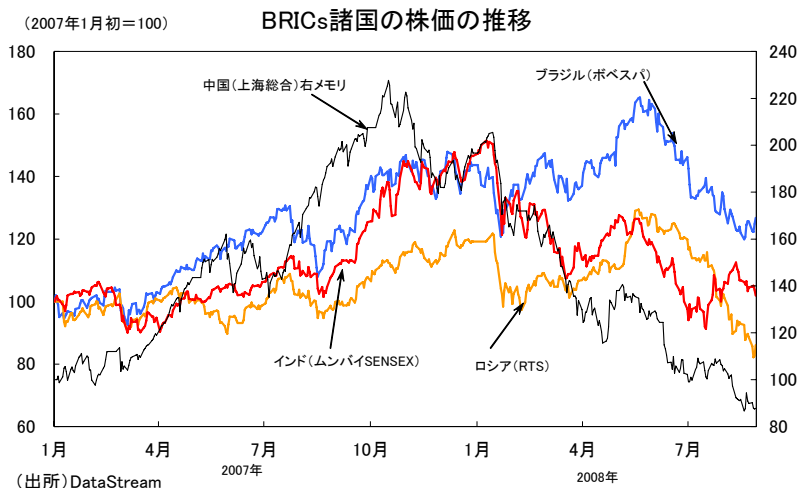


Weekly
エコノミスト・
レター金融政策・市場の動き(9月)
～世界経済悪化、不透明感・閉塞感の
強い市場

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

1. 日本では輸出、設備投資、個人消費などの悪化が目立ち、企業業績の下方修正リスクが高い。海外では米国経済の下振れ懸念が強い中、先進国でも4-6月期マイナス成長となる国が目立ち始めた。新興国も成長鈍化が明確に。世界が抱える問題は一朝一夕では解決せず、悪化方向に大きく動くリスクが高い状況に変化なし。
2. ①円高、②企業業績の予想以上の落ち込み、③ロシア問題などは今後要注意だ。福田首相の辞任で政治・政策が「動く」可能性が出てきた。ねじれ国会で「動けない」とあきらめていただけない、意外に「ポジティブサプライズ」になる可能性あり。
3. (金融政策) 日銀は8月決定会合で、景気判断を10年ぶりに「停滞」に。当面コアCPIは2%を超えた水準で推移しそうだが、2次的効果が高まるリスクは低く景気の下振れを意識し、様子見スタンスが維持されるだろう。
4. (長期金利) 世界が抱える問題の短期解決が難しい中、長期金利は、先行き景気悪化・信用不安への懸念が解消されず低位安定が続くだろう。
5. (為替) ユーロ、資源国で景気減速懸念や利下げ観測が強まっており、豪ドルやユーロを中心にクロス円で円が買い戻される動きが顕著になってきている。

新興国の株価調整が続く



1. 不透明感、閉塞感の強い市場：世界が抱える問題は一朝一夕では解決せず、国内では「政治が動く」ポジティブサプライズの可能性も

（世界が抱える問題は一朝一夕では解決せず、市場の閉塞感強い）

日本では輸出、設備投資、個人消費などの悪化が目立ち、企業業績は中間決算以降の下方修正リスクが高い。海外では下期米国経済の下振れ懸念が強い中、先進国では4-6月期、フランス、ドイツ、イタリア（日本も）がマイナス成長に落ち込んだ。また新興国でも中国やインドなどで、株価の調整が示すように成長鈍化が明確になってきている（図表1）。

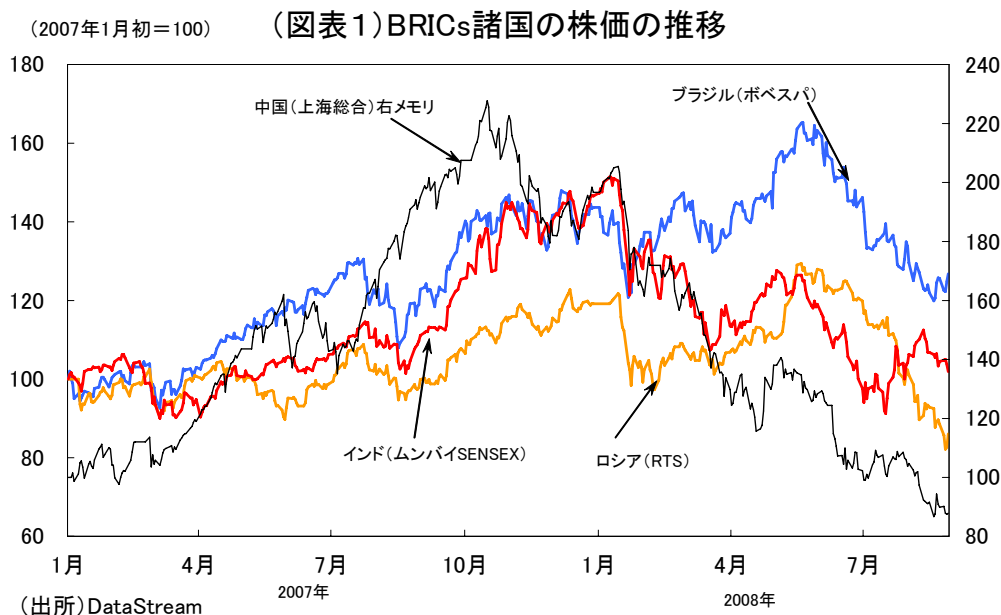
金融面でも四半期ごとに信用不安が高まる展開が続く、金融問題が広範囲化してきている。

