



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（3月）～過去の米国景気後退と株価調整

1. 2月末のバーナンキの議会証言をきっかけに、米国の景気後退懸念、信用不安が一気に高まり、株安、ドル安、金利低下が進んだ。今後本格的に米国の景気後退を市場が織り込みに行くことになるだろう。過去の米国の景気後退時の株価調整水準の目安は20%程度で現状は10%程度の調整。
2. （金融政策）2月29日与党が民主党欠席の中、衆院本会議で08年度予算案と租税特別措置法改正の採決に踏み切った。これにより日銀の総裁・副総裁人事は（空席リスクも含め）不透明感がいっそう強まっている。
3. 今後、米国の景気後退が明確となり、日本の経済指標も景気悪化を示すものが増えてくる。4月末の展望レポートで、景気判断の大幅な下方修正・政策運営の変更を行うかどうか新体制は船出と同時に難しい舵取りが要求されそうだ。
4. （長期金利）世界的に景気悪化懸念が強まってきており金利の低位は長期化へ。日銀の利下げ観測がさらに高まればもう一段の金利低下をトライすることになるだろう。
5. （為替）米国経済の景気後退懸念、信用不安が高まる中、米FRBの追加利下げが継続する公算大でドル安圧力は引き続き高い。市場にネガティブショックが起こると世界的な株安の中で突発的な円高進展の可能性が高い。

米景気後退と株価調整(米ダウ) (ドル)

| | 山 | 谷 | 下落率 |
|----------|---------|---------|--------|
| 第3循環 | 1953/07 | 1954/05 | -18.9% |
| 第4循環 | 1957/08 | 1958/04 | -10.5% |
| 第5循環 | 1960/04 | 1961/02 | -10.4% |
| 第6循環 | 1969/12 | 1970/11 | -12.3% |
| 第7循環 | 1973/11 | 1975/03 | -32.1% |
| 第8循環 | 1980/01 | 1980/07 | -13.6% |
| 第9循環 | 1981/07 | 1982/11 | -21.7% |
| 第10循環 | 1990/07 | 1991/03 | -16.1% |
| 第11循環 | 2001/03 | 2001/11 | -17.8% |
| 今回の後退(?) | ? | | -10.6% |

(注) 株価は月平均値、後退期間前(中)の最高月から最低月の下落率を計算
(出所) NBER, Dow Jones

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・為替市場の動き＞

● 過去の米国景気後退と株価調整

（米国株式市場：過去の景気後退の株価下落率は20%程度）

2月に入り日米経済見通しのコンセンサスは大きく下方修正が行われており、日米とも景気後退との見方が急速に増えた（図表1）。

当研究所も2月に入り米国経済は年前半景気後退、日本経済も輸出の鈍化から後退するとの見方に変更した。

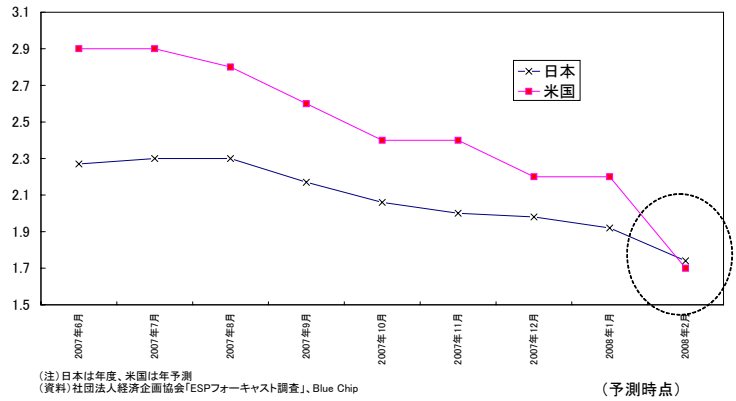
一方、市場は2月に入りだいぶ落ち着きを取り戻し悪材料にあまり大きく下落しなくなっていた。ところが2月

