

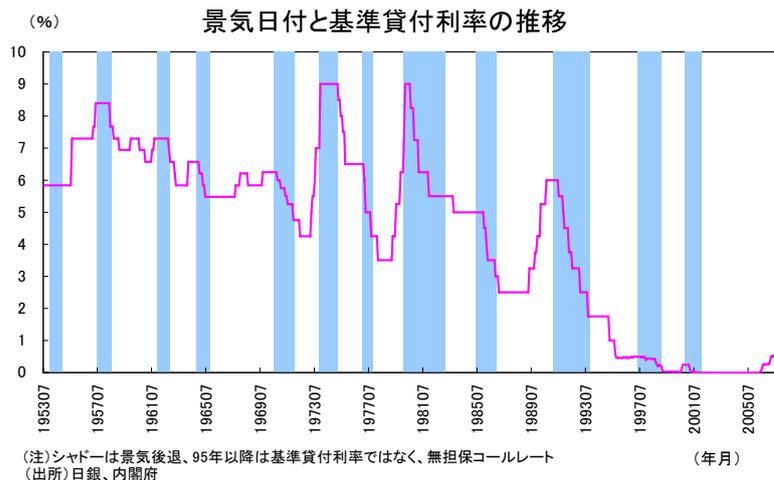
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 金融政策・市場の動き（4月）～短観大幅悪化を受け展望レポート下方修正へ

1. （金融政策）日銀は短観を受け4月30日の展望レポートで景況判断を大幅に下方修正し、金融政策運営についても足元景気下振れとなった場合には金融緩和を行うとのニュアンスを示すだろう。
2. 11日からのG7のポイントは、サブプライム問題解決への安心感をメッセージとして出せるかどうか。失望に終わった2月東京G7から、足元までのサブプライム問題の進展を振り返ると、金融機関のウミ出し・大型資本増強も進み、FRBの大規模緩和、証券会社への融資も開始、さらにベアースターズの救済では事実上の公的資金も投入され、市場に対して金融システムを守るという断固たる意思を示している。今回、早期安定・解決に向けての姿勢が示されれば、上記行動があったことで比較的市場は好意的に受け取る可能性はある。為替が議論される可能性は低いだろう。
3. （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。日本経済は景気足踏みから後退リスクが高い状況にある。年前半は日銀の利下げ観測ももう一段高まり金利低下を試す展開に。
4. （為替）足元、信用収縮不安が和らぎドルが戻しているが、米国経済の後退懸念、信用不安が再び高まる可能性が高く、米国利下げも継続見込みで、ドル安圧力は引き続き高い。ドルが持ち直すのは、米国経済の悪化が緩やかに止まる年後半以降となるだろう。

過去の景気後退では、ほぼ日銀は緩和策へ



主任研究員 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

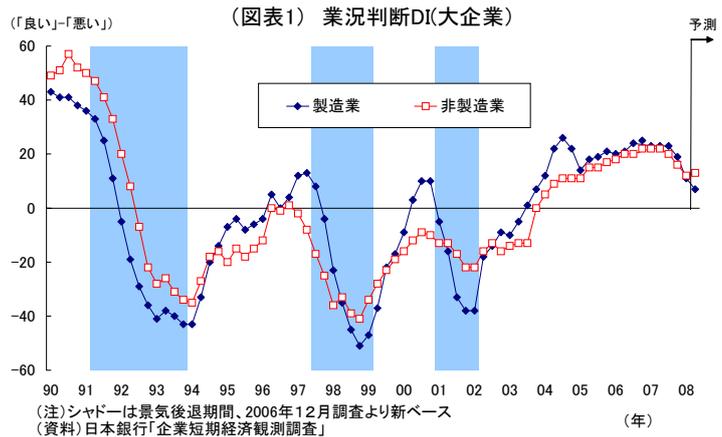
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## <金融・為替市場の動き>

### ●金融政策（日銀ウォッチ）：短観大幅悪化を受け展望レポート下方修正へ

#### （3月調査短観：景気足踏みを確認するとともに、景気後退のリスクが高いとの内容）

4月1日発表の3月調査短観は、大企業、中小企業とも景況感が大幅に悪化。さらに経常利益計画は、2007年度は全規模・全産業で前年度比▲1.6%と2001年度以来の減益見込みに。また景気を牽引してきた設備投資も総じて慎重な結果となり、全体として「足踏みを確認するとともに、景気後退のリスクが高い」内容となった（図表1）。

