

# Weekly エコノミスト・レター

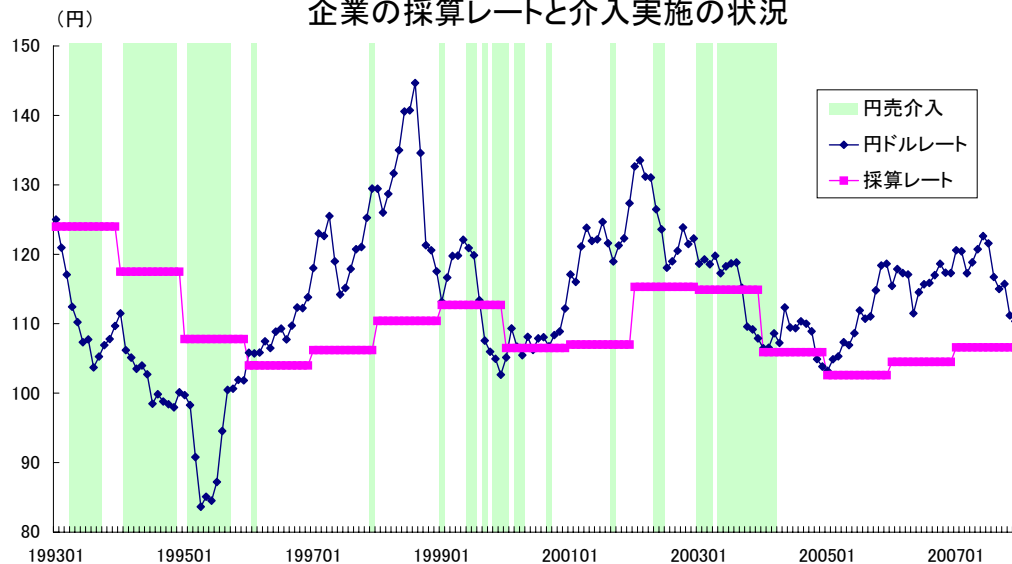
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き（12月）～円高には介入しないが、

1. （トピックス）過去円ドルレート100円前半水準では、ほぼ円売介入が実施されてきた。現時点で介入実施となれば、円は他通貨ほどドル安が進んでいないため、各国からの批判は免れ得ない。ただ、足元ユーロでも自国通貨高に対するトーンの変化も伺われ、各国の自国通貨高に対する見方がどう変わってくるのか注目だ。
2. （金融政策）サブプライムローン問題の影響拡大とともに、国内景気の下振れリスクが増大している。最近の審議委員の講演でも、賃金の伸び悩み、中小企業の弱さへの言及が目立ち、慎重なトーンになってきている。12月短観が悪化となると、利上げ時期の予想もさらに後づれすることになるだろう。
3. （長期金利）サブプライムローン問題の影響拡大から先行き不透明感が強い中、米FRBの利下げ、日銀の利上げ見送り観測から、当面長期金利の上昇の可能性は少ない。
4. （為替）米国経済の下振れリスク、米FRBの利下げ観測などからドル安圧力は強い。10-12月以降米国経済はさらに減速の色合いを強める見込みで、春先にかけてもう一段円高が加速するリスクが高い状況にある。

100円前半では過去はほぼ介入が実施されている

企業の採算レートと介入実施の状況



(注)シャドーは円売介入実施を示す。採算レートは輸出企業  
(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日本銀行

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

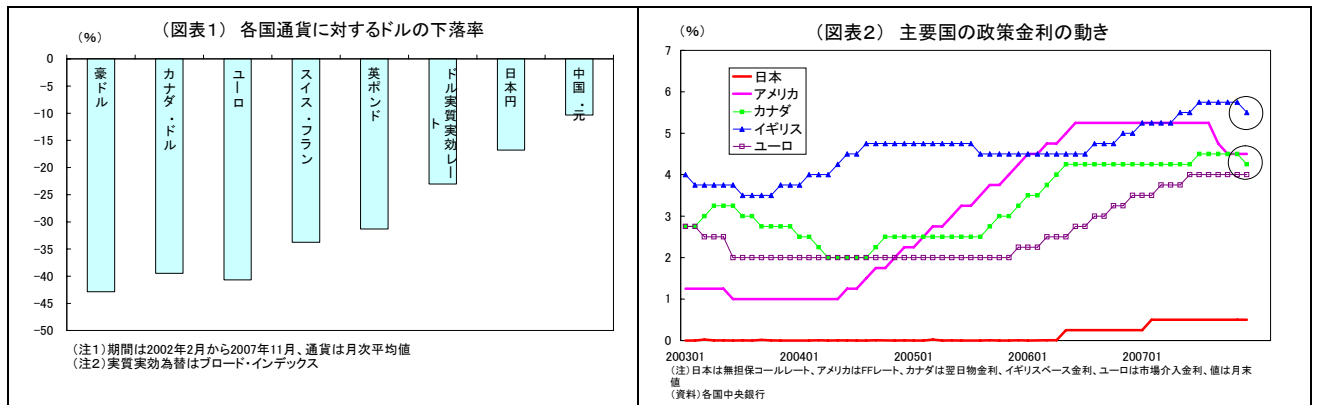
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## ＜金融政策、金融・為替市場の動き＞

