

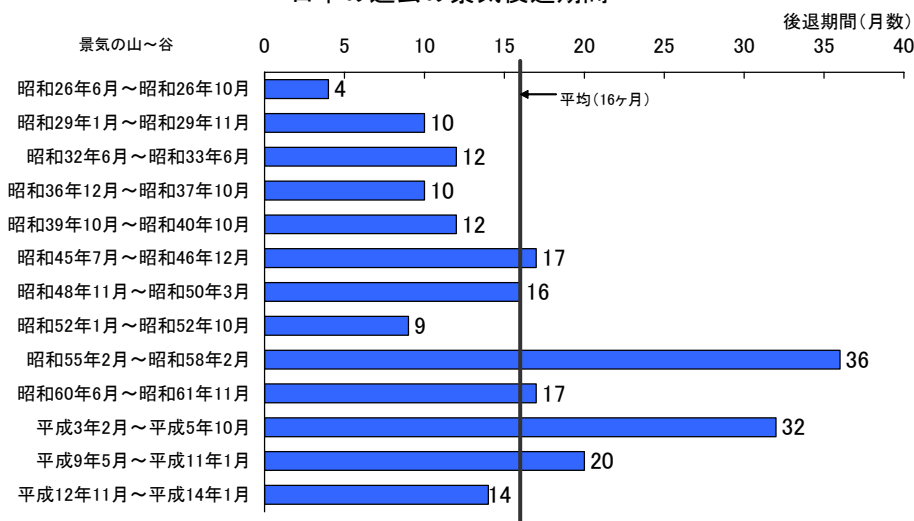
Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(8月) ～後退の深さは結局、外部環境次第

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

1. 鉱工業生産が1-3、4-6月期と2四半期連続のマイナスとなり、今回の景気拡大局面は昨年末にピークを付けたことがほぼ確実となった。景気後退の深さ、長さは外部環境次第。米国の下振れリスクがどう解消されるのか、新興国がうまくマクロ経済政策で需要をコントロールしてインフレを押さえ込めるかなどがポイントで、その振れ方で日本の回復見通しも大きく修正されることになるだろう。
2. (金融政策) 7月分のコアCPIは2%を超えることは確実、秋口にかけて2%半ばという可能性も高い。インフレ率が「物価安定の理解」の上限である2%を超えても、日銀は景気の状態から様子見せざるをえない。
3. (長期金利) 長期金利は、引き続き国内外の景気・インフレの見極めが難しく、ボラティリティーの高い展開を予想する。
4. (為替) 円ドルレートは緩やかに円高になると予想する。現状ではFRBの利上げの可能性は低く、その中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強まることで景気・信用不安面からもドルが売られやすくなるだろう。

日本の過去の景気後退期間



(出所)内閣府経済社会総合研究所

1. 景気後退の深さは結局外部環境次第

米住宅公社への公的資金導入を可能とする支援法が成立したことで、市場では信用不安が弱まってきている。市場の関心は再び先行きの景気・インフレ動向に移っている。

日本では7月30日公表の6月生産統計で、1-3、4-6月期と2四半期連続のマイナスとなり景気日付判断上、2002年1月にスタートした今回の景気拡大局面は昨年末にピークを付けたことがほぼ確実となった。当研究上では昨年10-12月にピークをつけたと見ている。

現状、ストックの過剰感がなく（ただし、新規求人落ち込みなど労働市場の潮目が大きく変わりそうな危険性には要注意）、後退は短期かつ、軽微でどまり、09年始めには回復に復帰する可能性が高いと見ている。つまりこの先の後退期間は、過去平均程度と考えている（図表1）。

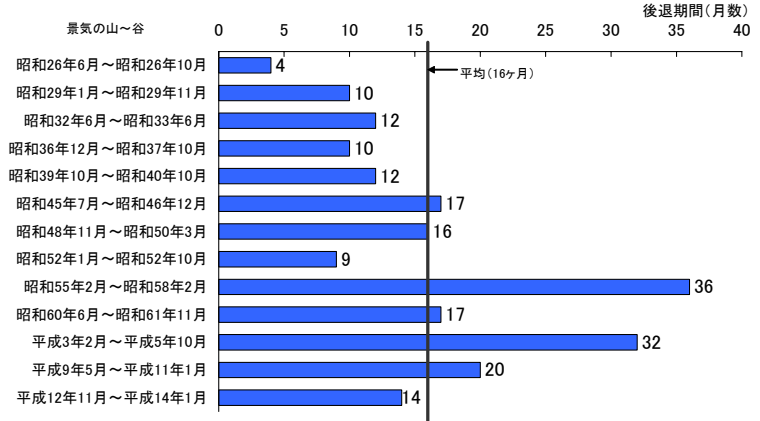
ただし、景気後退の主因が交易条件の悪化にあり、短期かつ軽微というのも「原油などエネルギー価格次第」のところがあり、後退が深刻化してしまうリスクは高い。