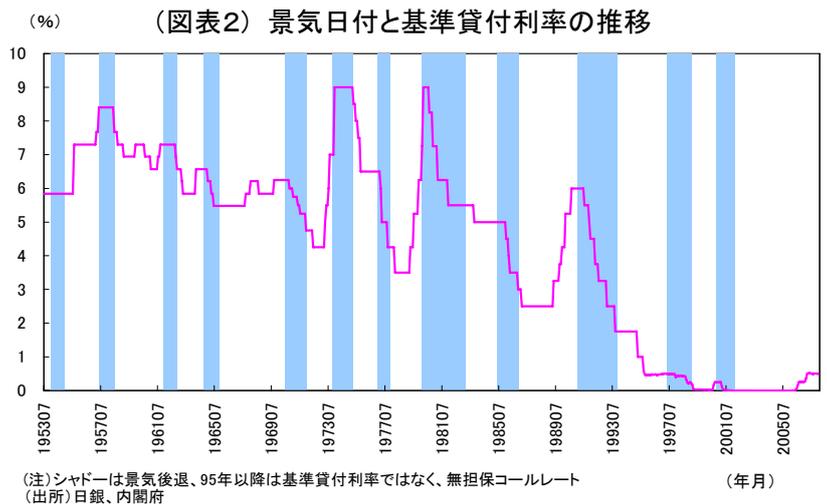


日銀は短観を受け4月30日の展望レポートで景況判断を大幅に下方修正し、金融政策運営については、足元景気下振れとなった場合には金融緩和を行うとのニュアンスを示すだろう。

#### （景気後退と利下げ：利下げ確率は高まるが、メインシナリオにはいはず）

景気循環と相関が高い生産の動きは、昨年10月がピークになっている。当研究所では今後米国向けだけではなく、新興国向けも輸出が減少することで生産が落ち込み、景気後退に落ち込むと見ている（ただし、年後半には米国での減税効果などもあり落ち込みが止まり、景気後退も短期で終わると予想）。

過去の景気後退局面では、ほぼ日銀は金融緩和を実施しており、短観の結果などを受け、利下げの可能性は確実に高まっている（図表2）。



ただ、筆者は現段階で現状維持をメインシナリオと見込む。

そもそも利下げの景気刺激効果について議論がある中で、①景気後退が短期かつ下期の回復期待がある、②インフレが足元進んでいる、③政治的にも（総裁人事でも）低金利が問題になってい

る、政治サイドからの利下げ圧力がない、④ユーロが利下げになかなかいけない、といった状況からして現状維持を続けると見ている。

**(11日からのG 7：為替が議論となる可能性は低い)**

11日からワシントンでG 7が行われる。今回G 7のポイントは市場に対してサブプライム問題の解決への安心感をメッセージとして出せるかどうかだ。

前回のG 7（2月、東京）では世界経済が厳しさを増しているとの認識は示されたものの、具体的な策は提示されず、市場の不安はぬぐえなかった（**図表3**）。

(図表 3) 世界経済についての声明文

2月東京	2007年10月 ワシントン
<p>昨年10月の会合に比べ、世界はよりチャレンジングで不確実な環境に直面しているが、世界経済全体のファンダメンタルズは引き続き堅固である。米国では、生産と雇用の伸びが大幅に減速し、リスクは一層下方に傾いているが、長期的なファンダメンタルズは健全であり、2008年も成長が続くと見込んでいる。世界的な経済・金融の動向を反映して、7か国の全てにおいて、程度の差はあるが、成長は短期的にいくぶん減速すると見込まれる。新興市場国は、やや減速しつつも、底堅い成長を続ける見通しである。我々は、依然として下方リスクが存続していることに留意した。下方リスクには、米国住宅市場の更なる悪化、金融市場の混乱の長期化による貸出しの厳格化、原油や一次産品の価格高騰、いくつかの国におけるインフレ期待の昂進などを含む。</p>	<p>世界の経済成長は、<u>力強い成長が5年目に入っている</u>。最近の金融市場の混乱、原油価格の高騰、米国の住宅部門の弱さは、成長を減速させるだろうが、我々の経済全体のファンダメンタルズは引き続き強力であり、新興市場国も、世界経済の強さに重要な刺激を与える。</p>

前回から足元までのサブプライム問題の進展を振り返ると、金融機関のウミ出し・大型資本増強も進み、FRBの大規模緩和、証券会社への融資も開始、さらにベアースターズ救済では事実上の公的資金も投入され、市場に対して金融システムを守るという断固たる意思を示している。