### ● 円高に対して介入しかないが、 (ドル安のリスクは依然高い、今一段の円高の可能性も)

ドルが実質実効ベースで下落が始まった02年2月以降の各国通貨の動きを見ると、円の動きが鈍い。ドル安の受け皿として、高金利通貨などが選好され、円は相対的に買い進まれることはなかった(図表1)。

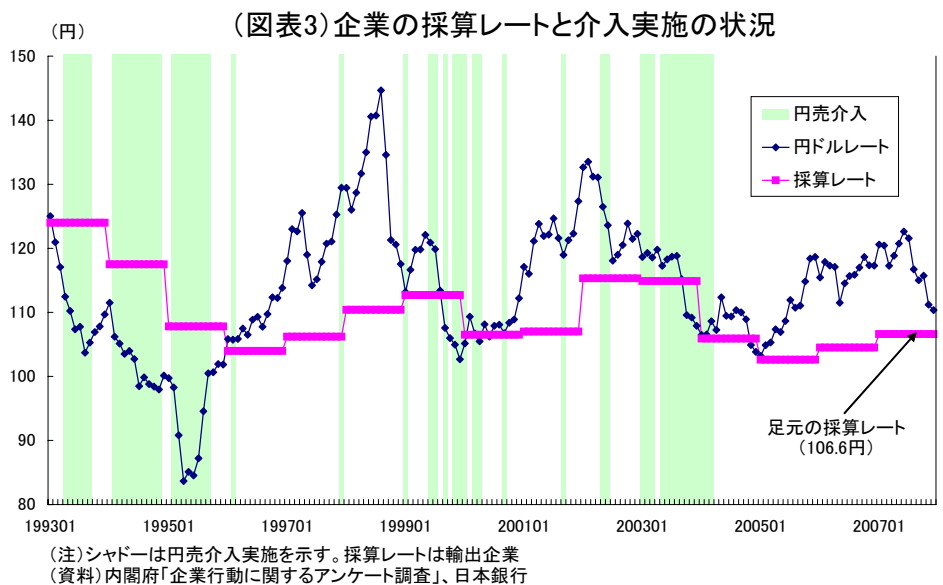
ただ、今後サブプライム問題長期化に伴い、各国景気が下振れし、各国が利下げに動き始めれば(12月4日カナダ、12月6日イギリスが0.25%利下げ実施)、ドル安進行によって、今までよりは円高が加速する可能性がでてくるだろう(図表2)。



### (円高には介入のみ。製造業の採算レート106円程度が目安)

円高・ドル安が加速した場合、日銀の利下げで対応するというのは、ほぼ不可能で、2004年3月以来の円売り介入に頼らざるを得ないことになる。

当初は口先介入となるが、図表3が示すように輸出企業の採算レートである106円程度となれば、介入実施に向けて動いてくるだろう。過去には100円前半の円高に対しては介入がほぼ実施されている(図表3)。



### (各国の賛同が得られない、ドル安に介入が効果を発揮するかも疑問)

筆者は100円前半になれば介入を実施してくるだろうと予想しているが、現状では介入実施のハードルはかなり高いと言える。

- ・ (各国の賛同が得られない) ①円は他通貨ほどドル安が進んでおらず、②中国に対して「介入」を批判している立場でもあり、各国とくにユーロの理解を得るのは難しい状況にある。
- ・ (介入効果に疑問) 今回の円高は急激なドル安であって、介入が効果を発揮するか? 一回介入を開始したら泥沼に陥るとの見方もあるだろう。