景気回復に復帰する条件は、世界経済が緩やかな減速を示す中で、原油などの資源、エネルギー、食料などの高騰が沈静化するという、ある意味「理想的な姿」である。

IMFの予想でも08、09年とそれほど世界経済が大きく減速することはないと見ている（図表2）が、過去世界が大きく問題を抱えた時、例えばアジア危機の98年やITバブルの2001年の時は大きく世界経済が崩れている。

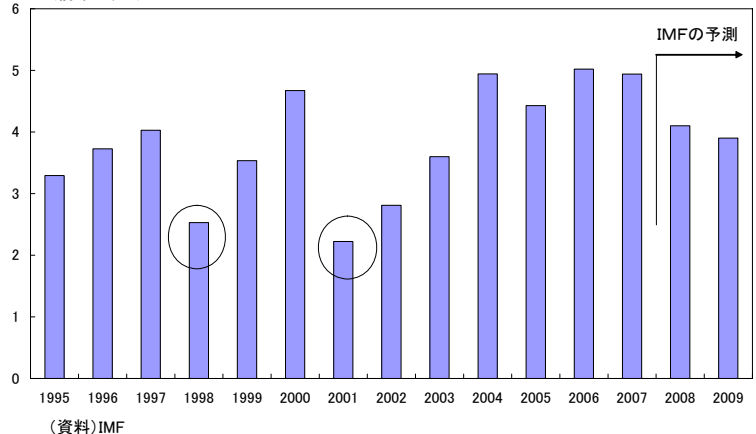
大きく崩れれば、需要減を見込み原油やエネルギー価格が下落するとのシナリオも描けるが、この場合は、日本にとっては輸出減で景気後退長期化が避けられ

（図表1）日本の過去の景気後退期間

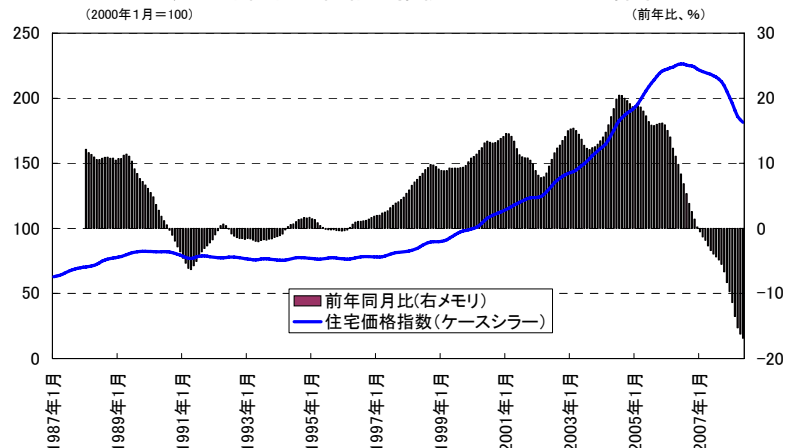


(出所)内閣府経済社会総合研究所

（図表2）世界GDP



（図表3）米国住宅価格の推移(ケースシラー20都市)



なくなる。

当面、米国の下振れリスク（住宅価格下落が止まらない（**図表3**）、雇用調整は今後も継続、クレジットが厳しくなっているなど）がどう解消されるのか、新興国がうまくマクロ経済政策で需要をコントロールしてインフレを押さえ込めるかなどがポイントで、その振れ方で日本の回復見通しも大きく修正されることになるだろう。

2. 日銀ウォッチ：利上げ時期定まらず

（利上げがメインシナリオだが、時期定まらず）

6月のコアCPIは、9ヶ月連続のプラスで伸び率は1.9%と1997年4月の消費税率引き上げの影響を除けば1992年12月の2.0%以来の高い伸びとなった。7月のコアCPIは2%を超えることは確実、秋口にかけて2%半ばという可能性も高い。

水野審議委員（7/24）は講演で「景気の下振れの方をやや意識しながら政策運営を行っていくのが適切ではないか」と述べている。インフレ率が「物価安定の理解」の上限である2%を超えても、日銀は景気の状態から金利引上げはできない。

