム危機への対応という両面から、国債市場に深く関与せざるを得なかった。重要なのは、そこからの撤退の方法であろう。

毎月1兆2,000億円(年間14.4兆円)の国債買入れ額は06年度の中長期国債の市中消化分(100兆円弱)にとって無視できない額であるし、これまで投資家にとっては価格下支え要因として安心感を与えてきたことは否めない。今後必ずや訪れる利上げと国債買入れオペ減額は、長期金利動向に多大な影響を与える可能性があるだろう。



(資料) 日本銀行資料より農林中金総合研究所作成

(注) 4月28日時点の国債保有銘柄別残高を基に試算。なお、日銀は毎月1兆2,000億円の中長期国債買入オペを実施しているが、残存1年未満の国債も購入していることを考慮すれば、実際の残高はこれ以上に減額する可能性がある。

農林中金総合研究所

情勢判断

海外経済金融

利上げ効果の波及度合いが注目される米国経済

永井 敏彦

要旨

- ・ 製造業の投資財生産をはじめ順調に拡大している部門が少ないが、住宅着工件数が大幅に減少しており、景気の拡大ペースはやや緩やかなものになっている。
- ・ これまでエネルギー価格高騰の物価全体への影響は限定的で、コアインフレ率は落ち着いた水準を維持してきた。しかし直近データによれば、コアインフレ率が若干高まった。
- ・ FRBの利上げが最終局面に近づいていることについて異論は少ないが、今後どの程度、どういうタイミングで利上げが実施されるかについては、関係者の見方が分かれている。

景気は順調に拡大しているがペースはやや緩やかに

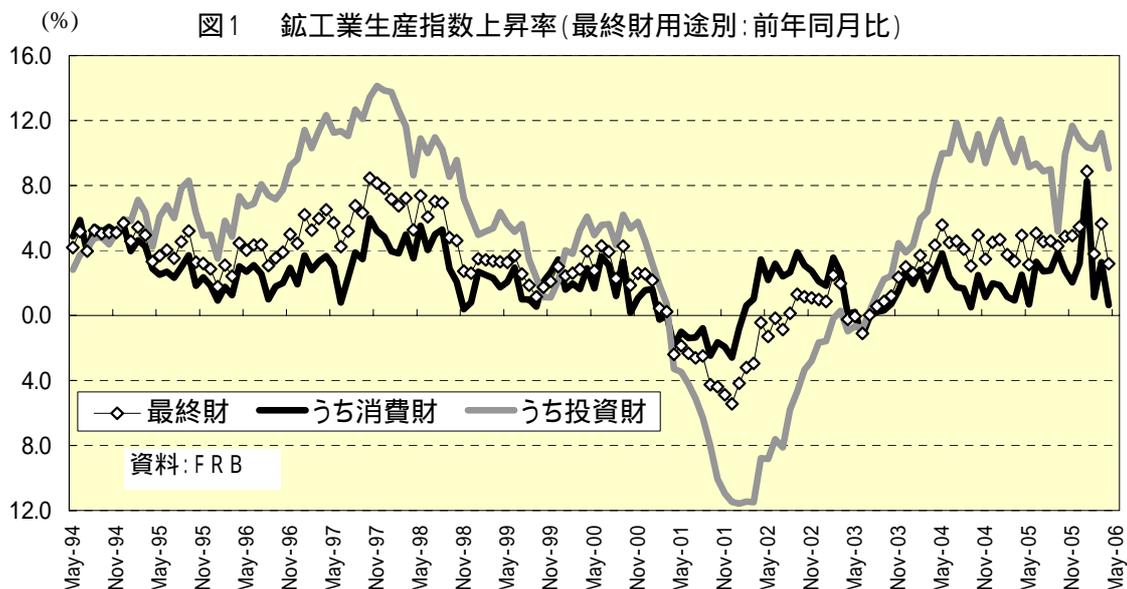
米国景気はおおむね順調な拡大を続けているが、住宅着工件数が大幅に減少するなど、一部陰りがみえている。

