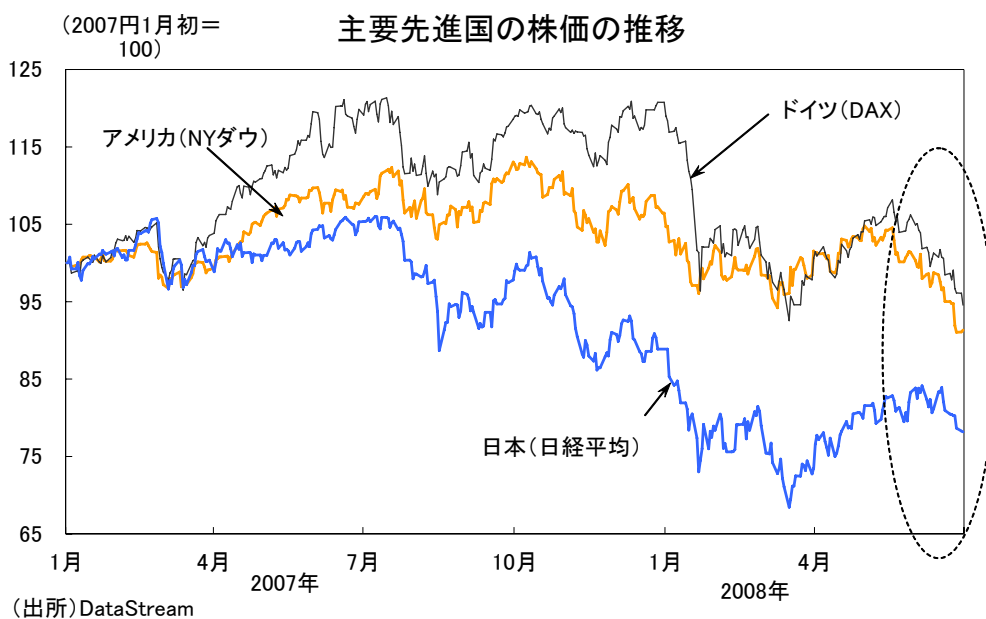


Weekly  
エコノミスト・  
レター金融政策・市場の動き(7月)  
～相場反転のシナリオ描けず

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次  
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 資源・食糧の高騰というインフレの波が各国経済を蝕んでいる。「米国経済悪化・信用不安→ドル安→原油高→インフレ→世界経済の下押し→米国経済悪化・信用不安」という負の連鎖が強固な動きとなり、「相場転換のシナリオ」が描けにくくなっている。
2. 短観(6月調査)では、資源高などの影響を受け、急速に企業の収益力が弱っていることが示された。全体の状況は「景気後退」入りといってもおかしくない。しかし、一方で価格判断DIはオイルショックの水準まで達するなどインフレリスクの高さも示されている。日銀は両リスクを睨みながら現状維持を続けざるを得ない。
3. (長期金利) 当面インフレと景気悪化・信用不安という方向性を見極めがつかず、ボラティリティーの高い展開を予想する。
4. (為替) FRBの利下げが休止となったが、足元信用不安が再び高まり、さらに米景気対策効果が一巡し始める今秋以降の景気腰折れ懸念が高まっていることでドルの切り返しは限定的にとどまる。



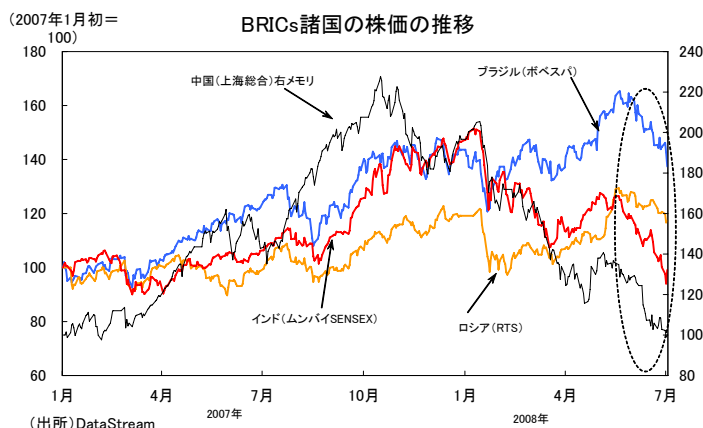
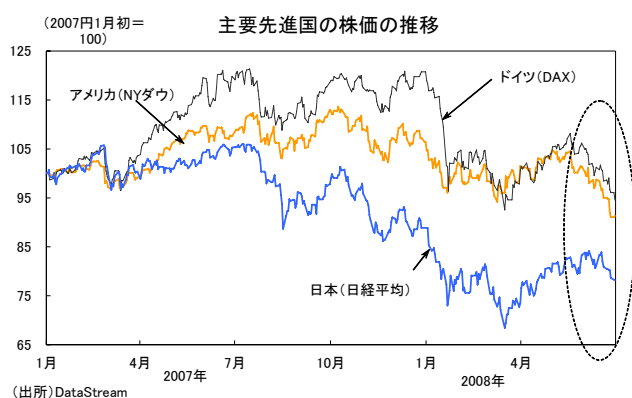
# 1. 相場反転のシナリオ描けず