ただ足元、各国のドル安・自国通貨高に対するスタンスに少し変化も伺える。

ユーロ発足以来、ユーロ売介入を実施していないECB トリシェ総裁も、ユーロ高牽制発言のトーンが少し変わってきている。以前、サルコジ仏大統領からユーロ高を牽制する発言が出た時に、政治主導の相場への言及を牽制していたが、前回(11月8日)の会見では「無秩序な為替相場の動き」、「荒々しい動き (brutal)」は「経済成長に好ましくない」、「強いドルは米国の利益」といったスタンスが示された。ECBについても今後サブプライムローン問題の長期化に伴い、各国国内景気に下振れリスクが高まれば、自国通貨高に強い懸念を示してくる可能性もある。

当面ドル安継続の公算大で、米国経済・金融の動向がもっとも重要になるが、各国の自国通貨高に対する見方・スタンスがどう変わってくるのか、日本の介入の可能性を探る上でも注目だろう。

## ● 金融政策 (日銀ウォッチ) : 短観が福井総裁任期中の利上げ見送り決定打に

### (下振れリスク高まる、家計のマインド低下、好調だった企業部門の変調)

サブプライムローン問題の影響拡大とともに、国内景気の下振れリスクが増大している。

原油などの資源高騰でコストプッシュインフレが進む中、中小企業では交易条件がいつそう悪化している。賃金はいっこうに伸びず、雇用環境も改善のペースが落ち、消費者心理も悪化が顕著になってきた。また建築基準法改正に伴う住宅投資の落ち込みが続き、企業の建設投資など他部門への波及も見られ始めるなどしてきている。

特にいままで景気のエンジンとなっていた企業部門に先行き懸念が強まっている。12月3日公表の07年7-9月期の法人企業統計では、全産業の経常利益は前年同期比0.7%減と02年4-6月期以来、21四半期ぶりに前年を下回った。増収傾向は続いているが、全産業の設備投資も2期連続で減少しており、勢いが明らかに落ちてきている。

足元講演を行っている審議委員も、家計部門では賃金の伸び悩み、企業部門では中小企業の弱さへの言及が多くなってきており慎重なトーンが目立ってきている。

**(短観悪化で来年夏場まで利上げなしとの見方がコンセンサスに)**

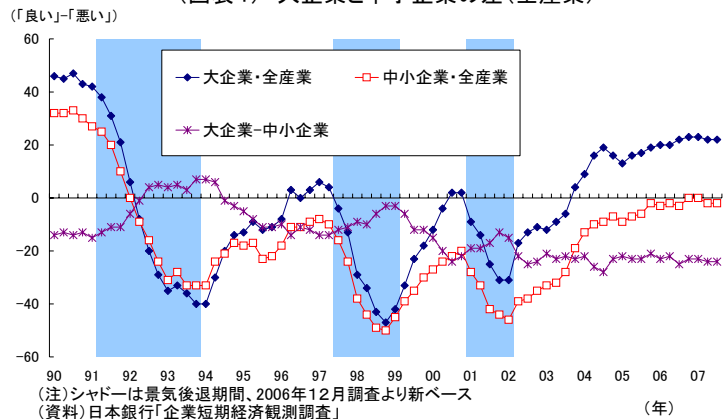
企業部門の現状・先行き見込みを確認する上で12月14日に公表される12月短観が注目だ。前回、9月短観は、大企業・製造業の業況判断DIはプラス23と前回調査から横ばい、大企業非製造業の業況判断DIは20と前回調査から2ポイント悪化した。しかし、全体としては、増収増益、設備投資の増加基調は維持されており、国内景気回復ペースは鈍化しているが底堅い動きであった。