（1998年前半の議事録公開：情報満載）

98年前半の金融政策決定会合の議事録が初めて公表された。今回の公表対象は98年1-6月に開催された分（10回分）である。

98年1-3月分には副総裁として福井俊彦との名前がある。大蔵省の接待汚職事件で福井氏が辞任する前である。98年4月からは新日銀法の下、速水総裁が誕生する。

人の名前を見ているだけでも、「そうだったそうだった」と懐かしく、議論の展開を読んでも内容が非常に濃く興味深い。

例えば98年4月の決定会合では、日銀が「景気はマイナス方向に動き始めており」としたが、尾身幸次経済企画庁長官（当時）は「我々の景気対策の効果を、ここではっきり申し上げるが、足を引っ張るようなレポートはなるべくさけてもらいたい」と政府と日銀の「ばちばち」のやり取りがでている。

また6月25日の決定会合では植田和男審議委員が、量的金融緩和論について、「期待インフレ率をある程度中期的な金融緩和策にコミットすることにより、高めてやる効果はあるかもしれない」と発言している。後のコミットメント導入への議論だ。そのほかにもその後の日銀の動きを連想させるやり取りが数多い。

次回公表分は98年後半分、98年9月には賛成多数で無担保コールレートを0.25%に引き下げている。金利がゼロに近い中で、非伝統的な政策がどのように議論されていくのかかなり注目だ。