## (不安材料山積で相場反転のシナリオ描けず)

足元世界の株価が軟調となっている(図表1)。日本では日経平均株価が54年ぶりに11日連続下落(7/3日現在)、米国は3月のベアスターズ危機の水準を下回り米国ダウ11000ドル近辺、新興国の下落も足元鮮明となってきている。主要国経済の低迷、信用不安、インフレ、頼みの綱である新興国の変調など世界はリスク山積の状況になってきている。

「米国経済悪化・信用不安→ドル安→原油高→インフレ→世界経済の下押し→米国経済悪化・信用不安」という負の連鎖が強固な動きとなり、「相場転換のシナリオ」が描けにくくなっている。

(図表1) 各国の株価の推移



## (新興国の利上げに続き、ついにユーロも)

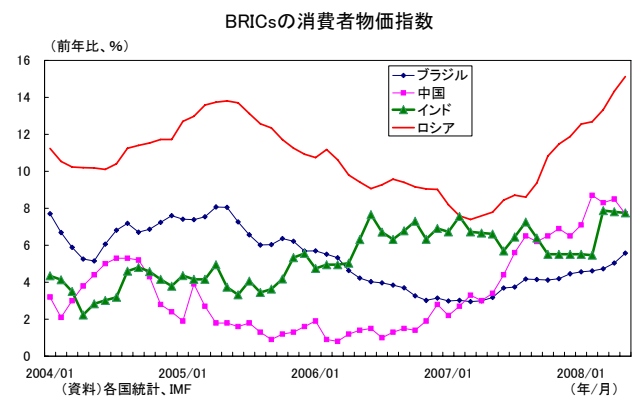
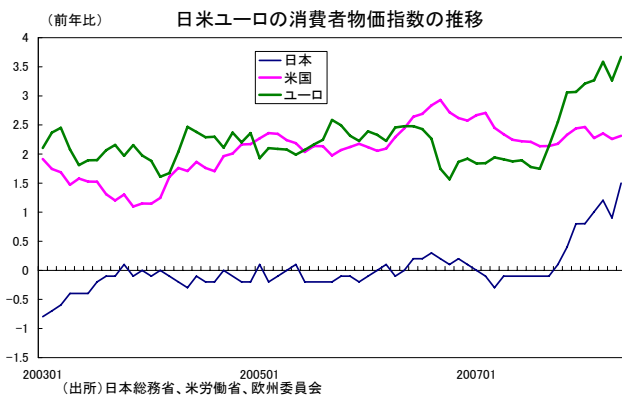
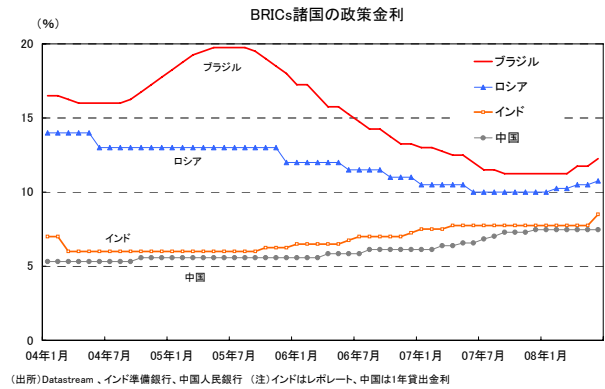
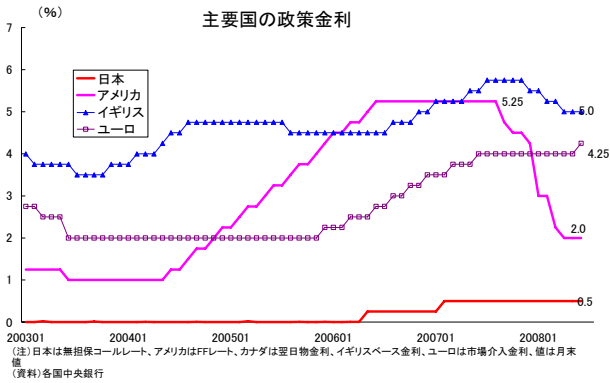
国内のインフレ抑制から新興国や産油国では利上げが実施されてきたが、4日先進国でユーロが昨年6月以来、13カ月ぶりに利上げに踏み切った(図表2)。