06年1-3月期の実質GDP成長率改定値(季節調整済み前期比年率、以下同じ)は、5.3%と前期(05年10-12月)の1.7%を大幅に上回る水準となった。個人消費が5.2%、企業設備投資が13.1%、輸出が14.7%と成長の牽引役になった。但しこの比較的高い成長率は、前期に自動車販売や企業設備投資が落ち込んだ反動という特殊要因によるものである。過去一年ほどの動きを均してみると、3%台半ばと

ほぼ潜在成長率並の成長となっている。

また企業収益の状況は良好であり、主要企業は06年1-3月期に二桁の増益を確保したようである。製造業についてみると、世界経済の堅調な拡大を背景に、アジア等海外事業(輸出や現地生産)が好調であることに加え、国内においても投資財の生産増加率が高水準である(図1)。企業は生産能力増強投資には引き続き慎重である、との見方もあるが、設備稼働率が4月に81.9%と高水準になっており、投資財生産を巡る環境は悪くない。

鉱工業全体を見渡してみると、生産指数は3月に0.8%(季節調整済み前月比)上昇し、対前月での上昇は3ヶ月連続となった。情報処



農林中金総合研究所

理機器の生産が力強い増勢を維持している。

一方好調な企業収益を背景に、雇用も堅調に伸びているが、そのペースはやや緩やかなものになっている。4月の非農業雇用者数(季節調整済み)は、対前月で13万8千人の増加であったが、これは市場参加者の予想をやや下回る水準であった。失業保険新規需給申請者数(週次統計)も、今年1月19日公表分の28万1千人を底に緩やかに上昇しており、5月18日公表分では36万7千人となった(米自治領であるプエルトリコ政府部門の閉鎖という特殊要因が含まれていることには要注意)。

また小売売上高は、4月に0.5%(季節調整済み前月比、以下同じ)増加した。これは価格が高騰しているガソリンの売上増加(4.6%)によるもので、この要因を除くと売上の伸びはほぼゼロであった。自動車や建築資材については、売上高が減少した。エネルギー価格高騰が消費者心理に陰を落としており、ミシガン大の消費者センチメント指数は5月に79.0と、4月の87.4から大幅に低下した。

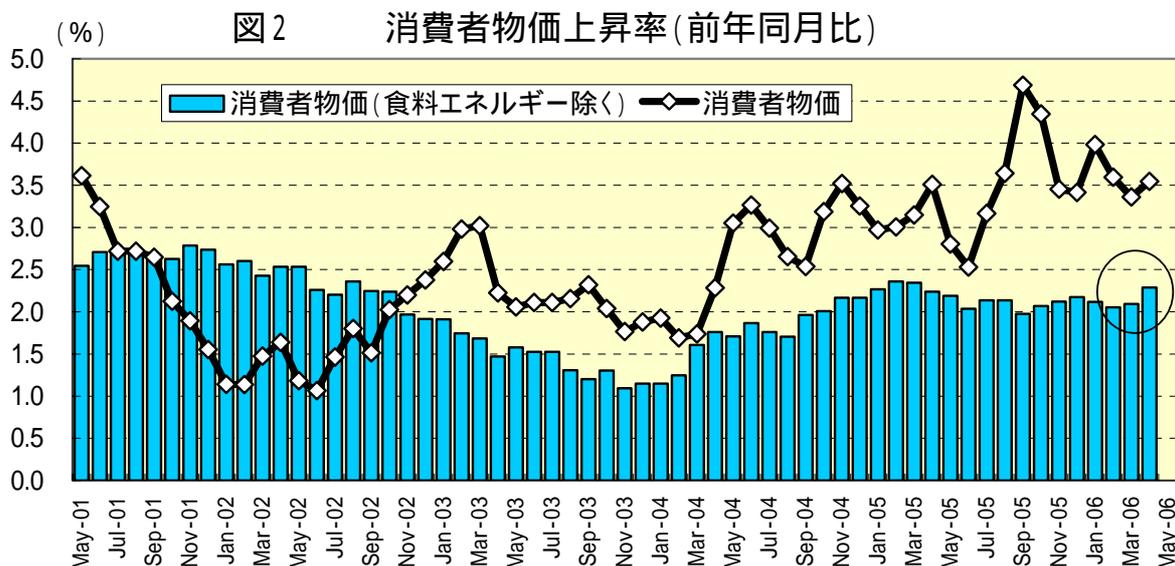
このように景気全般は緩やかに拡大しているが、現在不安材料となっているのは、住宅市場の動向である。住宅着工件数増加率(季節調整済み前月比)は、2月に5.9%、3月に

