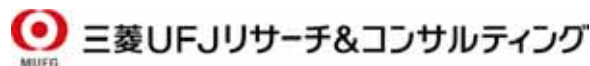


投資調査部 内外経済ウイークリー



内外経済動向

1. 日本経済1
 < Topics >
 政策金利は、当面は据え置き。次の利上げは08年度に
2. 米国経済2
 < Topics >
 1月コアCPIは、懸念に及ばず
3. 欧州経済3
 < Topics >
 イングランド銀行は当分据え置き、年末に利上げへ

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
 投資調査部

〒105-8631

東京都港区新橋1-11-7

<http://www.murc.jp>

嶋中雄二 (統括)

部長 兼 主席研究員

森山昌俊 (米国経済、為替)

主任研究員

鹿野達史 (日本経済、国内債券)

主任研究員

中沢 剛 (欧州、豪州経済)

研究員(シニア・エコノミスト)

岡本 裕介 (中国、アジア経済)

研究員

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。
 本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。
 本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

< 日本経済：Topics >

政策金利は、当面は据え置き。次の利上げは08年度に**日銀が追加利上げを決定。無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%引き上げ、0.50%前後へ**

2月20日～21日の日銀の金融政策決定会合で、追加利上げが決定された。政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標が0.25%引き上げられ、「0.50%前後」とされた。補完貸付の適用金利である基準貸付利率については、これまでの0.40%から0.75%へ引き上げられた。ともに、賛成8、反対1の賛成多数での決定となっている。反対票については、いずれも岩田副総裁が投じたことが発表された。なお、長期国債の買い入れについては、これまで通りとされ、毎月1兆2000億円程度の購入となる。

追加利上げの決定に至ったのは、景気が緩やかな拡大を続け、消費者物価コア（生鮮食品を除く総合）が上昇基調を続けるという、06年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示された見通しに沿った推移となる可能性が高まったとの判断が多数となったためだ。会合後に発表された「金融市場調節方針の変更について」では、「米国経済など海外経済についての不透明感は和らいでいる」ことが挙げられ、「そのもとで、企業収益の好調と設備投資の増加が続く」とされ、弱めの動きが指摘されていた消費については、06年10～12月期のGDP統計での大幅な増加などを受け、「昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にある」との判断が示されている。また、消費者物価コアについては、足元で「小幅の前年比プラス」とし、「原油価格の動向など」により、「目先ゼロ近傍で推移する可能性」に言及しているが、「設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており」、景気拡大の継続で、「基調として上昇していく」としている。さらに、現在の政策金利水準を維持した場合、「刺激効果は次第に強まっていく」とし、「行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある」と指摘し、「金利水準の調整を行うことが適当」と判断したとしている。

すでに景気後退の可能性が大きい。07年度中は、政策金利は据え置きへ。利上げ再開は08年度に

一方、先行きについては、「引き続き、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、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」とし、これまでと同様の考えを示している。福井総裁は、会見で、次の利上げについて、「今後の情勢の変化を改めて丹念に点検しながら決めていく」とし、「従来と基本的なスタンスは変わっていない」と述べている。こうしたなか、金融市場では、7月の参院選などを考えると、年前半の再利上げは難しいとの見方で一致しているが、夏場から秋にかけての再利上げを見込む向きが多い。日経QUICK社の調査では、6月までの追加利上げの見方はゼロ%となっているが、9月までの利上げとの見方は50%弱、年末までの利上げとの見方は80%強となっている。