トリシェ総裁は会見で利上げ実施は、中長期的な物価の安定が損なわれるリスクが高まったためと説明した。ユーロ圏内の消費者物価上昇率は07年9月からECBの政策目標である「2%未満」を上回り続け、6月には4%とユーロ導入以来の最高水準を記録していた。

ただ、今回の利上げ実施でもしばらく、資源、食糧の高騰が寄与しユーロの消費者物価指数は高水準が続くそう。新興国の動きを見ても利上げでも物価沈静の動きはそれほど見られない。

トリシェ総裁は今後の金融政策について「方向性は決めていない」と繰り返し強調し、追加利上げは明言しなかった。インフレと景気減速の時間差によっては、追加利上げ自体の可能性、市場の利上げ観測はなかなか消えず「ドル安・ユーロ高」の圧力は引き続き高い。

(図表2) 各国の政策金利と物価の動き



**(原油関連の資源高、投機マネーの要因はやはり「ドル安」)**

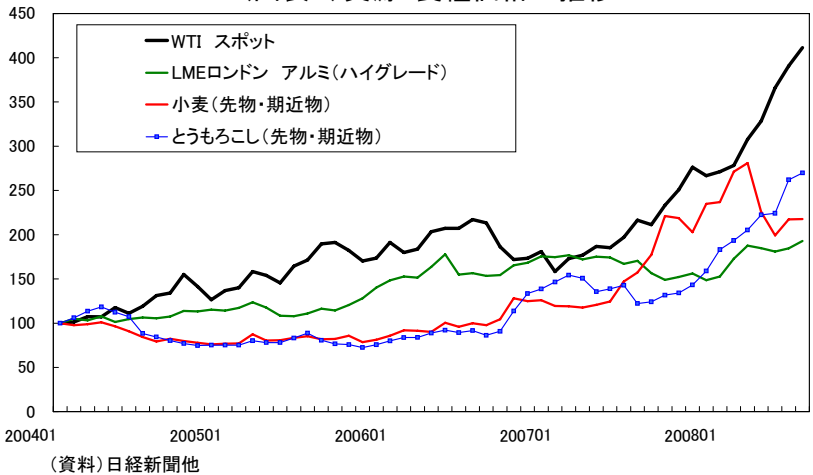
資源・食物全般に言えることは、需給バランスが大きく需要に偏ってきているのは事実だが、2007年以降の資源高騰は投機の影響を大きく受けているということ。例えば今年のエネルギー白書では現在の原油価格のうち「ファンダメンタルな価格は50-60ドル程度」と分析し、投機資金などが大きく原油の価格を押し上げているとしている。