原油などの資源高騰に頭打ちの状況が見られるなどの好材料はでてきたが、世界が抱える問題は一朝一夕では解決せず、悪化方向に大きく動くリスクが高い状況に変化はない。

こうした中、金融市場、特に株式市場は先行き不透明感が強く、閉塞感の強い状況が続いている。

株価・長期金利、円ドルレートは現行水準程度での推移が続くとの見通しは変えていない。

ただ数ヶ月前との比較では以下のようなリスク要因が、強く出ている点は要注意だ。

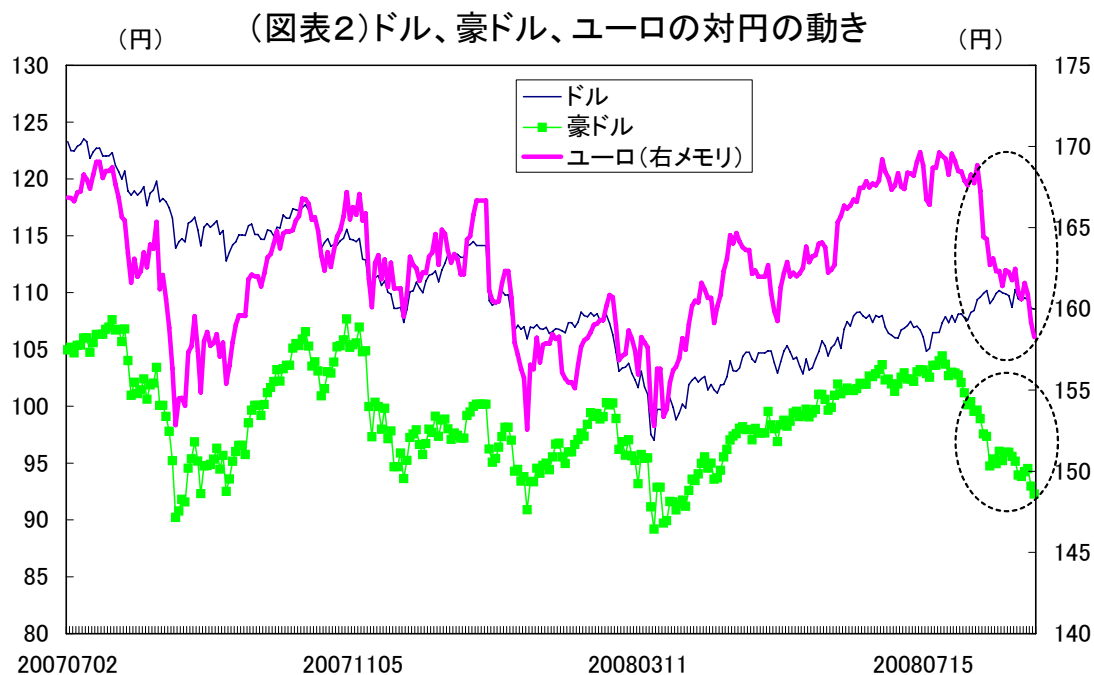


（円高に傾きつつある流れ：ユーロ、豪ドルなどで買戻し圧力）

為替市場で通貨間のバランスが変化し、円高の環境が生じてきている。

日本に対して強い材料があるわけではなく、いままでドル安の中で選好されてきた通貨がここに来て、経済悪化が鮮明となり、売られその反対に今まで売られていた円が買い戻される展開となっている（図表2）。

ユーロ、資源国で景気減速懸念や利下げ観測が強まっており、豪ドルやユーロを中心にクロス円で円が買い戻される動きが顕著になってきている（オーストラリアは今週 2001年12月以来の利下げを実施）。