このため今回のG 7では、早期安定・解決に向けての姿勢が示されれば、上記行動があったことで比較的市場は好意的に受け取る可能性はある。

為替については、現状ではおそらく「議論にのぼらない」だろう。確かにドルユーロレートは史上最高値をつけ、ユーロサイドから一部でユーロ高への懸念はであるが、ユーロのファンダメンタルズは強く、インフレが上振れの状況にあり利下げもできない中では、ユーロ高はやむをえないとの見方になり、為替に関する声明は前回同様となりそうだ（**図表4**）。

(図表 4) 為替についての声明文

2月東京	2007年10月 ワシントン
<p>我々は、為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきとの考え方を再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済成長にとって望ましくない。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力する。</p> <p>我々は、人民元の柔軟性を向上させるとの中国の方針を歓迎しているが、<u>経常収支黒字が増加し、国内インフレが上昇していることに鑑み、人民元の実効為替レートのより早いペースでの増価を促す。</u></p>	<p>我々は、為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきとの考え方を再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済成長にとって望ましくない。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力する。</p> <p>我々は、人民元の柔軟性を向上させるとの中国の方針を歓迎しているが、<u>経常収支黒字が増加し、国内インフレが上昇していることに鑑みれば、人民元の実効為替レートのより早いペースでの増価を許容することが必要と強調する</u></p>

## ● 金融市場 (3月) : 円ドルレートは12年ぶりの95円台

### (10年金利)

#### 3月の動き

10年国債利回りは、月初1.3%半ばでスタートし、月末1.2%後半に。

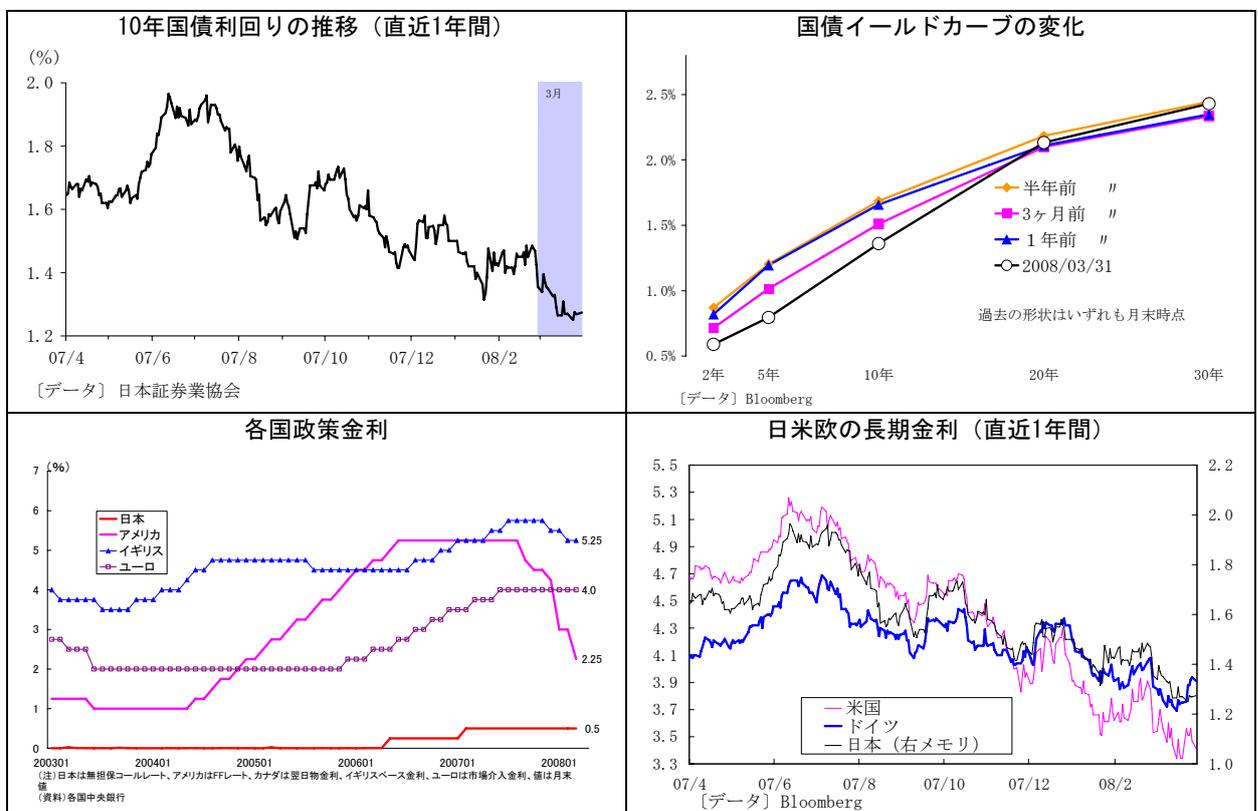
月初めは先月27日のバーナンキ発言（地方銀行の破綻懸念）から信用不安が高まり株価が13000円を割れる中、長期金利は1.3%前半に向けて低下した。4日米長期金利の流れを受け1.39%まで上昇したが、5日10-12月法人企業統計が市場予想を上回る悪化となると1.3%半ばまで低下した。