ただ、景気がすでに後退局面に入っている可能性が大きい。輸出の勢いが落ちるなか、在庫の増加が続いており、出荷・在庫バランスをみると、四半期では、前期比ベースで、2四半期連続のマイナスだ。06年10～12月期はマイナス幅が拡大しており、在庫調整圧力の増大が示されている。生産予測指数をもとにすると、07年1～2月の生産は、06年10～12月期に比べ2%近い減産となる計算で、生産調整が始まっているとみられる。さらに、海外景気の減速が続く、輸出が力強さを欠く推移となる一方、内需も精彩を欠き、景気の落ち込みが続くと予想される。夏場以降の海外景気の再加速を受け輸出が持ち直し、在庫調整も一巡となり、秋には、再び景気は拡大基調となるとみられるが、それまでの景気の落ち込みに伴う需給悪化による物価押し下げ効果が07年度中は続き、消費者物価コアの弱めの推移が見込まれる。海外景気の減速が緩やかなほか、国内では、建設・設備投資が中長期的な上昇局面にあり、景気後退も緩やかなものにとどまることから、利下げには至らないとみられるが、07年度中は、政策金利は据え置きとなると予想される。利上げ再開は、07年度下期からの景気拡大のなか、消費者物価コアの上昇ペースの加速が明確となる08年度に入ってからとなるであろう。

(2007.2.23 主任研究員 鹿野 達史 Tel : 03-3572-9108 E Mail : shikano@murc.jp)

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。
本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。
本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

< 米国経済：Topics >

1月コアCPIは、懸念に及ばず

1月のコアCPI上昇率は、前月比0.3%、前年比2.7%に加速したが・・・

1月の食料・エネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)上昇率は、市場予想の中心(前月比0.2%)を上回り、06年6月以来となる前月比0.3%を記録。前年比でも2.7%と4ヵ月ぶりの加速となった。

この「0.3%」は、「期待通りにインフレが低下しないリスクが、政策上の主要な懸念」(2月14日、バーナンキFRB議長)とする当局の懸念を和らげるはずがないのは確かであるが、懸念を増幅させるものでもない。実際、CPI発表後に講演をしたSF連銀エレノア・ロドリゲス総裁は、「ノイズの多いインフレ指標」の「単月の数字に焦点を当てるのは生産的でない」とした上で、「月々の変動を均せば、この指標でもインフレはこの数ヵ月に鈍化」との判断を披露。ブルームバーグTVに出演したセントルイス連銀プール総裁も、「1ヵ月の情報で行動するのは誤り」とクギを刺し、「最善の見通し(=コアインフレは緩やかに鈍化)を変更するほどの内容でなかった」と述べていた。

詳細に吟味すれば、懸念には及ばず

当局者が特に懸念を示さなかったのは、下手に示すと、結果的に、世の中のインフレ期待(懸念)を高めかねないことを恐れた面もあるが、実際問題、統計を詳細に吟味すれば、懸念には及ばないことがわかる。第1に、コアCPI前月比は、小数第3位までなら0.256%。限りなく0.2%に近い0.3%だった。第2に、指数の「水準」の公表が、1月分より小数第3位までとなったため、同第1位までだった昨年12月分と単純に比較はできないという問題がある。12月のコアCPIは208.1(季節調整値、82~84年=100)だったが、小数第3位までの数字が208.149なら、1月(208.632)の前月比は0.232%。四捨五入しても0.3%にはならない。まさしく、こういうケースを避けるために、1月分より指数が詳細に公表されるようになったのである。

第3に、1月は医療費とタバコが急増(各々、前月比0.8%、3.1%)した。労働統計局(BLS)のCPI担当シニアアナリスト、パトリック・ジャックマン氏によれば、前者では、製薬会社が昨年に予告した以上に薬価を引き上げた上、昨年、抑制気味だった診察費が、新料率提示月に当たる1月に大きく引き上げられたとのこと。後者では、テキサス州の大幅増税(1パック0.41 1.41ドル)と、昨年12月18日からのメーカーの値上げが響いたという。同氏は、コアCPI前月比の「加速」のうち、60%が医療費、15%がタバコの「加速」によるものだったとしている。