今回短観では企業マインドの下振れは避けられそうにない。特に中小企業では悪化幅が大きくなり、大企業との格差はよりいっそう拡大する可能性があるだろう (図表4)。

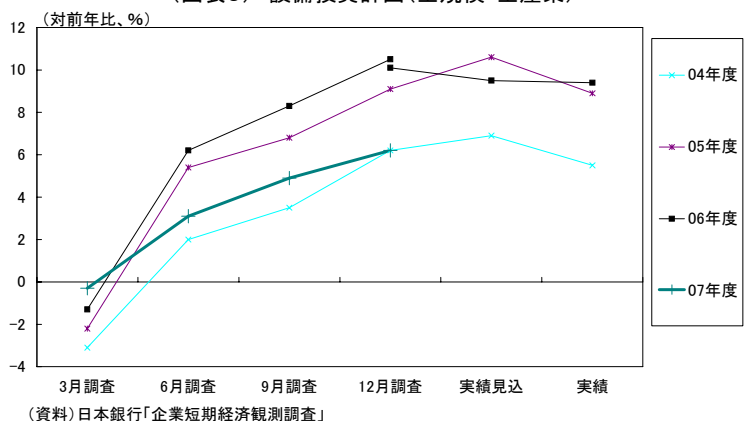
今回重要になってくるポイントは、業況判断の下振れと同様に企業の設備投資・収益計画が下方修正されるのかだろう (図表5)。増収増益、設備投資の増加基調が維持されなければ、サブプライムローン問題の実体経済への影響が今後本格化する前に、景気が下降線に入ってしまったとの見方が強まるだろう。

市場では年度内利上げの見方もほぼ消えかけている。今回短観が悪化という内容となると、利上げ時期は来年の夏までなしとの見方がコンセンサスとなるだろう。

(図表4) 大企業と中小企業の差(全産業)



(図表5) 設備投資計画(全規模・全産業)



● **金融市場：円ドルレートは一時107円台、長期金利は量的金融緩和解除前の水準に（10年金利）**

**11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1.4%台後半に。

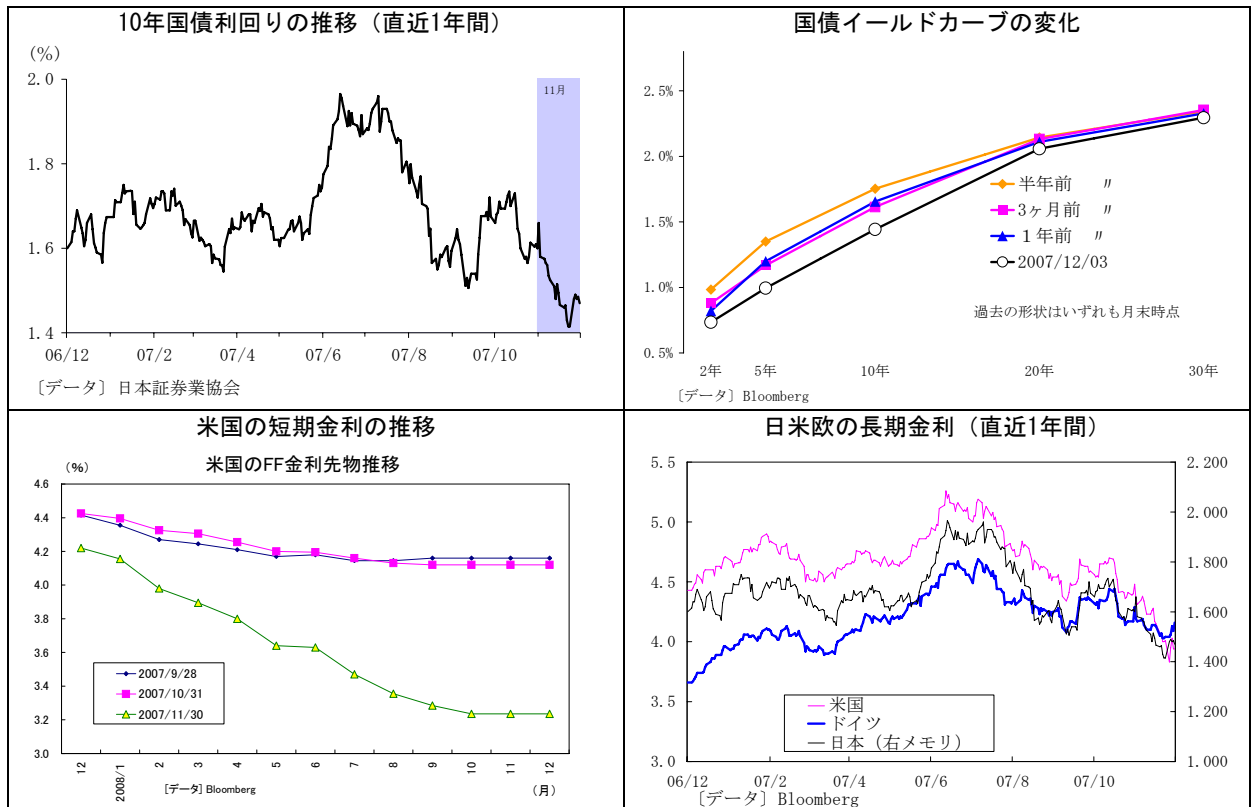
11月31日の米7-9月GDPが市場予想を大幅に上回り、FOMCの声明文で米国利下げ打ち止めの観測が高まったことを受け、長期金利は1.6%台後半に上昇した。その後サブプライムローン問題の広がり、米国の利下げ観測、日銀の年度内利上げ観測後退などを材料に低下が続き、13日には1.48%に低下。その後一旦1.5%を越えたが、22日には、前日日経平均が1万5000円を終値で割り込み、米国では長期金利が一時4%を割り込んだことで、日本でも05年9月以来となる1.4%割れに。その後中国系ファンドの日本株投資報道や、シティの増資発表などを受け世界的に株価が戻す展開となり、長期金利も1.4%台後半に戻して月末を向かえた。