末のバーナンキの議会証言をきっかけに、米国の景気後退懸念、信用不安が一気に高まり、株安、ドル安、金利低下の動きが加速した。

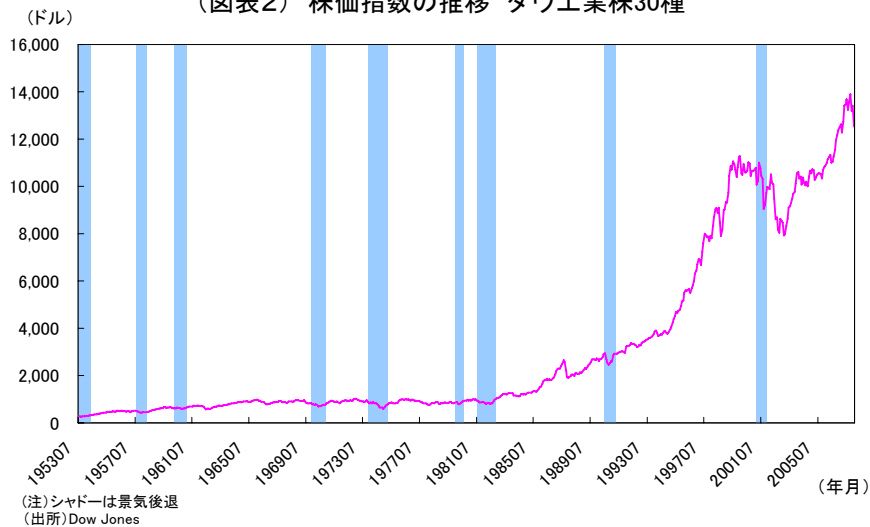
今後米株は景気後退をさらに織り込みに行く展開になるだろう。

米国の過去の景気後退とそのときの景気後退入り前の高値からの下落率（月平均）の動きを見るとだいたい20%程度となっている（図表2,3）。現状10%程度の調整にとどまっておれば後退をさらに織り込めば今後軟調な動きとなる可能性が高い（米国ダウの最高値月（平均）は07年10月13901ドル、これの20%下落は11121ドル）。

（前年比、%） 日米実質GDP(2008年)に対する市場予想変化



（図表2） 株価指数の推移 ダウ工業株30種



(図表3) 米景気後退と株価調整(米ダウ)

(ドル)

| | 山 | 谷 | 最高値 | | 最低値 | | 下落率 |
|----------|---------|---------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 第3循環 | 1953/07 | 1954/05 | 323 | (195405) | 262 | (195309) | -18.9% |
| 第4循環 | 1957/08 | 1958/04 | 488 | (195708) | 437 | (195712) | -10.5% |
| 第5循環 | 1960/04 | 1961/02 | 650 | (196102) | 582 | (196010) | -10.4% |
| 第6循環 | 1969/12 | 1970/11 | 789 | (196912) | 692 | (197005) | -12.3% |
| 第7循環 | 1973/11 | 1975/03 | 879 | (197311) | 596 | (197412) | -32.1% |
| 第8循環 | 1980/01 | 1980/07 | 910 | (198007) | 786 | (198004) | -13.6% |
| 第9循環 | 1981/07 | 1982/11 | 1,028 | (198211) | 804 | (198206) | -21.7% |
| 第10循環 | 1990/07 | 1991/03 | 2,934 | (199007) | 2,461 | (199010) | -16.1% |
| 第11循環 | 2001/03 | 2001/11 | 11,005 | (200105) | 9,043 | (200109) | -17.8% |
| 今回の後退(?) | ? | | 13,901 | (200710) | 12,428 | (200802) | -10.6% |