3. 金融市場（7月）の動き：再び長期金利は低下傾向に

（10年金利）

7月の動き

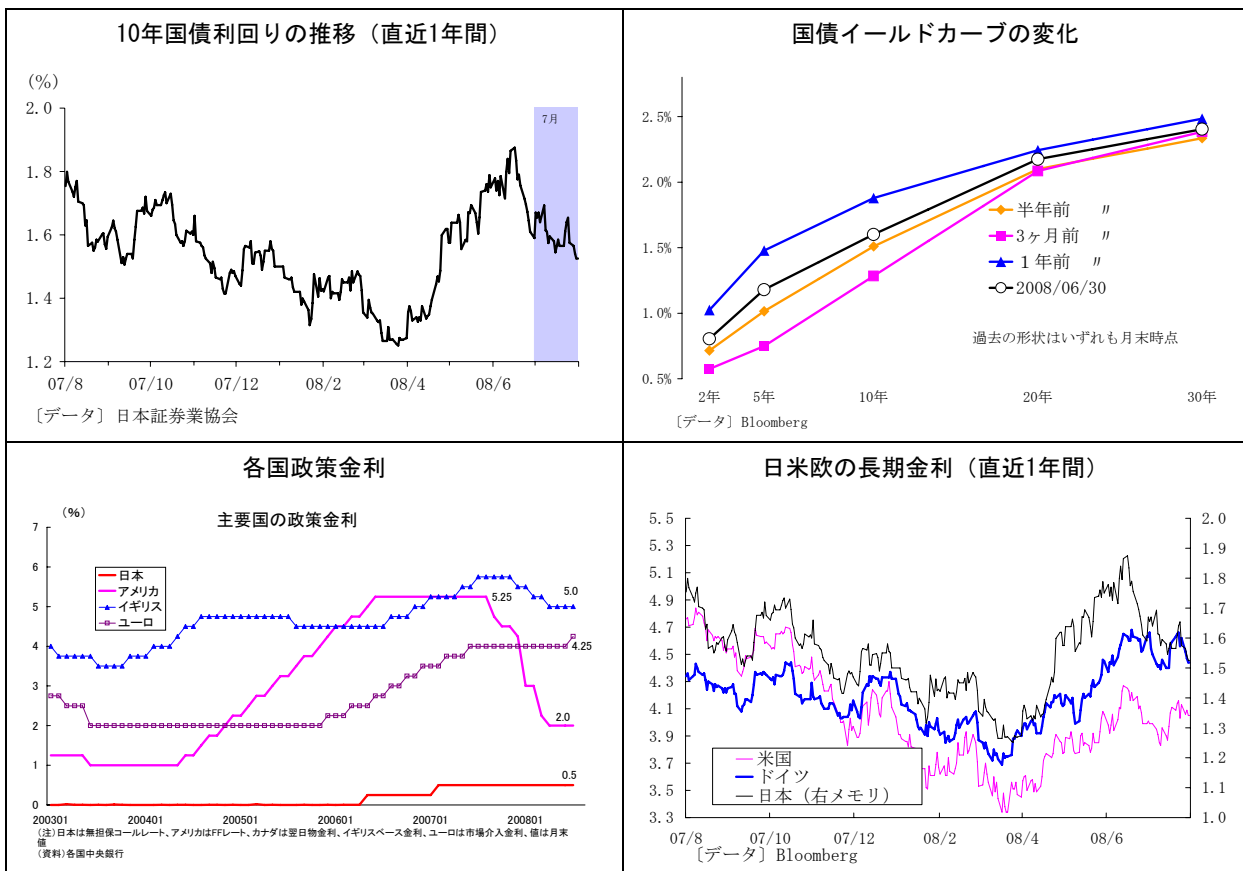
10年国債利回りは、月初1.6%近辺でスタートし、月末1.5%前半に。

1日の日銀短観は市場予想ほど悪くならなかったことで1.6%後半に上昇。7日日経平均が13営業日ぶりに反発すると1.7%を一時越えたが、米国金融機関の損失拡大や米住宅会社の不振などから信用不安が再び高まり9日には1.6%を割り込む。10日米議会証言でバーナンキFRB議長が、金融市場の安定に「さらに時間が必要だ」と述べ、長期金利は1.5%前半まで低下した。その後米SECが空売り規制をしたことで安心感が広がり1.6%まで戻ったが、株価が再び軟調となると1.5%後半での推移となった。米国金融機関の決算が市場予想の範囲内となったこと、米国での一連の対策で信用不安が後退したことで、22日には1.6%台へ。25日には前日の米国で経済統計が悪化すると再び1.5%後半に低下、30日に日本の鉱工業生産が大幅に悪化し、日本の景気後退の可能性が高まったとの見方が強まり1.5%前半となり月末となる（図表4）。

当面の予想

長期金利は、引き続き国内外の景気・インフレの見極めが難しく、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。

図表4 金利関係図表



(円ドルレート)

7月の動き

円ドルレートは、月初め 106 円前半からスタートし、月末 108 円近辺に。

4 日の米国雇用統計が事前予想と通りの内容だったことでドルが戻し 106 円台後半となる。7 日にフレディマックとファニーメイが資本調達に追い込まれるとの報道で 106 円近辺までドルが売られるが、バーナキ FRB 議長が証券会社向け貸出を 09 年まで延長すると発表し、107 円程度に戻す。13 日ポールソンが住宅金融会社の株式を無制限に購入すると発表し、一旦はドル高に振れたが、15 日にバーナキが議会証言で景気減速懸念とインフレリスクの高まりを指摘したことで、一時 104 円まで円高が進む。その後原油価格が下落し、ファニーメイとフレディマックの救済法案が議会を通るとの見通しが強まると 24 日には 107 円後半までドルが戻し、その後も 108 円近辺での推移が続いた (図表 5)。

当面の予想

円ドルレートは緩やかに円高になると予想する。現状では FRB の利上げの可能性は低く、その中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強まることで景気・信用不安面からもドルが売られやすくなるだろう。

(ドルユーロレート)

7月の動き

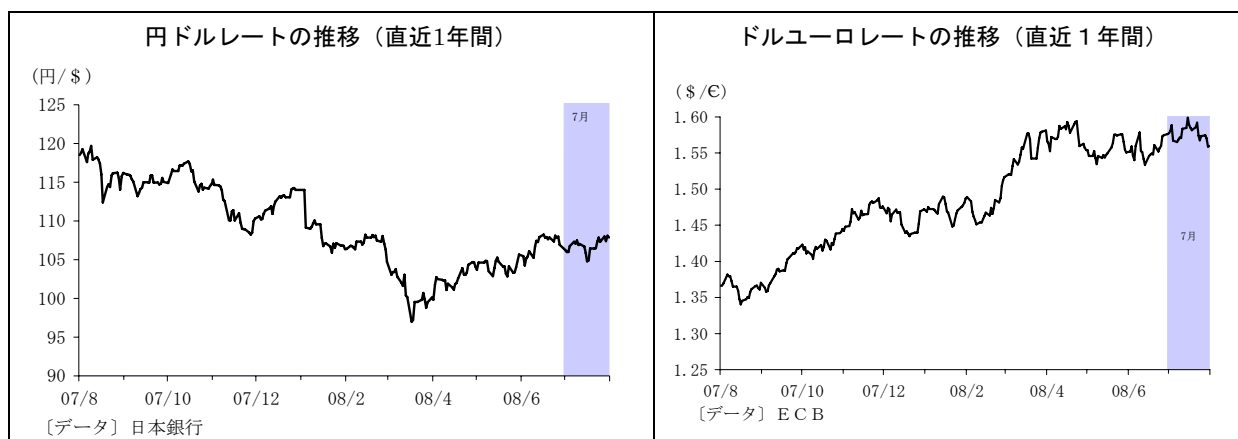
ドルユーロレートは、月初め 1.57 後半からスタート、月末には 1.56 近辺に。