資源・穀物の動きを見るとアルミなどでは頭打ちの状況、小麦なども08年に入ってピークアウトの動きとなっている(図表3)。

原油や代替エネルギーとして使われるとうもろこしなど、原油関連が高騰しすぎている。

昨年夏以降、米国経済・金融への不安がドル安を生み、その資金が投機資金として原油関連に投資されているという構図をとめるために

(2004/1月=100) (図表3) 資源・食糧価格の推移

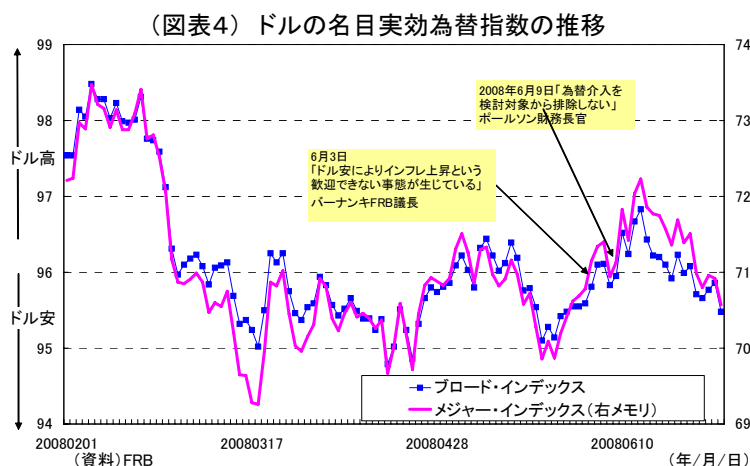


は、根本は「ドル反転」が必要だ。

### （気がつけばバーナキ発言の水準までのドル安に）

足元ドルの実効為替レートの動きを見ると、6月3日のバーナキ発言（ドル安によりインフレ上昇という歓迎できない事態が生じている）のドル安水準を下回ってきている（**図表4**）。

ドルは2002年から米国の経常赤字の拡大やユーロの躍進などの構造的な理由で下落してきているが、2007年以降下落が加速したのは、サブプライム問題にある。その点住宅価格の下落が止まらない限り、常に景気悪化、信用不安がつきまとい本格的なドル高の流れに転換できない。また住宅価格の下落が止まらなければFRBが大きく利上げを実施できず、金利差要因からも、ユーロ高・ドル安圧力が残り続ける。現在の状況からすればドル反転の可能性は低い。



### （各国の状況からすれば、そろそろ「策」が打たれてもいい状況だが）

「米国経済悪化・信用不安→ドル安→原油高→インフレ→世界経済の下押し→米国経済悪化・信用不安」という負の連鎖から抜け出せないとすれば、各国とも今以上に景気低迷、インフレのダメージを受けざるを得ない。

政策といっても金融政策ではなかなか難しい。

政策的に浮上しそうなのが

- ・ 問題の発端となっている米国住宅下落の下落を止めるような追加的な策（公的資金の活用など）、追加景気対策
- ・ 投機資金規制
- ・ 原油の中期的な需給バランスが緩和的になるだろうとの観測が強まる可能性のある、例えば中国などで見られるような石油需要の減少につながるような動きの加速（石油関係の税率アップ）
- ・ ドル安に対する各国の協調姿勢の強化、

などだろう。これらのいくつかが出てこない連鎖を断ち切ることは難しい状況になってきている。

来週日本で洞爺湖サミット（7-9日）が行われ上記のようなリスク認識が各国で共有化されると思われるが、即効性のある策がでてくる可能性は残念ながら低い。

各国景気が底割れするリスクが格段に高まっており、「策」がでてきても不思議ではない。しばらく各国当局の動きは注目だ。

## 2. 日銀ウォッチ：さらに両リスク高まり具体的な政策イメージがもてない

### (CPI夏場に2%へ、リスクバランスチャートの上限)

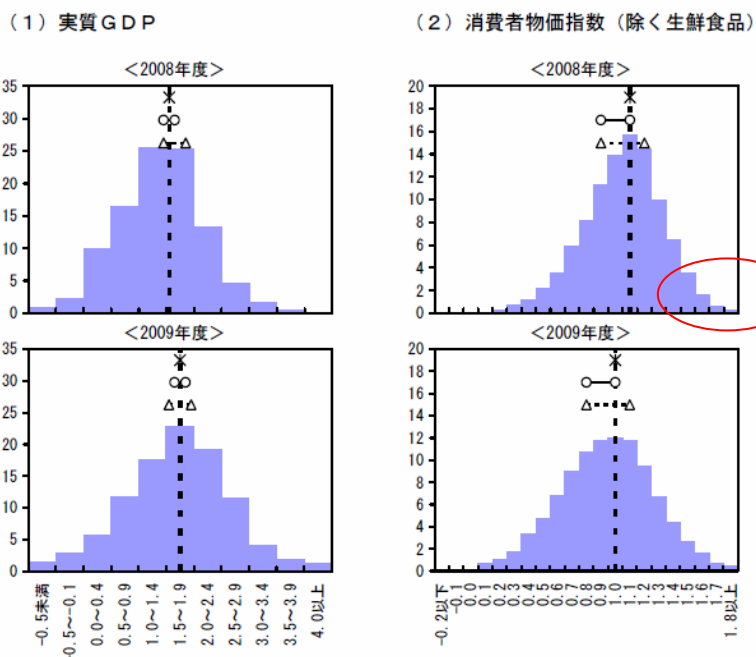
中村清次日銀審議委員は6月26日の講演で「6月は5月よりも上下両サイド（景気下振れ・インフレ上振れ）のリスクがさらに高まっている」との認識を示した。足元発表された統計はこれを裏付けている。