（図表6）。

**当面の予想**

サブプライムローン問題の影響拡大から先行き不透明感が強い中、米FRBの利下げ、日銀の利上げ見送り観測から、当面長期金利の上昇の可能性は少ない。さらに14日発表の短観などで日本経済のスローダウンが示される結果となればもう一段の低下を探る動きとなる可能性がある。

図表6 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 11月の動き

円ドルレートは、月初115円近辺からスタートし、月末110円前半に。

11月31日、米7-9月GDPが市場予想を上回り、12月には利下げが一旦打ち止めになるとの思惑が高まりドルが買われ115円前半に。米雇用統計（10月分）が市場予想を上回る内容となったが、シティの投資判断などが引き下げられるとドルが売られ114円半ばに。7日中国全国人民代表大会副委員長が中国の外貨準備に対して「ユーロなど強い通貨に分散運用すべきだ」と発言し112円台に。8日にはバーナンキFRB議長が米国経済は来年前半まで弱い、さらに当初予想よりもサブプライム損失が拡大するとの見方を示すと、12日には一時109円台に突入した。13日には福井総裁が決定会合後の会見で利上げトーンが大きく後退したことなどから111円台をはさんだ展開となったが、16日には前日米国株が大幅下落となり109円台に再び突入した。20日にフレディマックが赤字転落となったことや米住宅着工許可件数が93年以来の低水準となったことから、21日は約2年半ぶりの108円台に。その後も金融機関の損失拡大が相次ぎ、27日には107円前半に。シティの増資発表、コーンFRB副議長、バーナンキ議長が柔軟な金融政策が必要との見解を行うと株価が持ち直し円ドルレートも110円台に戻して月末を向かえた（図表7）。

### 当面の予想

当面、米国経済の下振れリスク、米FRBの追加利下げ観測などからドル安圧力は強い。10-12月以降米国経済はさらに減速の色合いを強める見込みで、春先にかけてもう一段円高が加速するリスクが高い状況にある。

## (ドルユーロレート)

### 11月の動き

ドルユーロレートは、月初1.44台前半でスタート、月末には1.47台後半に。

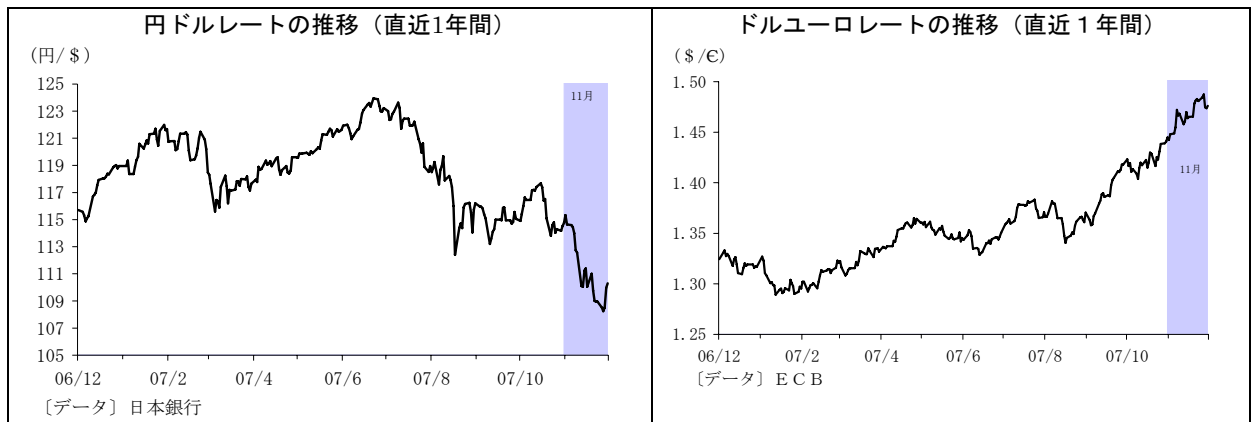
月初から、シティの投資判断引き下げ、中国全国人民代表大会副委員長の中国の外貨準備に対して「ユーロなど強い通貨に分散運用すべきだ」との発言（7日）、8日のバーナンキFRB議長発言などを材料にユーロ高が一方的に進み、9日には1.47台まで進む。その後一旦ユーロ高懸念からドルが買い戻される場面もあったが、米国のサブプライムローン問題拡大、実体経済の悪化などが明らかになると再びユーロが買われ、27日には1.49近辺に。その後シティの増資発表などで株価が持ち直したことで、ドルが若干戻し1.47台後半で月末を向かえた。

