

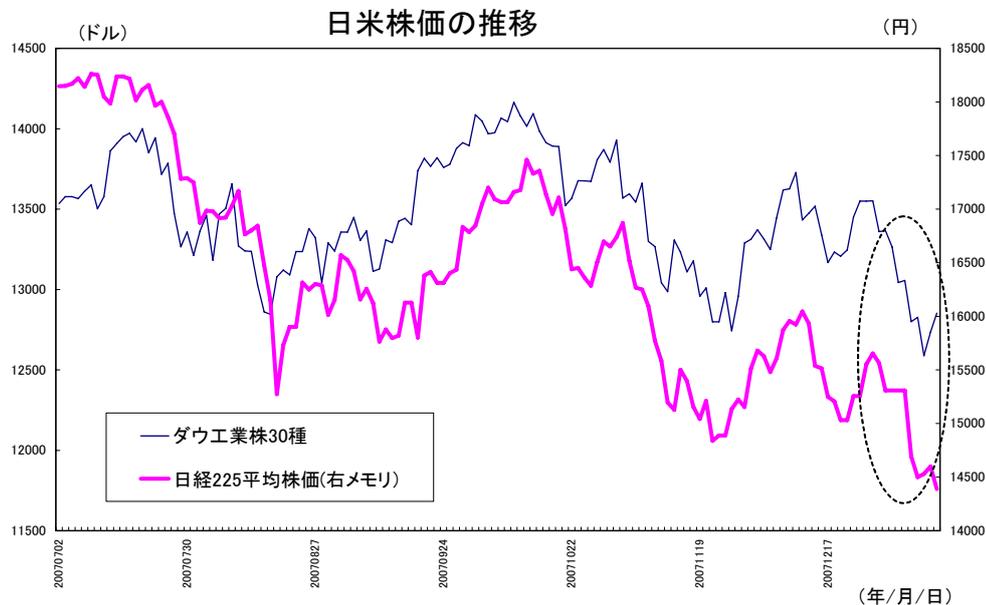
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き（1月）～米国リセッションリスクが高まる

1. 米12月雇用統計の悪化などを受け、米国リセッションリスクが市場で強く意識されている。リセッションに陥るかどうか、今後1-2カ月かなり重要な時期となってきた。
2. 日本経済も下振れリスクが高まってきている。特に輸出の恩恵を受けにくい中小企業の不振がここにきて顕著になってきている。
3. （金融政策）日銀は12月金融政策決定会合で景気判断を約3年振り（04年11月以来）に下方修正した。今後の金融政策上の焦点は、各国の利下げサイクル同様に、日銀も利下げに追い込まれるような局面にならないかどうかなのだ。3月19日に任期が切れる日銀総裁人事は、いまだ流動的だが、今月末から来月にかけて具体的な候補者の名前がそろそろマスコミ各社から報じられるのではないかと。
4. （長期金利）日本の長期金利は、日銀の利上げ観測がさらに遠のく中、景気下振れリスクが高く上昇余地は限定される。
5. （為替）米国経済の下振れ・米FRBの追加利下げの可能性が高く、もう一段円高が加速するリスクが高い状況にある。

### 年初より各国株価は大幅な調整



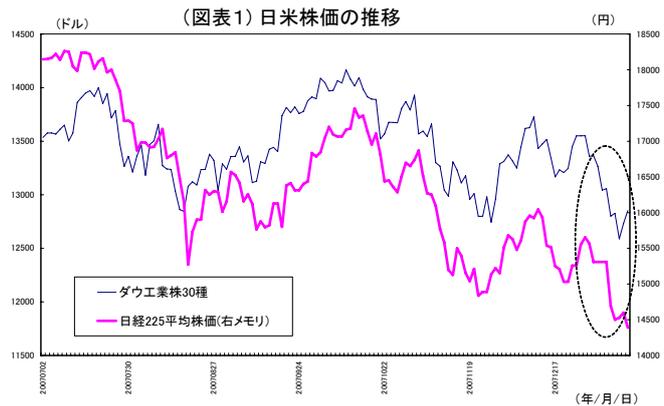
シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 TEL: (03)3512-1884  
 ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 金融政策、金融・為替市場の動き >