消費者物価指数（5月分）・コアは前年比1.5%の上昇となり、上昇率は前月から0.6ポイントの急拡大を示した。歯止めがかからないエネルギー価格の高騰、確実に広がる値上げの動きからコアCPIは夏場にかけて2%を超える可能性が高まっている。

4月展望レポートの「リスクバランスチャート」では2%程度に上昇する可能性は低いとされた。4月対比で物価は大きく上振れてきている（図表5）。

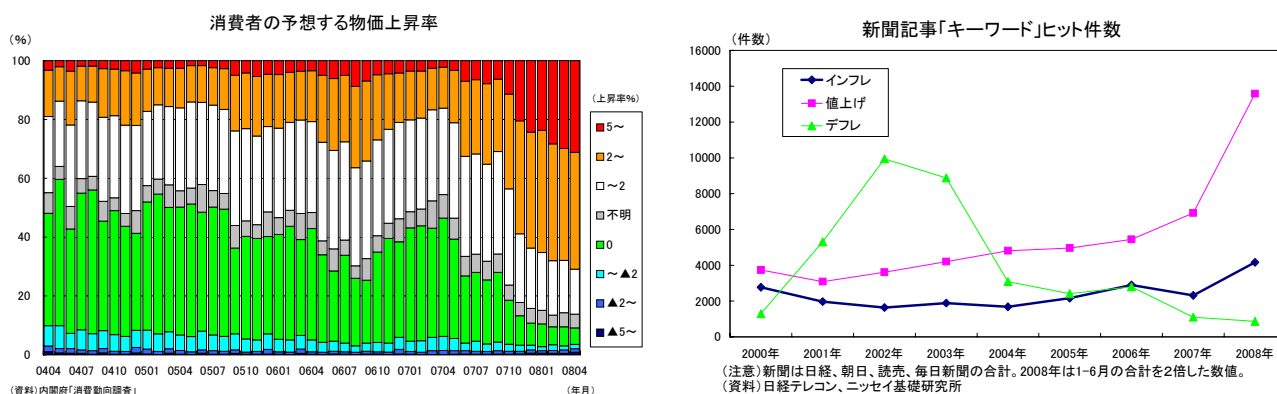
賃金が上がらない中では本格的なインフレ期待は醸成されないとの見方もあるが、値上げが生活必需品に集中し、連日「インフレ」「値上げ」などの報道が相次いでいることなどもあり、期待インフレが大きく変化するかどうか注視が必要だ（なお本日、日銀から「生活意識に関するアンケート調査」が公表される）（図表6）

(図表5) リスク・バランス・チャート



(注) 1. 縦軸は確率 (%) を、横軸は各指標の値 (前年比, %) を示す。  
2. \*および縦の点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(図表6) 期待インフレとメディアにおける「インフレ」「値上げ」ヒット数



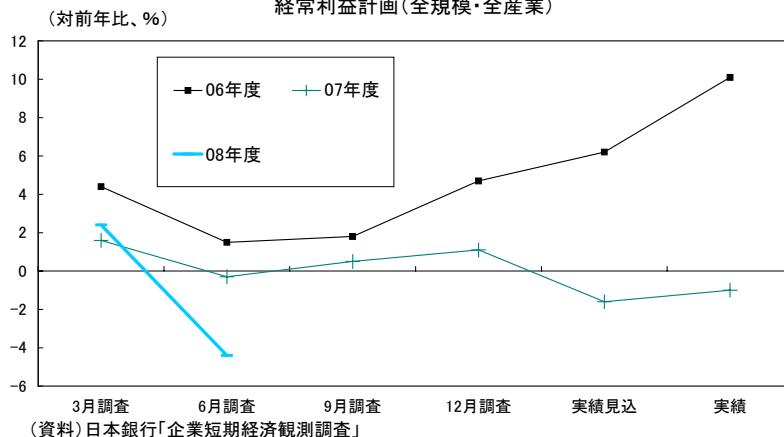
### (短観：07年度下期から企業収益が大きく下振れ)