(注) 株価は月平均値、後退期間前(中)の最高月から最低月の下落率を計算

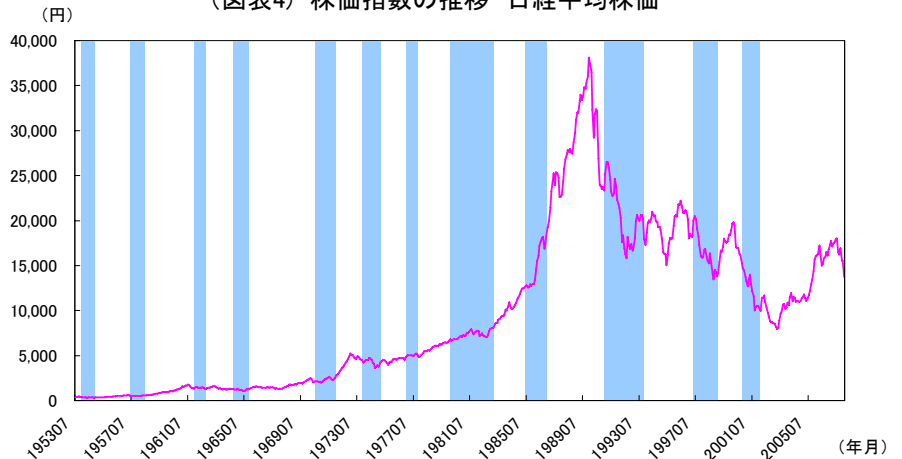
(出所) NBER, Dow Jones

(日本株式市場：日米同時後退では30-40%調整)

過去の日本の景気後退と株価の動きをみると80年代半ば以降、30-40%程度の調整となっている(図表4, 5)。

足元ドル安・円高が急速に進んでいることもあり、景気後退との見方が増えるだろう。日本の株価も今しばらく軟調な推移、ネガティブショックに急落するというリスクは引き続き高い。

(図表4) 株価指数の推移 日経平均株価



(注) シャドーは景気後退
(出所) 日経

(図表5) 日本景気後退と株価調整(日経平均株価)

| | 山 | 谷 | 最高値(円、年月) | | 最低値(円、年月) | | 下落率 |
|----------|---------|---------|-----------|----------|-----------|----------|--------|
| 第2循環 | 1954/01 | 1954/11 | 361 | (195401) | 325 | (195411) | -10.2% |
| 第3循環 | 1957/06 | 1958/06 | 575 | (195806) | 491 | (195712) | -14.6% |
| 第4循環 | 1961/12 | 1962/10 | 1,540 | (196202) | 1,266 | (196210) | -17.8% |
| 第5循環 | 1964/10 | 1965/10 | 1,265 | (196501) | 1,046 | (196507) | -17.3% |
| 第6循環 | 1970/07 | 1971/12 | 2,661 | (197107) | 1,987 | (197012) | -25.3% |
| 第7循環 | 1973/11 | 1975/03 | 4,711 | (197405) | 3,620 | (197410) | -23.1% |
| 第8循環 | 1977/01 | 1977/10 | 5,218 | (197709) | 4,969 | (197706) | -4.8% |
| 第9循環 | 1980/02 | 1983/02 | 8,044 | (198302) | 6,604 | (198003) | -17.9% |
| 第10循環 | 1985/06 | 1986/11 | 18,181 | (198609) | 12,567 | (198508) | -30.9% |
| 第11循環 | 1991/02 | 1993/10 | 26,470 | (199104) | 15,790 | (199208) | -40.3% |
| 第12循環 | 1997/05 | 1999/01 | 20,506 | (199706) | 13,487 | (199810) | -34.2% |
| 第13循環 | 2000/11 | 2002/01 | 14,761 | (200011) | 9,997 | (200109) | -32.3% |
| 今回の後退(?) | ? | | 18,001 | (200706) | 13,548 | (200802) | -24.7% |

(注1) シャドーは米景気も同時期後退

(注2) 株価は月平均値、後退期間前(中)の最高月から最低月の下落率を計算

(出所) 内閣府、日経

●金融政策（日銀ウォッチ）：なかなか決まらない日銀人事

2月29日与党が民主党欠席のまま衆院本会議で08年度予算案と租税特別措置法改正の採決に踏み切った。これにより日銀の総裁・副総裁人事は（空席リスクも含め）不透明感がいっそう強まっている。ただ筆者は最終的には現在名前が上がっている総裁は武藤副総裁の昇格、白川方明元日銀理事の副総裁就任の可能性があると見ているが、もうしばらく時間がかかりそうだ。