7日米2月雇用統計が悪化し週明け10日1.3%前半に。12日に欧米5中銀による資金供給策が発表されいったん金利が上昇したが、株価が再び下落し、円高となったことで13日には1.2%台へ。14日海外ではベアースターンズがJPモルガンを通じNY連銀から緊急資金供給を受け、16日にFRBが公定歩合の引き下げを行ったことで、17日1.2%前半まで低下したが、その後信用収縮不安が和らぎ株価が戻したことでおおむね1.2%後半での推移が続いた（図表5）。

#### 当面の予想

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。日本経済は景気足踏みから後退リスクが高い状況にある。年前半は日銀の利下げ観測ももう一段高まり金利低下を試す展開に。年後半、米国経済は持直し、日本も徐々に回復傾向が強まる。利上げ実施は09年度以降であり、長期金利の上昇ピッチが早まるのは09年度以降となるだろう。

図表5 金利関係図表





## (円ドルレート)

### 3月の動き

円ドルレートは、月初め103円半ばからスタートし、月末100円に。

月初めは103円台でスタートしたが、米国信用不安の高まりから一時102円台をつける。4日バーナンキが金融機関に住宅ローン元本の削減を提言すると再び信用不安が高まり、7日の米国2月雇用統計が2ヶ月連続の減少となると、102円台前半まで円高が進む。その後も米金融機関の損失拡大報道で101円台となるが、12日、欧米5中銀による資金供給策が発表され103円台に。しかし米国の信用収縮不安は強く13日には100円を突破、14日海外ではベアースターンズがJ Pモルガンを通じNY連銀から緊急資金供給を受け、16日にFRBが公定歩合の引き下げが報じられると17日には12年ぶりの一時95円台となる。18日のFOMCで利下げ幅が市場予想よりも小さく、米大手証券会社の決算が市場予想を上回ったことで99円台に。その後市場予想を上回る米統計の発表などで信用収縮不安が和らぎ月末は100円近辺となった(図表6)。