景気も後退の現実味がさらに高まっている。7月1日公表の短観（6月調査）では08年度の経常利益計画は01年以来となる減益見通しになった（図表7）。①資源価格の高騰継続、②米国、さらに新興国向けの需給が崩れる（足元新興国の株価軟調が鮮明になってきている）、などのリスクが高く、08年度の収益計画はさらに下振れる可能性が高い。

業況判断DIなどのピークからの落ち込みなどで判断すれば、「景気後退」入りといってもおかしくない状況にある。ただ一方で価格判断DIはオイルショックの水準まで達するなどインフレリスクの高さも示されている。

日銀は景気悪化、インフレの両リスクを睨みながら現状維持を続けるを得ない。

(図表7)07年度下期から下振れしている収益計画  
経常利益計画(全規模・全産業)



### 3. 金融市場（6月）の動き：金利は中旬1.9%近辺に上昇、その後低下し1.6%を割り

込む

(10年金利)

#### 6月の動き

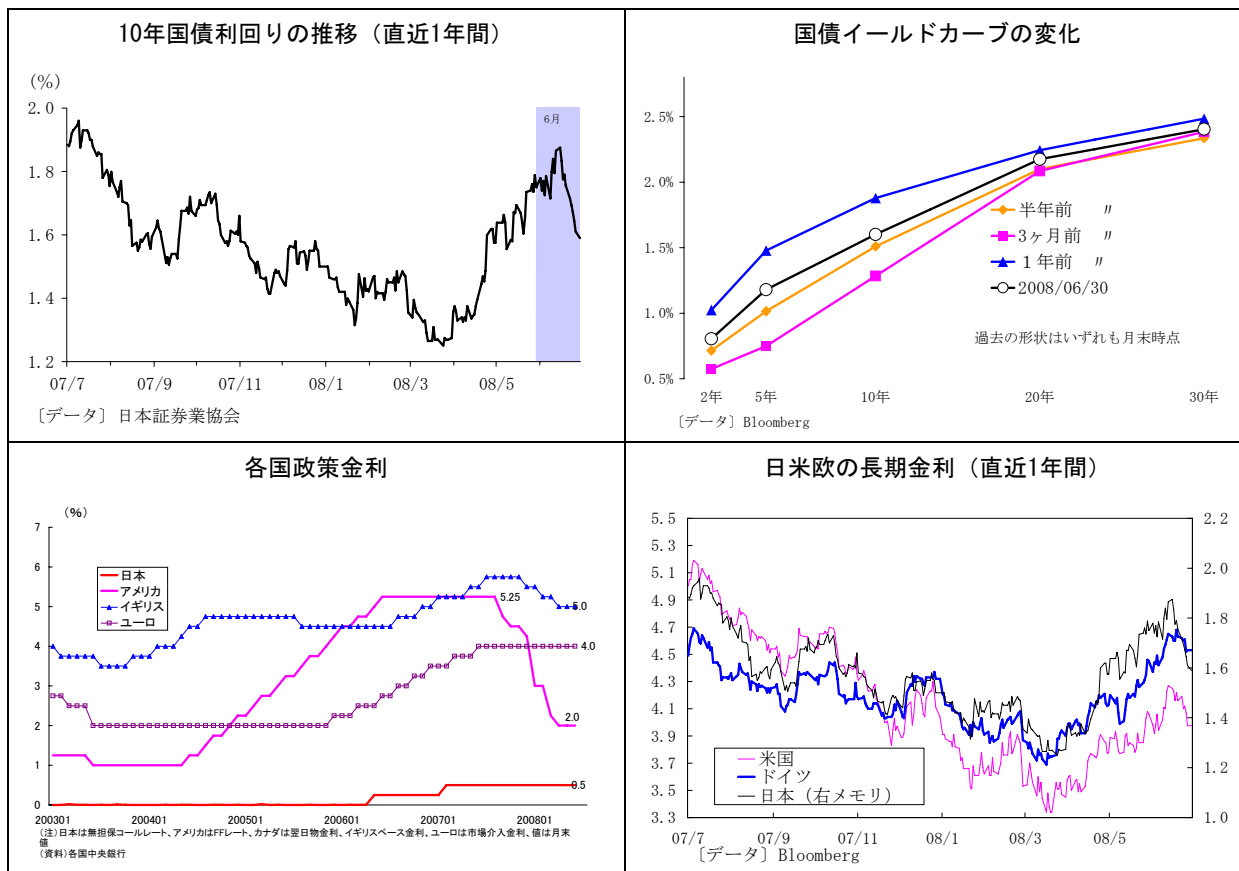
10年国債利回りは、月初1.7%後半でスタートし、月末1.6%を割り込む。

月初、米国証券会社の格下げ報道から長期金利は低下したが、3日にバーナンキFRB議長がインフレへの警戒感を示したことで1.8%まで上昇。その後大手米証券会社の追加損失などのニュースが出ると5日には1.7%前半まで低下したが、米国の良好な統計を受けインフレ懸念が高まり6日は再び1.8%近くまで上昇した。6日の5月米雇用統計が大幅悪化となると9日には1.7%前半に。9日にバーナンキFRB議長が再びインフレ懸念を表明すると世界的に金利上昇となり16日には一時1.895%となる。その後、米国の統計が景気悪化を示すものが相次ぐ中、米国の早期利上げ観測が後退すると低下が続き30日1.6%を割り込む(図表8)。

#### 当面の予想

当面インフレと景気悪化・信用不安という方向性が見極めがつかず、1.5-1.9%くらいの中でボラティリティーの高い展開を予想する。ただし、景気悪化・信用不安が強まった場合でも、①6月中旬までの金利上昇局面で期待インフレが高まっていること、②利下げの可能性が低いことから低下は従来よりも小幅にとどまると予想する。