6.4%、4月に7.4%と3ヶ月連続で減少となった。その背景としては、金利上昇効果があげられる。これまでFRBの利上げ継続にもかかわらず長期金利が上昇しにくい時期が続いたが、3月頃から長期金利、そして住宅ローン金利の上昇傾向が明確になった。

やや高まったコアインフレ率

昨年8月末に大型ハリケーンがメキシコ湾岸の石油生産・精製施設に被害をもたらし、エネルギー価格が高騰したが、それ以降もコアインフレ率(前年同月比)は2.0~2.1%と、落ち着いた水準を維持していた。それは、多くの企業がエネルギーなど原材料仕入れ価格上昇分をそのまま販売価格値上げという形で転嫁せず、自らの収益力のなかで飲み込んだためである。このような現象が続いた理由は、製品販売が国内外の激しい競争にさらされ値上げが容易ではなかったこと、また企業収益が好調でコスト上昇分を負担する体力があったことである。

但し、インフレ圧力はエネルギー価格高騰だけではない。FRBは05年12月13日のFOMC以降、「資源利用度」という言葉を用いるようになった。FRBはこの言葉の明確な定義を示



しているわけではないが、資源とは具体的には、設備や労働力のことを指しているとみられる。設備稼働率は4月に81.9%まで上昇し、非農業部門の時間当たり賃金上昇率は4月に4.7%まで上昇しており、いずれも02年から始まった今回景気拡大局面で最も高まった。もちろん賃金上昇が直接企業の労働コストに跳ね返るわけではなく、労働生産性上昇がコスト上昇分を一部吸収している。しかし、製品や労働の需給逼迫がインフレ圧力につながらないかどうか、留意する必要がある局面にさしかかっている。

コアインフレ率の低位安定が維持できるかどうかの議論に一石を投じたのは、4月の消費者物価統計であった。コアインフレ率(前年同月比)は、前述の2.0~2.1%の水準から上離れし2.3%となった(図2)。その要因を個別品目の観点からみると、下落を続けてきた衣料品価格が下げ止まった影響があげられる。