（日本景気は踊り場か後退か、3月短観は新政権の方向性を決める）

日銀の金融政策は、今年は現状維持が続き来年のどこかで米国経済の底打ちが見えた時点で利上げを行うというのをメインシナリオにしている。しかし足元0.25%の利下げという緩和策に出るサブシナリオの可能性が高まりつつある。

水野審議委員は28日の公演で、先行きの景気見通しについて「景気判断の見通しが定まるためには、まだもう少しデータが必要」と述べている。また同時に先行きの景気のポイントとして以下の2点が重要と指摘している。

- ・各種制度変更や原材料価格の上昇が企業部門、とりわけ収益、設備投資動向にどのような影響を与えるか、
- ・生産が当面横ばいで推移した場合、輸出を起点とする「前向きな循環メカニズム」に変調が起きないか

企業の収益・設備投資動向という点では、4月1日の3月短観で示される08年度当初見込みが注目だ。大きく下振れるようなことがあれば、日銀の先行きの見方は大きく修正されるだろう（図表6,7）。

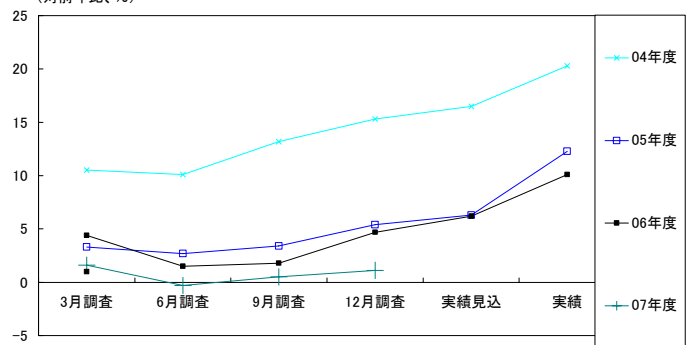
（審議委員9人のバランスからは副総裁人事が注目）

4月末の展望レポートに向けて日銀の先行きの見方が大きく変わるかどうかのもうひとつのポイントとして新体制での9人のバランスがどうなるかも重要といえる。

思い起こせば、福井総裁は就任当時、量的金融緩和を推し進め、緩和に積極的として国内外から高い評価を受けたが、それは現在のメンバーからの昇格ではなく外部からは入ったからだ。

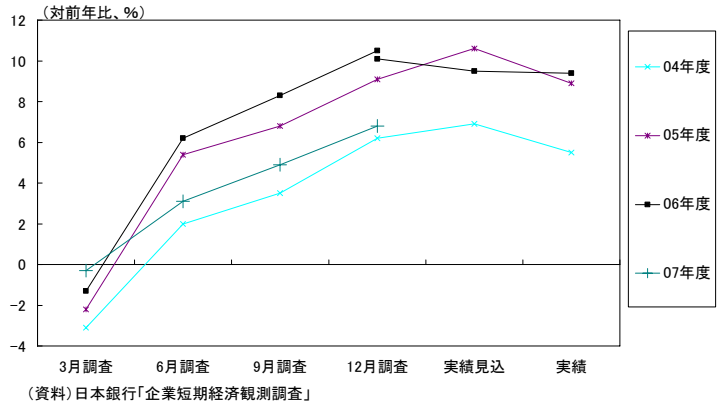
この点武藤氏は現在のメンバーであり現在の路線を転換して緩和推進に鞍替えするには時間がかかる。現在までまったく名前が聞こえてこないもう一人の副総裁に、「声高く」緩和を主張する役割（ハト派）が求められてもおかしくない。

（対前年比、%）（図表6） 経常利益計画（全規模・全産業）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

（対前年比、%）（図表7） 設備投資計画（全規模・全産業）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