### ● 年初から大幅な株価調整、米国リセッションリスクが高まる

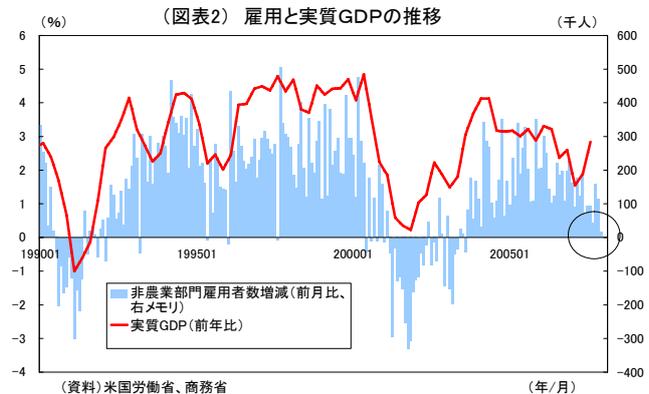
#### (米国リセッションリスク高まる、今後1-2カ月重要な時期)

年初より各国で大きく株価が調整している(図表1)。これは米国ISM製造業景況指数(2日)で景気のはずれの50を下回ったこと、12月の米雇用統計(4日)で非農業部門の雇用者数が前月比1万8000人増と市場予想(5万人増)を大きく下回ったことで、米国のリセッションリスクが強く意識されたためである(図表2)。



いままでも住宅市場の低迷を背景に減速が鮮明になっていたが、リセッションリスクがこれほどまでに高まらなかったのは、雇用・所得面の統計が比較的底堅い動きを続けていたからだ。

雇用統計は(昨年の8月の件もあるだけに)1ヵ月だけで判断するのは早計だが、来月も悪い結果となれば、雇用悪化→消費悪化→リセッションという可能性は格段に上昇する。



サブプライム問題で米国がリセッションに陥るかどうか、今後1-2カ月かなり重要な時期となってきた。

#### (来週以降金融機関の決算発表、1月末の一般教書に注目)

来週から欧米の金融機関の決算が発表される。07年10-12月期のサブプライムローン関連の損失が拡大するのか、資本がどの程度毀損するのか、予想外、想定外の余波が起こるのか、まだまだ波乱の展開の可能性のほうが高いだろう。

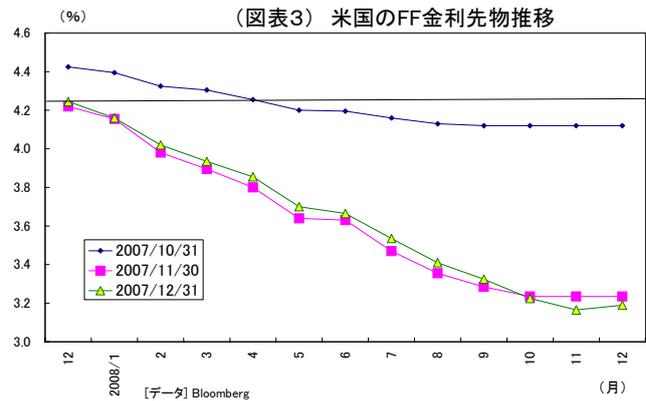
リセッションリスク、金融市場の下振れリスク高まっている中で、FRBの利下げだけでは対応が難しい局面になってきている。市場は既にこの先の利下げまで織り込んでいる(図表3)。1月に50bpの利下げが実施され、短期的には好感し、株価が上昇したとしても、実体経済の統計悪化、企業の減益発表で打ち消されるという展開が予想される。

実体経済の悪化とともに金融機関の不良債権、資本毀損が問題となっており、消費促進に向けた減税など幅広い財政出動が必要との見方が増えてきている。

ブッシュ大統領は減税検討に着手したと報じられている。共和党のブレインであるマーチン・フェルドシュタイン・ハーバード大学教授も足元幅広い財政出動の必要性を訴えており、現大統領のもとでどのような財政支援ができるのか、その第一弾として1月末の一般教書でどのような幅広い財政支援策が打ち出されるか注目だ。

その後は経済の悪化状況にもよるが、本格化する大統領選挙で各候補者がサブプライムローン関連に対してどのようなスタンスにでてくるか注目だ。

ここまでの選挙戦では、争点がイラク問題などの外交、医療保険・年金などの問題となっている。雇用・経済が一段と悪化していくと、今度は経済問題に焦点が移っていくだろう。