月初、4 日の ECB での利上げが確実視される中、連続利上げへ思惑も高まりユーロが買い進まれた。しかし 4 日の ECB 理事会後のトリシェ総裁が追加利上げの可能性について言及しなかったことでドルが買い戻され 1.57 前半となる。その後も追加利上げ期待が薄れ 1.56 台後半での推移となった。その後米国住宅金融会社から信用不安が高まると 15 日には 1.60 台となる。15 日ドイツの景況感指数が最低水準に落ち込み、一旦ユーロが売られる場面もあったが、1.59 近辺での推移が続く。ファニーメイとフレディマックの救済法案が議会を通るとの見通しが強まると 1.56 台までドルが戻し、月末にかけては 1.56 近辺での推移となった (図表 5)。

当面の予想

7月にユーロの利上げが実施され、「中立」の政策姿勢が ECB は示している。しかしインフレ水準は高く年内の追加利上げ観測は引き続き残るだろう。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5 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

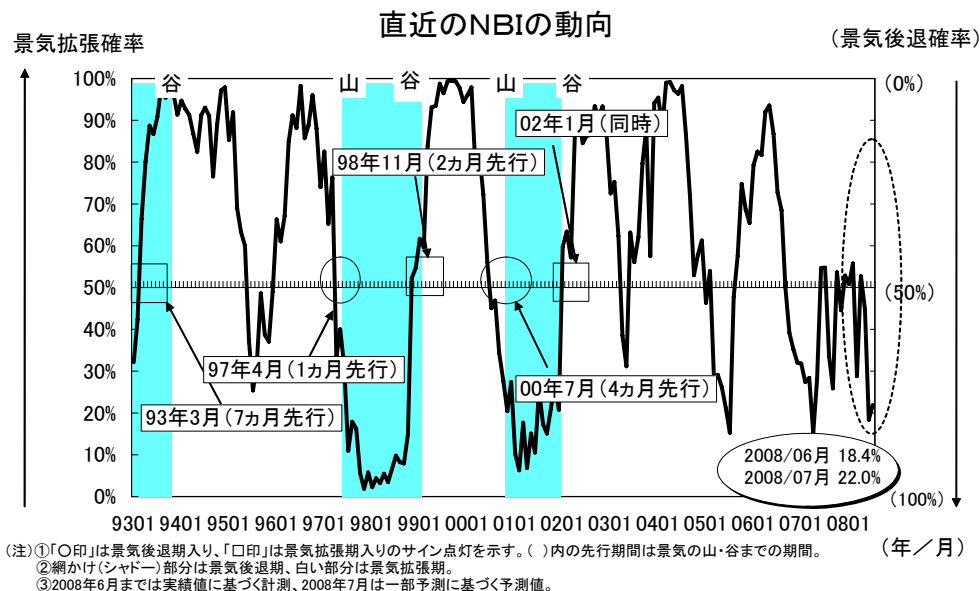


金利・為替予測表 (2008年7月31日現在)

		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	1.7	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	4.4	4.3	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) ~6月: 18.4%、7月 (予測値): 22.0%



	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	水準
07/8	33.5%	562,551	0.5%		45.3%
07/9	25.9%	559,583	▲0.5%		41.6%
07/10	53.7%	563,013	0.6%		39.1%
07/11	44.5%	565,244	0.4%		25.7%
07/12	52.9%	564,403	▲0.1%		19.5%
08/1	50.9%	568,335	0.7%		18.4%
08/2	55.8%	572,051	0.7%		15.4%
08/3	28.8%	565,764	▲1.1%		29.8%
08/4	52.7%	564,776	▲0.2%		29.7%
08/5	44.8%	566,200	0.3%		25.9%
08/6	18.4%	562,964	▲0.6%		16.4%
08/7	(予測値) 22.0%				18.8%
08/8					14.0%

(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2008-7-31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もありません。