### 当面の予想

足元、信用収縮不安が和らぎドルが戻しているが、米国経済の後退懸念、信用不安が再び高まる可能性が高く、米国利下げも継続見込みで、ドル安圧力は引き続き高いといえる。

ドルが持ち直すのは、米国経済の悪化が緩やかに止まる年後半以降となるだろう。

## (ドルユーロレート)

### 3月の動き

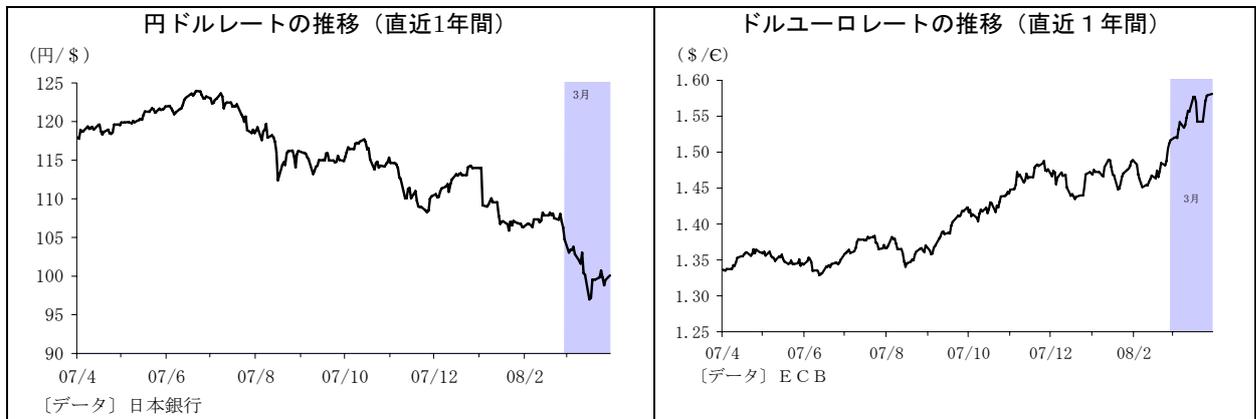
ドルユーロレートは、月初め1.52近辺でスタートし、月末1.58近くに。

月初より米信用不安が高まる中、6日トリシェ総裁が会見でインフレを警戒する発言をし、7日の雇用統計でも米国経済の悪化が示され1.53台後半となる。その後も米国景気後退、信用収縮懸念からユーロ高が継続、17日は1.57台後半に。18日のFOMCで利下げが小幅にとどまり、米大手証券会社の決算が市場予想を上回るとドルが買われ1.54台となったが、26日ドイツifo景況感指数が3ヶ月連続の改善を示すと1.58近くまでユーロ買いが進む(図表6)。

### 当面の予想

ECBはユーロ高の水準に多少懸念はあるが、ユーロ圏のインフレ率が上振れしており、なかなか利下げへも動けない中では、欧米の景気・金利の相対比較ではユーロ選好の動きはしばらく続こう。

図表6 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

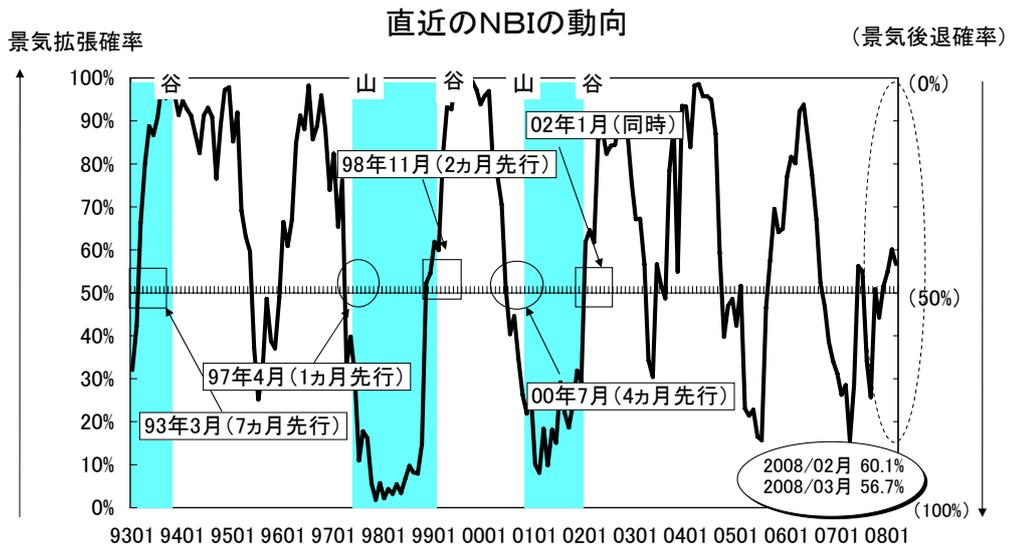


金利・為替予測表 (2008年4月3日現在)

		2008年				2009年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		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)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7
アメリカ	FFレート (期末)	2.25	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	3.6	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	3.75	3.50	3.50
	10年金利 (平均)	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1
円ドル	(平均)	106	102	102	102	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.49	1.56	1.56	1.52	1.50
円・ユーロ	(平均)	158	159	159	155	158

## 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) ~2月: 60.1%、3月 (予測値): 56.7%



(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(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
 ③2008年2月までは実績値に基づく計測、2008年3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)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
07/4	15.5%	556,985	▲0.7%	44.0%
07/5	28.5%	560,713	0.7%	43.0%
07/6	56.3%	559,833	▲0.2%	37.5%
07/7	55.0%	559,449	▲0.1%	41.3%
07/8	34.1%	562,455	0.5%	44.7%
07/9	25.7%	560,470	▲0.4%	41.9%
07/10	50.8%	565,856	1.0%	39.5%
07/11	44.3%	567,017	0.2%	25.9%
07/12	51.6%	563,933	▲0.5%	17.0%
08/1	55.0%	568,040	0.7%	17.5%
08/2	60.1%	569,546	0.3%	14.3%
08/3	(予測値) 56.7%			31.6%
08/4				26.3%

(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)