難しい局面に入った金融政策

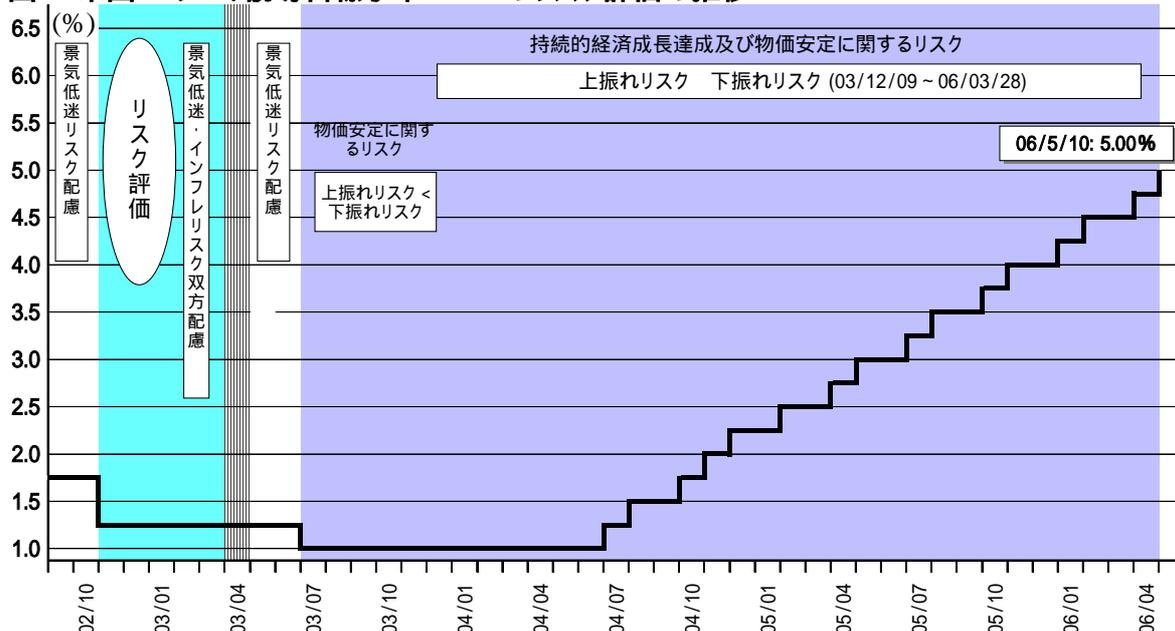
04年6月末より始まったFRBの利上げが最終局面に近づいていることについて、異論は

少ない。このような見方が広まった契機は、4月18日に公表された3月28日のFOMC議事録である。その内容によれば、大半の委員が、金融引締めが最終局面に近づいていると考えていたこと、また何人かの委員が、利上げ効果が経済に波及するまでにタイムラグがあることから、行き過ぎた利上げの危険性について懸念を表明したことが、明らかとなった。

次に注目されるのは、4月27日のバーナンキ議長証言の中で、次のような表現があったことである。「FOMCは、経済成長とインフレ双方の先行き見通しを評価するために、逐次発表となる経済指標を精査し続ける。将来のある時点で、仮に持続的経済成長と物価安定という二つの目標を達成するにあたってのリスクが完全にバランスしていなかったとしても、FOMCは経済の先行きを見通すにあたり必要な情報を得る時間を確保するために、一回ないしは数回利上げを休止することを決定するかもしれない。もちろん利上げの休止があっても、その後の利上げ再開の可能性を排除するものではない」。

このバーナンキ証言を受けて、市場参加者

図3 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移



資料：FRB Press Releaseより農中総研作成

(注) 〰〰〰は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

農林中金総合研究所

は、6月のFOMCでは利上げ据え置きと早合点した。その後4月29日にCNBCテレビの記者が、バーナンキ議長に市場が議長の発言を正しく受け止めているか質問したところ、議長は「メディアや市場はFRBが利上げを終了しつつあると誤解している」、と回答した。恐らく議長の真意は、「利上げ効果が实体经济に浸透するには、時間がかかる。今後発表となる経済指標は強弱まちまちであろうが、今後の金融政策のスタンスとしては、足下の経済指標そのものよりも、それに基づく経済見通しを重視する」、ということであろう。

その後5月10日にFOMCが開催され、FFレート誘導目標水準が0.25%引き上げられ、5.00%となった(図3)。今回FOMC声明の内容においては、前回3月28日との対比での変更点が少なくなかった。

例えば、経済情勢判断について、今年になり力強く拡大しているという認識に変わりはないが、先々の景気が減速に向かうであろうという見方をより明確にしたことがあげられる。「経済の拡大力は持続可能なペースへと減速するとみている」という文言は、前回よりもはっきりした表現であった。さらに今回はその理由として、住宅市場が徐々に冷え込んでいること、利上げ及びエネルギー価格高騰の経済への波及効果にタイムラグがあること、の二点が付け加えられた。このエネルギー価格高騰の影響が、景気減速見通しの根拠という文脈に入っていたことも、大きな変化である。これまでエネルギー価格高騰はインフレ圧力として、言い換えれば利上げを継続する理由の一つとして認識されていた。