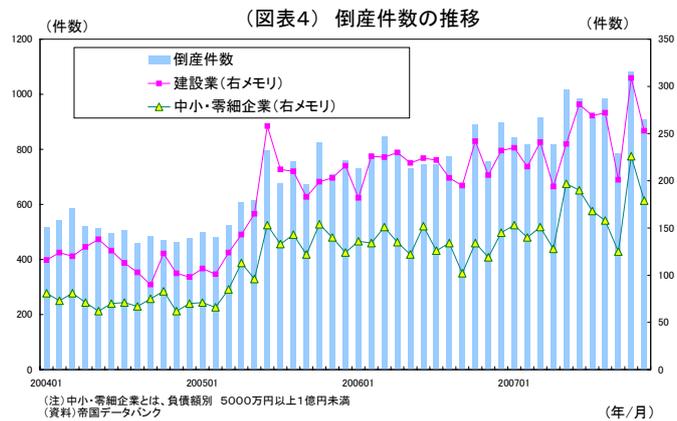
**(日本も下振れリスクが高まる：建築業を中心とした倒産が増加)**

日本の株価は米国以上に下げている。確かにPERなどで見る限り日本株はかなり割安な状況だが、米国経済の悪化、円高懸念を通じて収益予想がかなり下方修正されているという状況だ。

内需もカギとなる消費に盛り上がりは見られず今年度下期、来年度の収益の下振れ懸念が強い。

企業部門では特に輸出の恩恵を受けにくい中小企業の不振が顕著になってきている。価格競争力がない中小企業では、交易条件の悪化がボディーブローのように効いているところに、建築基準改正の影響を強く受けており、12月短観では中小企業は景況感の悪化に加えて2007年度で減益見込みとの結果となった。また足元建築関係を中心に倒産件数も増加してきている

**(図表4)。**



今後緩やかな回復シナリオが維持できるかどうかについて、米国以外の輸出、生産が底堅さを維持できるか、企業収益予想の下ぶれがどの程度で収まるのか (特に 08 年度の当初予想が減益になってくるかどうか) などがポイントとなりそうだ。

## ●金融政策（日銀ウォッチ）：景況感の下方修正、福井総裁下での利上げあきらめ

### （福井総裁下での利上げはあきらめ、利下げに追い込まれないかが心配の種）

日銀は12月金融政策決定会合（19・20日）で景気判断を約3年振り（04年11月以来）に下方修正した。

福井総裁は、会見で当面の金融政策運営に対して、「日銀の基本的な考え方はこれまでと全く変わっていない。日本経済が物価安定の下での息の長い成長軌道を今後ともたどるのであれば、金利水準を徐々に引き上げていく方向にある。この基本線にいささかの揺るぎもない」と述べたが、景気判断の下方修正、また利上げ積極派の水野審議委員も利上げ主張から降りたことから「早期利上げシナリオ」は完全に消滅、福井総裁任期中での利上げはなくなった。

今後の金融政策上の焦点は、各国の利下げサイクル同様に、日銀も利下げに追い込まれるような局面にならないかどうか。日銀は足元下振れしているが、先行きについての回復シナリオの変更の必要性は現時点でないと見ている。1月決定会合（21・22日）は10月の展望レポートの中間評価が行われる。各国とも下振れリスクが高まっておりどの程度下方修正されるのか注目だ。

### （次期総裁人事：武藤副総裁昇格が本命だが、まだまだ流動的）

3月19日に任期が切れる日銀総裁人事は、（マスコミによるアンケート調査が示すように）武藤副総裁が最有力だ（図表5）。

ただし、民主党は官僚の天下りなどの理由から武藤副総裁の総裁昇格に難色を示している。

（空席となる事態も含め）まだまだ流動的だが、今月末から来月にかけて具体的な候補者の名前がそろそろマスコミ各社から報じられるのではないかと（前回2003年の時は2月後半に人事が固まっている）。

現在市場であがっている候補者となった場合の金融政策への影響は、福井日銀総裁対比でみて、より利上げに積極的だといえる人もおらず、利上げ時期がさらに遠のくと考えておけばいいのではないかと。

（図表5）次期総裁にふさわしい候補者は  
（日経QUICK調査：2007年12月13日）

| 順位  | 票数 | 候補者                           |
|-----|----|-------------------------------|
| 1位  | 39 | 武藤敏郎・日銀副総裁                    |
| 2位  | 30 | 植田和男・元日銀審議委員（東京大学教授）          |
| 3位  | 11 | 黒田東彦・元財務官（アジア開発銀行総裁）          |
| 4位  | 10 | 伊藤隆敏・元副財務官（東京大学教授・経済財政諮問会議議員） |
| 4位  | 10 | 岩田一政・日銀副総裁                    |
| 6位  | 6  | 中原伸之・元日銀審議委員                  |
| 7位  | 5  | 山口泰・元日銀副総裁                    |
| 8位  | 2  | 安斎隆・元日銀理事（セブン銀行社長）            |
| 8位  | 2  | 竹中平蔵・元総務相                     |
| 8位  | 2  | 福井俊彦・日銀総裁（続投）                 |
| 11位 | 1  | 伊藤元重・東京大学教授                   |
| 11位 | 1  | 三谷隆博・元日銀理事                    |
| 11位 | 1  | 渡辺博史・元財務官                     |