図表8 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 6月の動き

円ドルレートは、月初め 105 円半ばからスタートし、月末 105 円近辺に。

月初米国証券会社の格下げが報じられると 104 円台にドルが売られたが、3 日バーナンキ FRB 議長が利下げ停止を示唆したことでドルが買い戻され 6 日には 106 円台に。9 日ポールソン財務長官が為替介入の可能性を排除しないとの発言を行ったこと、14 日の G 8 財務相会談で米が強いドルを表明したことで 16 日には 108 円台に。その後米住宅着工など景気悪化を示す統計が相次ぎ FRB の利上げ観測が後退すると 107 円台後半に。25 日の FOMC 声明で早期利上げ観測がさらに後退し、26 日米国で株価が急落するとドルが売られ 106 円台となった。その後も米国信用不安が高まる中、ドル安が進み 30 日には 105 円近辺となる (図表 9)。

### 当面の予想

FRB の利下げが休止となったが、足元信用不安が再び高まり、さらに米景気対策効果が一巡し始める今秋以降の景気腰折れ懸念が高まっていることで、ドルが大きく反発する可能性は低い。金融機関決算などを通じて信用不安が急速に高まり、突発的に円高となるリスクは引き続き高い。

## (ドルユーロレート)

### 6月の動き

ドルユーロレートは、月初め 1.55 前半からスタート、月末には 1.58 近辺に。

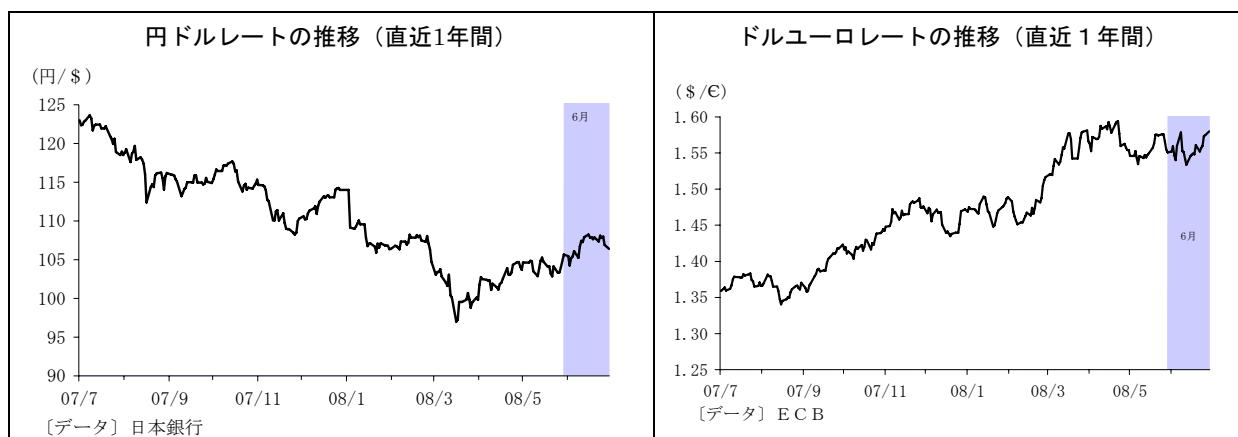
3 日にバーナンキ FRB 議長が利下げ停止を示唆したことで 1.54 台までドルが買われたが、5 日の ECB でトリシェ総裁が利上げ再開を示唆すると逆に 1.57 台までユーロがいき買い進まれる。その後米国要人からドル安懸念が相次いで表明されると 1.54 台までドルの買い戻しが起こる。G 8 で米からドル高の発言があったが、16 日にユーロ圏の CPI 改定値が通貨統合以来の最高値を更新し、25 日トリシェ総裁が利上げの可能性を示唆したことで、ユーロが買い進まれ月末 1.58 台となる (図表 9)。