（図表7）。

### 当面の予想

当面、FRBの利下げ観測・米国景気下振れリスクが続く、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。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

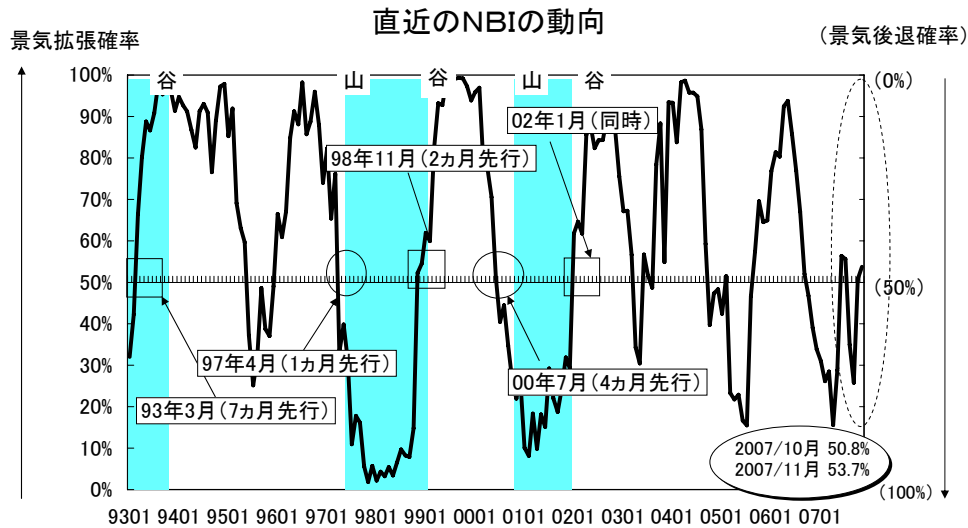


金利・為替予測表 (2007年12月6日現在)

		2007年		2008年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.8	1.8
アメリカ	FFレート (期末)	4.75	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年金利 (平均)	4.7	4.2	3.9	4.1	4.2	4.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年金利 (平均)	4.3	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4
円ドル	(平均)	118	111	108	108	110	110
ユーロ・ドル	(平均)	1.38	1.46	1.50	1.50	1.48	1.48
円・ユーロ	(平均)	163	162	162	162	163	163

## 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) ~10月 : 50.8%、11月 (予測値) : 53.7%



(注)①「○印」は景気後退期入り、「□印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。( )内の先行期間は景気の山・谷までの期間。  
 ②網かけ(シャドウ)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
 ③2007年10月までは実績値に基づく計測、11月は一部予測に基づく予測値。

	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	
06/12	33.9%	553,509	▲0.5%	50.0%
07/1	31.0%	560,661	1.3%	49.9%
07/2	26.1%	560,144	▲0.1%	49.8%
07/3	28.5%	554,687	▲1.0%	48.6%
07/4	15.6%	554,727	0.0%	47.9%
07/5	28.8%	557,185	0.4%	47.6%
07/6	56.4%	556,670	▲0.1%	44.7%
07/7	55.6%	557,476	0.1%	46.6%
07/8	35.0%	562,068	0.8%	48.0%
07/9	25.8%	559,605	▲0.4%	46.3%
07/10	50.8%	563,093	0.6%	44.9%
07/11	(予測値) 53.7%			35.1%
07/12				28.4%

(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。
- 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)