また、今後の金融政策の方向性を示す表現において、“some further policy firming may yet be needed”と、“yet”という単語が挿入され

たことも重要な変更点である。これは、「今後景気が減速に向かうと見通しているが、それでもなお利上げが必要なこともありうる」、という意味である。FRBは声明文の一言一句を丁寧に扱っているはずであるから、何らかの意味があって“yet”という単語を入れたのであろう。但しこれについては、利上げ打ち止め論に対する牽制、景気減速見通しの強調等、解釈が様々である。

このように、追加利上げの可能性に関する関係者の見方は分かれている。但し前述のとおり、4月のコアインフレ率がやや高かったこともあり、少なくともあと一回の利上げはあるだろうとの意見が大勢になっている。しかし利上げ回数やタイミングについては、見方が多様である。

現在FRBは、金融政策上のアクションについて難しい選択を迫られている。利上げ継続によりインフレの勢いを封じ込めたいところであるが、既に住宅市場は冷え込みつつあり、これまでの利上げ累積の経済への波及効果を見極める必要もある。

以上みてきたように、FRBは利上げ効果が实体经济に波及するまでのタイムラグを重視している。今後は利上げの可能性について予断を持たず、随時発表となる経済指標が示す意味を吟味しつつ、利上げ効果が既に経済のどんな分野に現れているかを認識すること、そして今後その効果がどのような広がりをもせるのかについて、シナリオを描くことが肝要であろう。

(2006.5.26 現在)

原油市況

原油価格は4月21日にWTI(期近物)が終値で1バレル=75.17ドルと史上最高値を更新した。イラン核開発問題やナイジェリアでの武装勢力による石油精製施設への攻撃を背景とした先行き供給不安に加え、米国の需要期を控え製油各社が改修やメンテナンスのため一部設備を閉鎖したことにより石油精製能力に対する懸念が高まったことによる。その後はやや調整気味に推移したものの、5月22日に米国周辺で今年発生するハリケーン数が例年を上回るとの予報が発表されると再上昇し、再び70ドルを上回る高値となった。当面はイラン情勢の緊迫化が懸念されるほか、中国・インドなど新興国の高成長が持続していることもあり、原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国では、景気拡大が続いている。06年1~3月(速報値)は前期比年率+4.8%と、前期確報値の同1.7%から大幅に加速し、2年余りの高成長となった。06年5月調査によれば米国エコノミストは、今後も3%台の成長が続くものの、年後半には利上げの影響が浸透し始め、伸び率が緩やかに弱まると見込んでいる。一方、米政策金利は5月10日に0.25%引き上げられ5.00%になったが、次回6月29日も利上げされるかどうかは経済指標次第であり、2年近く続いた利上げも最終局面に近づきつつある。米長期金利は5月中旬に5.19%まで上昇した後、5.0%台に小幅低下して推移している。

国内経済

わが国では06年1~3月期の実質GDP成長率(第1次速報)が前期比+0.5%(年率+1.9%)と伸び率が鈍化した。5四半期連続のプラス成長となった。個人消費、住宅投資が増加し、民需中心に回復が継続している。足下3月の鉱工業生産は3ヶ月ぶりのプラスとなり、緩やかに増加している。また主要企業の賃金、一時金ともに上昇する見通しであるなど雇用・所得環境の改善を背景に、先行き消費拡大への期待から消費者マインドも改善・向上している。一方、設備投資は企業収益の改善を受け積極的な投資姿勢が期待されるが、先行指標となる機械受注(船舶・電力を除く民需)は軟調さが目立つ。ただし日銀短観によれば、設備投資計画は大企業中心に06年度も増勢が続く見通しとなっている。