（注）調査内容：BOJウォッチャー21人が3人ずつ候補をあげ、第1候補3票、第2候補2票、第3候補1票として集計

## ● 金融市場（12月）：いったん金利低下、ドル安の流れがおさまる

### （10年金利）

#### 12月の動き

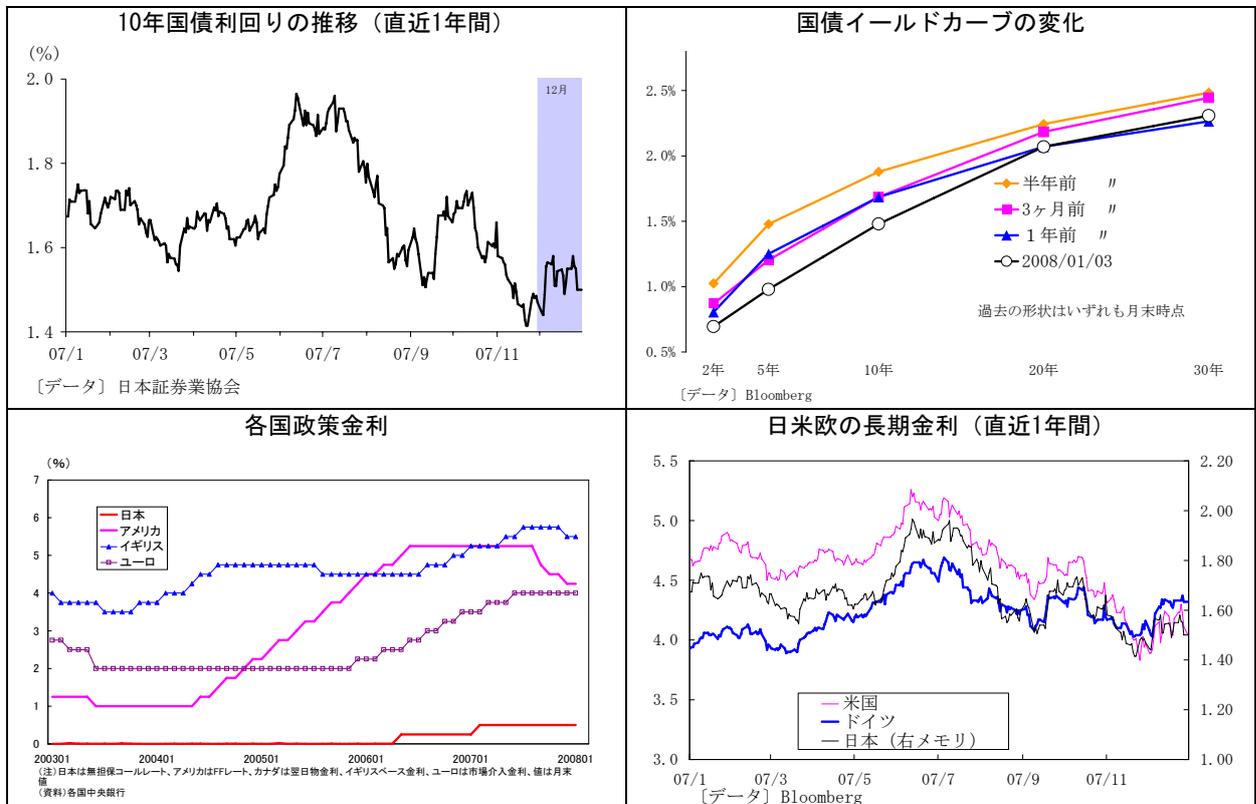
10年国債利回りは、月初1.4%半ばでスタートし、月末1.5%に。

月初1.4%半ばでスタートし、英ノーザンロック救済策、米サブプライム問題救済策（6日）、11日には日経平均株価が16000円を回復し1.58%まで上昇した。11日のFOMCで利下げが0.25%にとどまり米国で株安・金利低下が進むと、日本でも1.5%前半に低下した。12日に各国強調の資金供給策が発表され、日銀の利上げはさらに遠のいたとの見方から1.5%近辺に低下した。14日には、前日米生産者物価が予想を上回る上昇となり、米長期金利が4.2%まで急上昇すると、日本も1.5%後半になった。その後株価の下落で一時1.5%を下回る場面もあったが、総じて1.5%前半での推移が続いた。25日には前日メリルリンチの資本増強策が発表され、海外で株高・金利上昇となったことで日本も1.58%まで上昇した。28日は前日、パキスタン・ブット元首相が暗殺され地政学リスクが高まり各国株価が下落すると1.5%に低下し月末を向かえた（図表6）。