● 金融市場（2月）：月末ドル安が急激に進み103円台に

（10年金利）

2月の動き

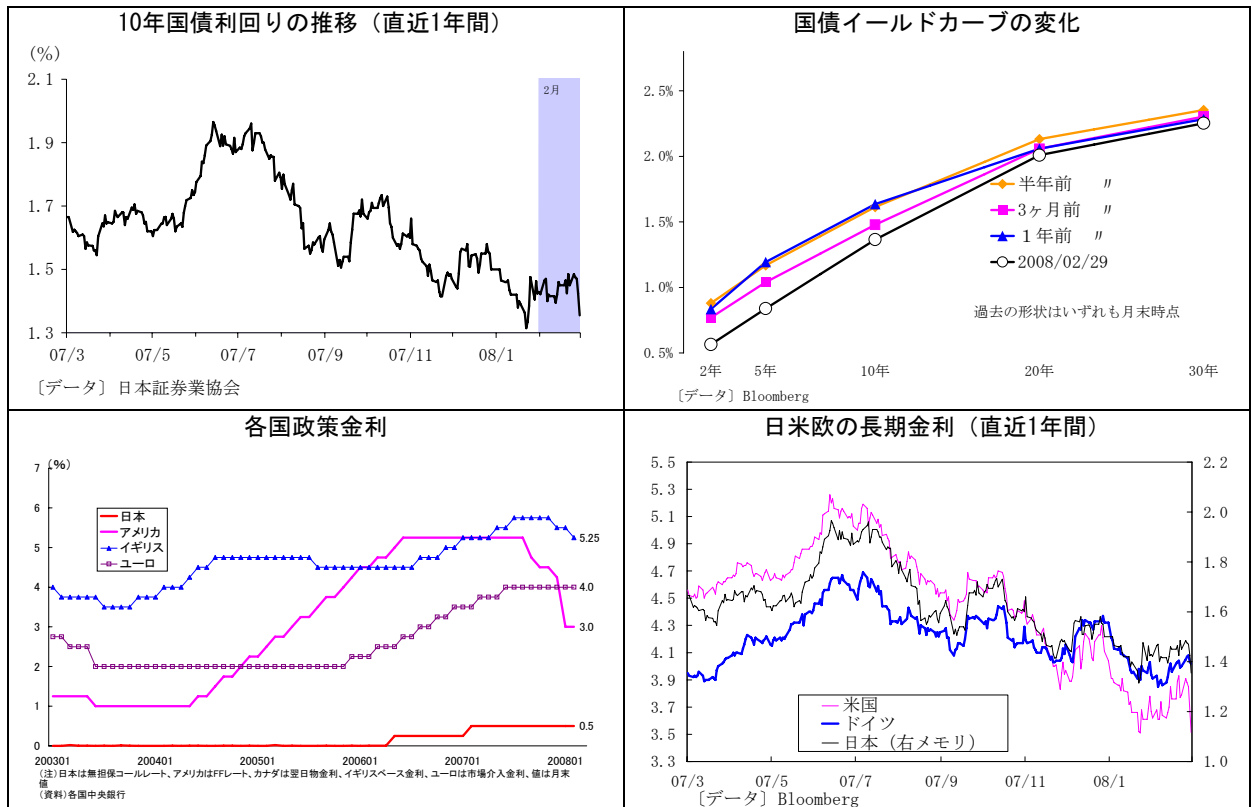
10年国債利回りは、月初1.4%前半でスタートし、月末1.3%半ばに。

月初よりモノライン救済に向けた動きが報道され、株高となり金利が1.4%後半まで上昇したが、米1月ISM非製造業（5日）が大幅悪化となると株安から再び金利低下が続き12日には1.4%割れに。その後モノライン救済を巡る報道、日本の10-12月GDPが市場予想を上回る（15日）などを材料に1.4%半ばから後半の推移となった。21日に米KKR傘下の投資会社が社債償還を延期するとの報道から金利が1.4%前半まで低下したが、FOMC（20日）でインフレ予想が高まり、21日の日本の貿易統計（1月分）で輸出が好調だったことから1.4%後半に。28日鉱工業生産指数（1月分）が予想を下回ると1.4%前半に、29日には前日バーナンキFRB議長が「いくつかの地方銀行破綻の危険性あり」と発言すると再び信用不安が高まり月末1.3%台半ばまで急低下した（図表8）。