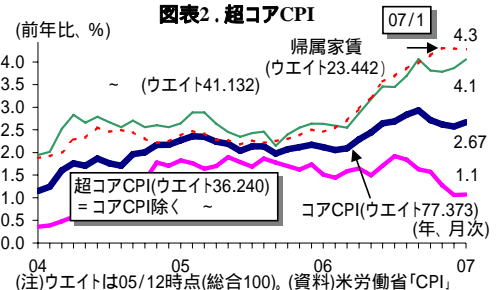
本欄は、アパレル(しばしば季節調整難)、航空運賃とホテル代(事実上のエネルギー項目)、家賃関連(ウエイトが過大)、医療サービス(常に高めの伸び)を、問題児ないしは上ぶれ常習犯と呼んでいるが、これを除いた「超コアCPI」は、1月も前月比0.07%、前年比1.1%の上昇どまり。問題児以外は、加速の兆候がないどころか、鈍化が鮮明である。1月の問題児の伸びは、医療サービスに加え、航空運賃・ホテル代で加速があった反面、家賃関連が前月比0.2%に鈍化。うち帰属家賃は前年比でも3ヵ月連続4.3%と伸びが頭打ちとなっており、当局の期待通りの展開となっている(以上、図表1、2)。1月の「0.3%」は、インフレ期待を上昇させない限り、問題はない。

図表1. CPIの詳細

| 前月比、% | ウエイト | 06/1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 07/1 |
|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 総合 | 100.0 | 0.6 | 0.1 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | -0.5 | -0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.2 |
| エネルギー | 7.1 | 4.6 | -1.1 | 0.4 | 3.9 | 3.7 | -0.5 | 2.5 | 0.4 | -7.3 | -6.7 | -0.2 | 4.2 | -1.5 |
| コア | 78.5 | 0.15 | 0.20 | 0.29 | 0.29 | 0.24 | 0.29 | 0.24 | 0.24 | 0.19 | 0.145 | 0.096 | 0.144 | 0.256 |
| アパレル | 4.0 | 0.3 | -0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | -0.6 | 0.6 | 0.5 | -0.5 | -0.1 | 0.2 | 0.3 |
| 航空運賃 | 0.7 | 1.1 | -0.2 | -0.1 | -0.4 | 1.6 | 1.1 | 0.2 | 0.5 | -0.4 | -1.6 | -2.6 | 0.1 | 2.1 |
| ホテル | 3.0 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | -0.1 | 0.7 | 0.3 | 1.1 |
| 家賃関連 | 29.5 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 医療サービス | 4.6 | 0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.9 |
| コア除く | 36.8 | 0.06 | 0.11 | 0.20 | 0.20 | 0.09 | 0.18 | 0.23 | 0.11 | 0.00 | 0.07 | -0.14 | -0.04 | 0.07 |

(注)ウエイトは03/12時点。(資料)米労働省「CPI」

図表2. 超コアCPI



(2007.2.25 主任研究員 森山 昌俊 Tel : 03-3572-9109 E Mail : m.moriyama@murc.jp)

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものではありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

< 欧州経済：Topics >

イングランド銀行は当分据え置き、年末に利上げへ

1月の利上げ後、2月は見送り。インフレ率に短期的な下振れリスクも出てきたため

英イングランド銀行(BOE)は、1月のMPC(金融政策委員会)会合で予想外の25bp利上げ(レポ5.25%)を実施した後、2月は据え置いたが、2月の「インフレ・レポート」に続き、MPCの議事録が先日公表された。

BOEは昨年8月と11月にも同幅の利上げを行っているが、「インフレ・ターゲット産みの親」たるキング現総裁の就任以降は、連続利上げを除けばインフレ・レポート発表月(2・5・8・11月)に金利変更を行ってきたため、1月の利上げは意外感が強かった。これは、12月のCPIインフレ率が+3.0%となった(図表1)ことが(統計局からの情報提供で)明らかとなり、財務相への書簡送付義務(+3.1%以上か+0.9%以下)寸前となったことから、「インフレ・ターゲットに忠実な」キングの性向として、前倒しで先手を打ちたかっただけとみられる。