#### 当面の予想

各国とも原油など資源高の影響等もありインフレ圧力が強い状況にはあるが、サブプライムローン問題の影響拡大から景気下振れリスクが高い。日本の長期金利は、日銀の利上げ観測がさらに遠のく中、景気下振れリスクが高く上昇余地は限定される。

図表6 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 12月の動き

円ドルレートは、月初110円半ばからスタートし、月末114円近辺に。

月初よりサブプライム借入救済策への期待からドルが買い戻され、7日には111円台に。11日のFOMCで利下げ幅が市場予想を下回ったことで一旦は円が買われるが、12日に各国協調の資金供給策が発表され、日銀短観悪化（14日）、米物価指数の上昇などからドルが買われ17日には113円台に。20日の決定会合で日銀が約3年振りに景況判断を下方修正し日銀の利上げ観測がさらに後退し、24日にメリルリンチの資本増強策が発表されると114円台に。その後114円台前半での推移が続いたが、28日は前日、パキスタン・ブット元首相が暗殺され地政学リスクが高まり各国株価が下落すると、リスク回避の円買い・ドル売りが強まり月末は113円台前半となった。月末にかけて若干ドルが戻し114円近辺となった（図表7）。

### 当面の予想

当面、米国経済の下振れ・米FRBの追加利下げの可能性は高く、もう一段円高が加速するリスクが高い状況にある。

100円前半の水準では日本政府による円売り・ドル買い介入への警戒感があるものの、今後の欧米金融機関の決算発表や、米国の実体経済の悪化にドル安・円高が急速に進むリスクは高いといえる。

## (ドルユーロレート)

### 12月の動き

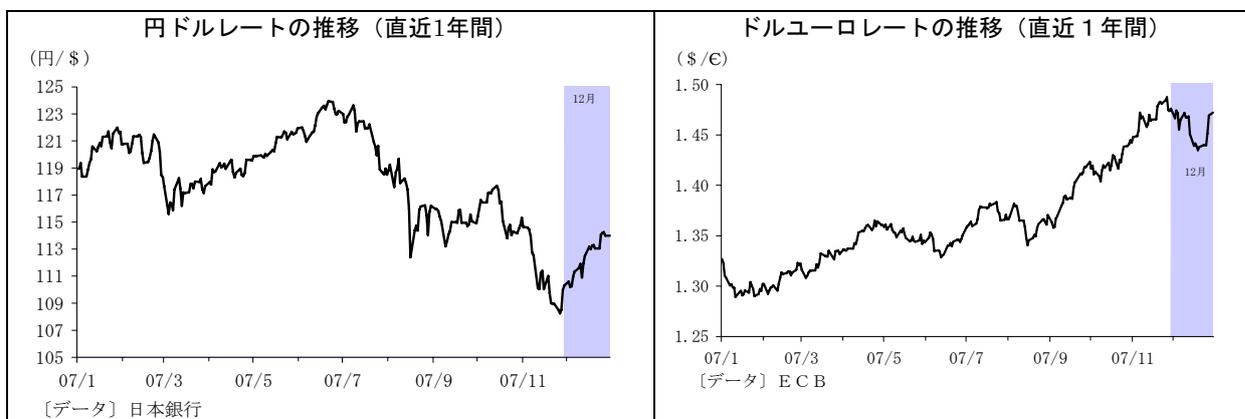
ドルユーロレートは、月初1.46台後半でスタート、月末には1.47前半に。

月初よりユーロの利上げ観測後退、サブプライム借入救済策への期待からドルが買い戻され、6日には1.45円台に。その後FOMCで利下げ幅が予想以下となるとユーロが買われ1.47近辺となったが、12日に各国協調の資金供給策が発表され、年末越え資金に対する安心感が広がるとドル買いがいきに進み17日には1.43台に。その後1.43台後半から1.44近辺での推移が続く。28日は前日、パキスタン・ブット元首相が暗殺されるとドル売り・ユーロ買いが進み月末には1.47前半になった（図表7）。