### 当面の予想

ユーロの利上げが実施され、トリシェは今後の利上げに対して確定的な言及をさけているが、今後発表されるユーロの物価統計は引き続き高水準が続く見込み。景気減速がより鮮明になるまで、市場においてユーロの連続利上げの観測は残るためユーロ堅調の地合いはもうしばらく継続するだろう。



図表9 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



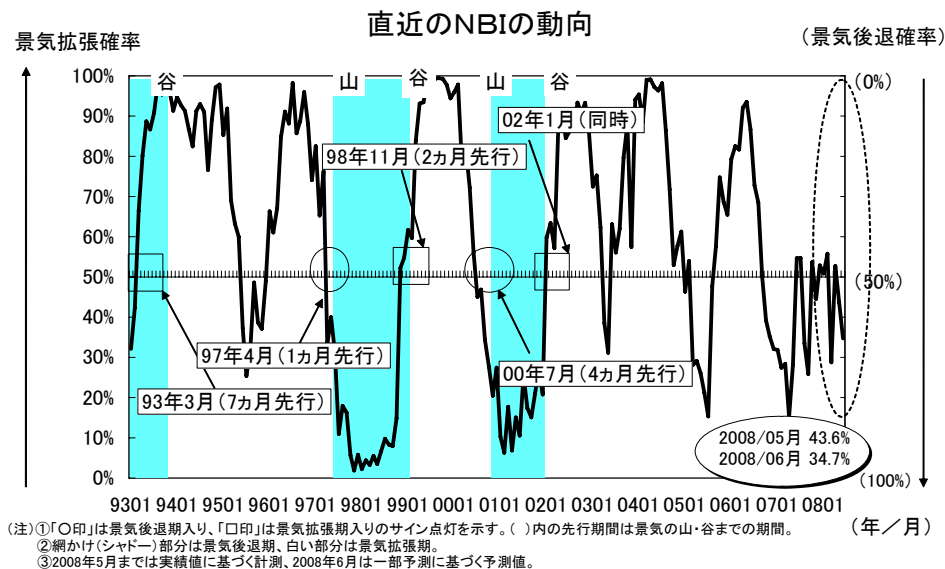
金利・為替予測表 (2008年7月4日現在)

		2008年			2009年
		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
	10年金利 (平均)	1.6	1.8	1.9	1.9
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (平均)	3.9	4.0	4.1	4.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.2	4.2	4.2

円ドル	(平均)	105	105	105	107
ユーロ・ドル	(平均)	1.56	1.56	1.54	1.52
円・ユーロ	(平均)	163	164	162	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) ~5月: 43.6%、6月 (予測値): 34.7%



	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
07/7	54.7%	559,536	▲0.3%	41.4%
07/8	33.5%	562,225	0.5%	45.3%
07/9	25.9%	559,229	▲0.5%	41.6%
07/10	53.7%	563,058	0.7%	39.1%
07/11	44.5%	565,390	0.4%	25.7%
07/12	52.9%	564,613	▲0.1%	19.5%
08/1	50.9%	570,607	1.1%	18.4%
08/2	55.8%	572,744	0.4%	15.4%
08/3	28.8%	566,580	▲1.1%	29.7%
08/4	52.7%	565,515	▲0.2%	29.7%
08/5	43.6%	570,053	0.8%	25.6%
08/6	(予測値) 34.7%			14.9%
08/7				18.9%

### (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2008-6-27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)