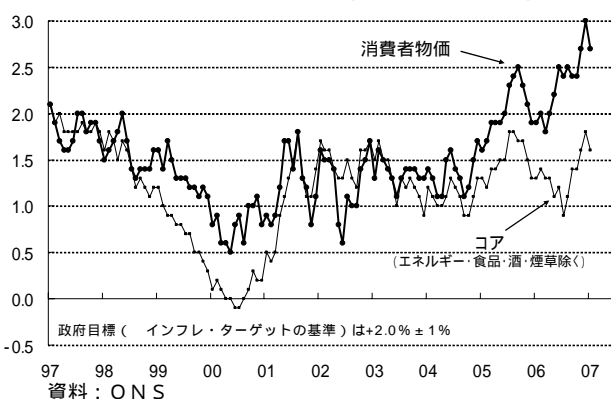
ただ、このインフレ率上振れはエネルギー価格上昇と大学授業料値上げによる部分が大きく、コア物価は1%台で安定している(同図)。さらに、1月はエネルギー価格の反落などから、インフレ率は+2.7%まで低下した。今後は、「電力・ガスの小売価格に左右される部分も多く、不透明がいつになく大きい」が、前年比効果の剥落もあり、インフレ率は「急速な低下」が見込まれている。キング総裁は、インフレ・レポート発表会見で最初に受けた「2月の利上げを見送ったのはなぜか」との質問に対し、「短期的な」インフレ見通しは下振れリスクの方が大きく(図表2)、実際に低下すれば期待インフレ率も下がる可能性があるため、様子見したと答えている。この論理でいけば、インフレ率が急低下する見通しの前半は今後も、追加利上げの公算は低いということになる。

もっとも、需給逼迫によるインフレ圧力を依然警戒。年末頃に25bpの追加利上げへ

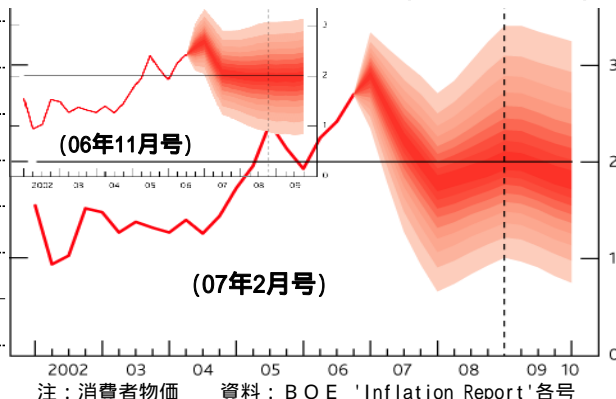
もっとも、景気はサービス業を中心に堅調で、潜在成長率(+)程度の成長が今後も続く見通しだ。その中で、「余剰生産能力は限定的」で、「労働需給もやや逼迫方向」のため、既に「企業は価格の引き上げ志向を強めて」おり、足下で安定している賃金についても、今後は上振れのリスクが無視できなくなるとみられている。特に、ベズリーとセントアンスの両委員は、マネーや資産価格の高い伸びも懸念し、25bpの利上げを主張した。ブランチフラワーは、移民流入などによる賃金・物価安定化効果は想定以上に大きいと主張したが、少数派となっている。

現状でも、「中期的な」インフレ見通しはやや上振れリスク方向(図表2)とされており、しかも、これは市場の金利見通し(年末までにあと一回程度の利上げ)を前提にしている。当方では、年央から来年にかけてさらに強く景気は再加速すると予想しており、その頃にはエネルギー高の前年比効果剥落も一巡するため、物価見通しの上振れリスクは一層高まる。以上の理由から、年末頃(11月?)に25bpの追加利上げ実施を予想する。

図表1. 英国の消費者物価(前年同月比:%)



図表2. BOEのインフレ率見通し(前年同期比:%)

(2007.2.23 シニア・エコノミスト 中沢 剛 Tel : 03-3572-9110 E Mail : tsuyoshi.nakazawa@murc.jp)

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。
 本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。
 本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。