### 当面の予想

ユーロの利上げ観測は大きく後退したが、米国経済の下振れ・米FRBの追加利下げ観測からユーロ堅調の動きは続こう。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

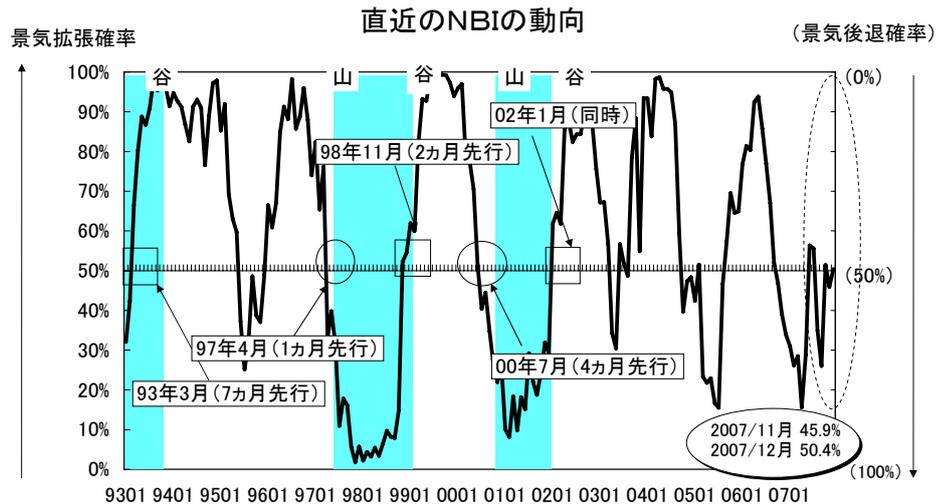


金利・為替予測表 (2007年12月6日現在)

|        |                | 2007年 | 2008年 |      |      |       |
|--------|----------------|-------|-------|------|------|-------|
|        |                | 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 | 0.75 | 0.75  |
|        | 10年金利 (平均)     | 1.6   | 1.5   | 1.5  | 1.7  | 1.8   |
| アメリカ   | FFレート (期末)     | 4.25  | 3.50  | 3.25 | 3.25 | 3.25  |
|        | 10年金利 (平均)     | 4.3   | 3.9   | 3.9  | 4.1  | 4.2   |
| ユーロ圏   | ECB市場介入金利 (期末) | 4.00  | 4.00  | 4.00 | 4.00 | 4.00  |
|        | 10年金利 (平均)     | 4.2   | 4.1   | 4.2  | 4.3  | 4.4   |
| 円ドル    | (平均)           | 113   | 108   | 108  | 110  | 110   |
| ユーロ・ドル | (平均)           | 1.45  | 1.50  | 1.50 | 1.48 | 1.48  |
| 円・ユーロ  | (平均)           | 164   | 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) ~11月: 45.9%、12月 (予測値): 50.4%



(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11月までは実績値に基づく計測、12月は一部予測に基づく予測値。

|       | ニッセイ景気動向<br>判断指数(NBI) | 月次GDP    |       | 為替インデックス |
|-------|-----------------------|----------|-------|----------|
|       |                       | 水準(10億円) | 前期比   |          |
| 07/1  | 31.0%                 | 563,409  | 1.5%  | 49.6%    |
| 07/2  | 26.1%                 | 562,711  | ▲0.1% | 49.1%    |
| 07/3  | 28.5%                 | 557,061  | ▲1.0% | 45.7%    |
| 07/4  | 15.6%                 | 557,117  | 0.0%  | 43.8%    |
| 07/5  | 28.8%                 | 559,566  | 0.4%  | 43.3%    |
| 07/6  | 56.4%                 | 558,831  | ▲0.1% | 38.7%    |
| 07/7  | 55.6%                 | 558,693  | ▲0.0% | 42.1%    |
| 07/8  | 35.0%                 | 562,950  | 0.8%  | 44.9%    |
| 07/9  | 26.0%                 | 560,078  | ▲0.5% | 41.7%    |
| 07/10 | 51.5%                 | 563,612  | 0.6%  | 39.3%    |
| 07/11 | 45.9%                 | 562,599  | ▲0.2% | 26.2%    |
| 07/12 | (予測値) 50.4%           |          |       | 19.0%    |
| 08/1  |                       |          |       | 18.0%    |

(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12月21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)