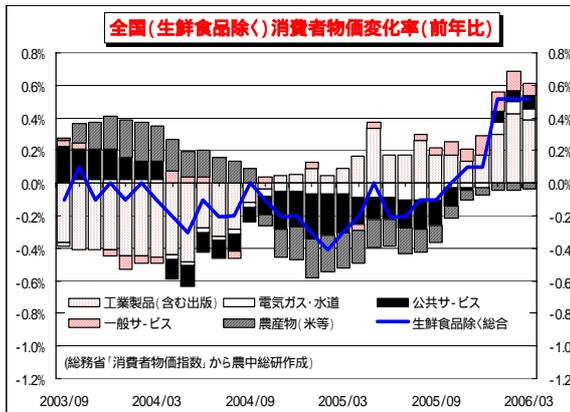
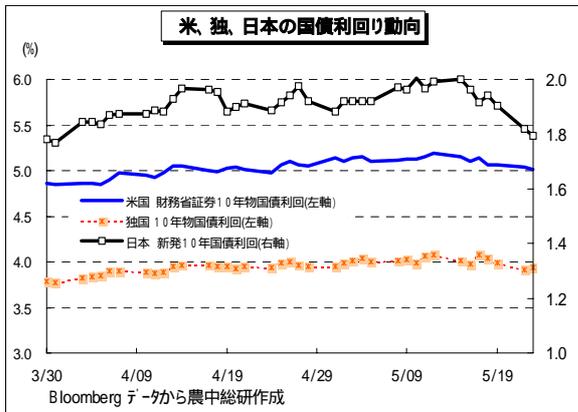
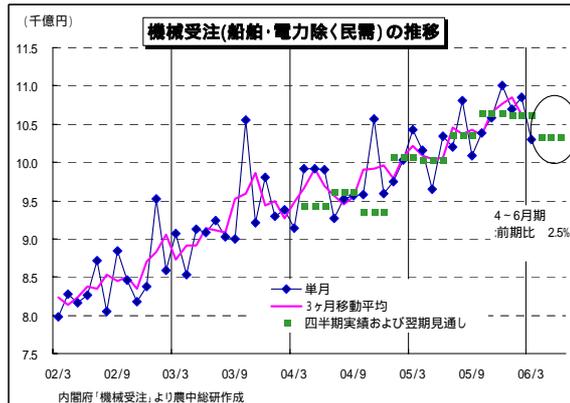
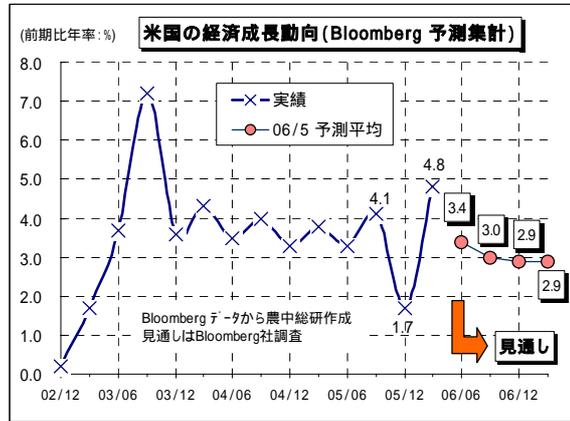
為替・金利・株価

外国為替市場では4月のG7以降ドル安基調が続いたが、日米金融政策の先行きに対する思惑からこのところは1ドル=110円~112円台で推移している。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、日銀の量的緩和政策解除(3月9日)以降上昇し5月初旬に4月中旬以来となる一時2.0%に乗せたが、このところは1.8%台に小幅低下して推移している。一方、3月の消費者物価は5ヶ月連続で前年比プラスとなり、原油高等から先行きもプラス圏で推移する見通し。政府・日銀によるデフレ脱却宣言やゼロ金政策利解除の時期が次の焦点となっている。日経平均株価は4月初旬に17,500円台に乗せたが、このところは米株安などから16,000円を下回る水準で推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は5月の「月例経済報告」で景気判断を「回復している」と3ヶ月連続で据え置き。日銀も5月の景況判断を「着実に回復を続けている」と4ヶ月連続で据え置いた。

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス-(今月の経済・金融情勢) <http://www.nochuri.co.jp>へ)