当面の予想

米国では再び信用不安・景気悪化懸念が強まってきている。また日本の景気後退の見方も強まっており、長期金利の低位は長期化へ。日銀の利下げ観測がさらに高まればもう一段の金利低下を試すことになるだろう。

図表8 金利関係図表



(円ドルレート)

2月の動き

円ドルレートは、月初106円半ばからスタートし、月末103円台に。

月初は106円台を中心とした推移が続く。2月9日のG7はほぼ予想通りの内容となり、106円後半でもみ合いに。その後モノライン救済に関する報道、米1月小売統計（13日）が市場予想を上回る結果となると14日には108円台に。15日には前日FRB議長が追加利下げの可能性を示唆したことで再び107円台に。その後20日の1月分米CPIが予想を上回る上昇となりインフレ懸念が高まると一時108円台となったが、21日に米フィラデルフィア連銀製造業景況指数が低下すると107円前半に。その後米国の弱い統計が続く中、27日にバーナンキFRB議長が議会証言で追加利下げを示唆する内容の発言を行うと105円台、29日には前日バーナンキFRB議長が「いくつかの地方銀行破綻の危険性あり」と発言すると再び信用不安が高まり2005年3月以来の103円台に突入した（**図表9**）。

当面の予想

バーナンキFRB議長の発言を受けて強まったドル売りの流れはしばらく続きそうだ。米国経済の後退懸念、信用不安が高まる中、米FRBの追加利下げが継続する公算大でドル安圧力は引き続き高い。市場にネガティブショックが起これば世界的な株安の中で突発的な円高進展の可能性が高い。

(ドルユーロレート)

2月の動き

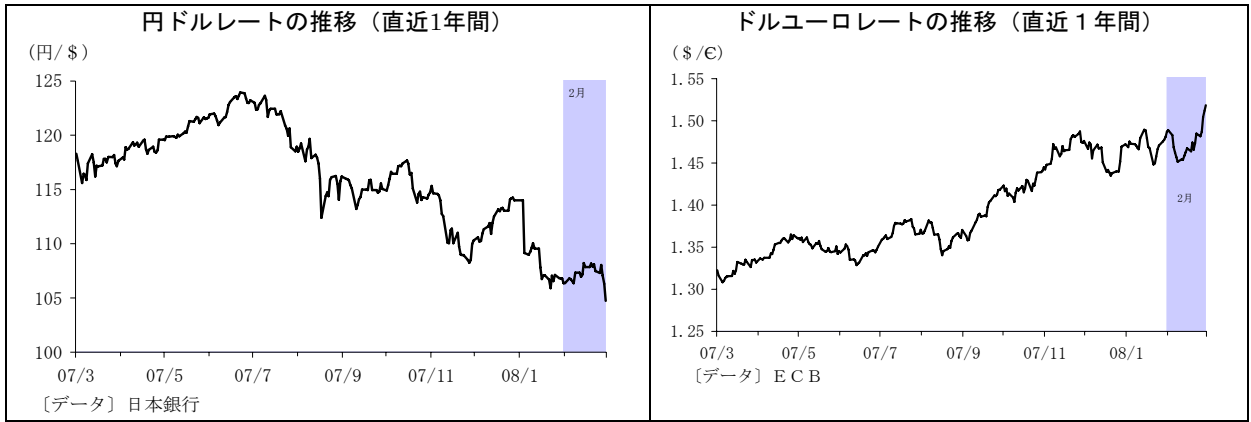
ドルユーロレートは、月初1.49近辺でスタートし、月末1.51台に。

月初よりユーロ修正の動きが続く。7日のECB理事会で景気認識が下方修正されるとの思惑から、月初1.49から7日には1.45台までユーロ売りが続いた。7日トリシェ総裁が理事会後の会見で先行きのユーロ圏経済の不透明感に言及すると1.45近辺となる。9日のG7は材料とならず1.45台での推移が続いたが、ドイツZEW景況感指数が市場予想を上回り1.46台後半となる。その後ECB政策委員会メンバーからユーロ圏経済の成長について楽観的は発言（21日）、米国の統計悪化から後退懸念が強まったことで22日には1.47台に。その後も26日にドイツIFO景況感指数が市場予想を上回り、ドイツの失業率も約15年ぶりに低下するなど良好な経済統計が発表され、一方米国ではバーナンキFRB議長の発言から景気後退・信用不安が一気に高まったことでユーロ買いが進み月末には1.51台と再び史上最高値を更新した（**図表9**）。

当面の予想

ユーロ圏の先行き経済に対する下振れリスクが意識され、ECBの利上げ観測は大きく後退しているが、欧米の相対では米国経済の下振れ・米FRBの追加利下げ幅が大きいことから、ユーロの高値圏での推移は当面続こう。

図表9 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

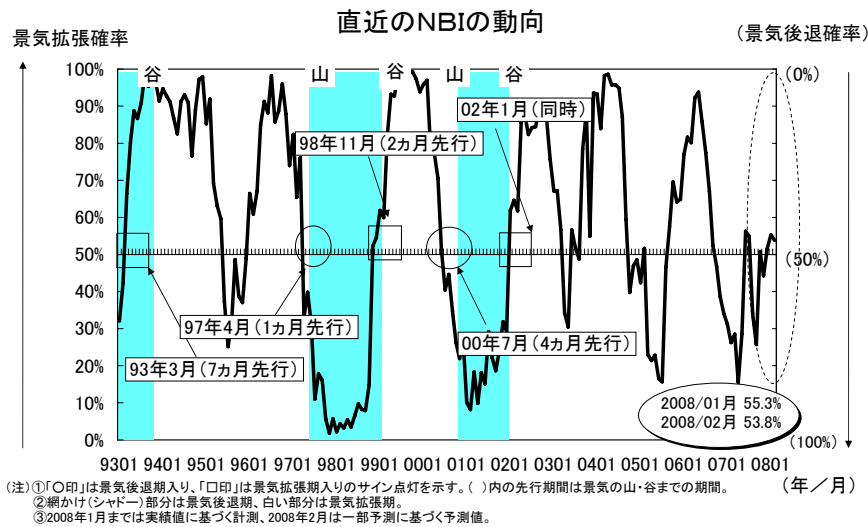


金利・為替予測表 (2008年3月3日現在)

| | | 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 | 0.50 | 0.50 |
| | 10年金利 (平均) | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| アメリカ | FFレート (期末) | 4.25 | 2.50 | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| | 10年金利 (平均) | 4.3 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.9 |
| 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 | 4.0 | 4.1 | 4.1 | 4.2 |
| 円ドル | (平均) | 113 | 107 | 102 | 102 | 105 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.45 | 1.47 | 1.45 | 1.45 | 1.45 |
| 円・ユーロ | (平均) | 164 | 157 | 148 | 148 | 152 |

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) ~1月: 55.3%、2月 (予測値): 53.8%



| | ニッセイ景気動向 判断指数(NBI) | 月次GDP | | 為替インデックス |
|------------|-----------------------|----------|-------|----------|
| | 水準 | 水準(10億円) | 前期比 | 水準 |
| 07/3 | 28.5% | 561,051 | 0.1% | 45.7% |
| 07/4 | 15.5% | 557,051 | ▲0.7% | 43.8% |
| 07/5 | 28.5% | 560,744 | 0.7% | 43.3% |
| 07/6 | 56.3% | 559,879 | ▲0.2% | 38.7% |
| 07/7 | 55.0% | 559,666 | ▲0.0% | 42.1% |
| 07/8 | 34.1% | 562,676 | 0.5% | 44.9% |
| 07/9 | 25.7% | 560,670 | ▲0.4% | 41.7% |
| 07/10 | 50.8% | 566,358 | 1.0% | 39.3% |
| 07/11 | 44.3% | 567,991 | 0.3% | 26.2% |
| 07/12 | 51.6% | 563,921 | ▲0.7% | 17.6% |
| 08/1 | 55.3% | 567,832 | 0.7% | 17.9% |
| 08/2 (予測値) | 53.8% | | | 16.7% |
| 08/3 | | | | 30.5% |

(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)