(国内業績：値上げで数量下落、トヨタなど輸出企業の不振の波及効果)

山崎製パンは値上げを実施しても売上が落ちないという好決算を発表したが、多くの企業は値上げの中、数量を落とす苦しい状況になっている。

また米国、アジアでの販売不振も多く伝えられており、トヨタなど輸出企業の不振の国内企業への波及も大きくでる可能性はある。02年からの回復は大企業製造業の輸出主導であり、そのけん引役不振の影響が従来よりも大きく出るリスクは要注意。

月次の鉱工業生産などを見る限り、企業の生産活動は緩やかな悪化にとどまっているが、9月調査短観（10月1日公表）、10月の中間決算などで販売数量がどの程度減少するのか、予想を上回る悪化となると企業業績の先行き不安がいつそう高まる可能性がある。

(ロシアの強硬姿勢と落ち着き始めた資源価格)

グルジアなどにおけるロシアの強硬姿勢が資源価格などに大きく跳ね返り再び上昇してしまうリスク。原油など資源価格については、イランをはじめとする中東の問題など多くの地政学リスクはあるが、最近のロシアの強硬姿勢が、グルジアにとどまらず（ウクライナ等にも余波が広がっているが）この先もいたるところで噴出するリスクは頭に置いて置かなければならない。

原油が140ドル台に上昇し、その後下落した理由は、投機の規制と、150ドル台にいけば世界経済の需要が大きく減じるとの見方、ある意味価格メカニズムが働き、供給国や市場がその価格ラインを意識したという面がある。

ロシアは資源外交をいたるところで繰り広げている。欧州は天然ガス需要の4分の1以上をロシアに依存、ロシアはヨーロッパのエネルギーの首根っこをつかんでおり、ヨーロッパが強硬姿勢にでにくい。

原油という点では来週9日のOPEC総会で価格が落ちてきている現状に対して減産を実施してく

るのか注目だ。少し長めのエネルギー価格全般という点ではロシアの強硬姿勢がどう変化するのか、対立が深刻化しそうだと言われ、供給不安から市場の将来価格の目線が再び上がる可能性がある。

（意外に大きいかもしれないポジティブサプライズ：総選挙でねじれ解消、政治が動く）

最後にポジティブサプライズの可能性をひとつ。「政治が動く」シナリオがでてきたことだ。

福田首相の辞任などに対して株式市場は反応薄だったと言える。政治は「動けない・動かない」とのあきらめが根底にあるように思える。

この構図は誰が自民党総裁になり首相になろうと「ねじれに直面する難しさは変わらない」ということにつながるが、「総選挙」でねじれが解消、政治が動く可能性がでてくる。

今のところ自民党総裁選、その後の総選挙の勝敗、政権再編の動きなど不確定要素が多すぎてあまり市場は織り込むことはできないが、いままで「動けない」というあきらめが強く市場心理を支配していただけに、これから政治行事が消化されるにしたがって、意外に「ポジティブサプライズ」になる可能性はある。

総選挙後どのような政策が動くのか、これから出される自民党総裁候補の経済政策、各党のマニフェストなどが従来以上に注目されそうだ。

下期の経済・金融市場を展望すると上記要因も注目だが、各国政策の材料が目白押し。米国大統領選挙、住宅公社への資本注入策、中国の需要拡大策など、多くの国で政策が動く可能性が高くなっており、年末に向けてこれらの実現可能性や効果が焦点となりそうだ。

2. 日銀ウォッチ：10年ぶりに停滞判断に

（10年ぶりに停滞判断に、利下げ観測が高まる局面も）

日銀は8月決定会合で、景気判断を10年ぶりに「停滞」とした。

先行きについては、「当面停滞を続ける可能性が高い」としたものの、「国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく」と従来の回復シナリオを維持している。

須田審議委員は8月28日講演で「物価安定の下での持続的な成長パスに復するというシナリオの蓋然性について、ある程度確信が持てれば、私はそれなりの行動を取る必要がある」とインフレリスクを意識していることを強調した。当面コアCPIは2%を超えた水準で推移しそうだが、賃金は伸び悩んでおり2次的効果が高まるリスクは低く景気の下振れを意識し、様子見スタンスが維持されるだろう。

市場の利上げ観測は消滅している。筆者のメインシナリオは、利下げなしであるが、現在の経済・金融環境からすれば、年末にかけて利下げ期待が生じてくる可能性はあるだろう。

3. 金融市場（8月）の動き：各国景気先行き不安高まる、金利1.4%割れ寸前

（10年金利）

8月の動き

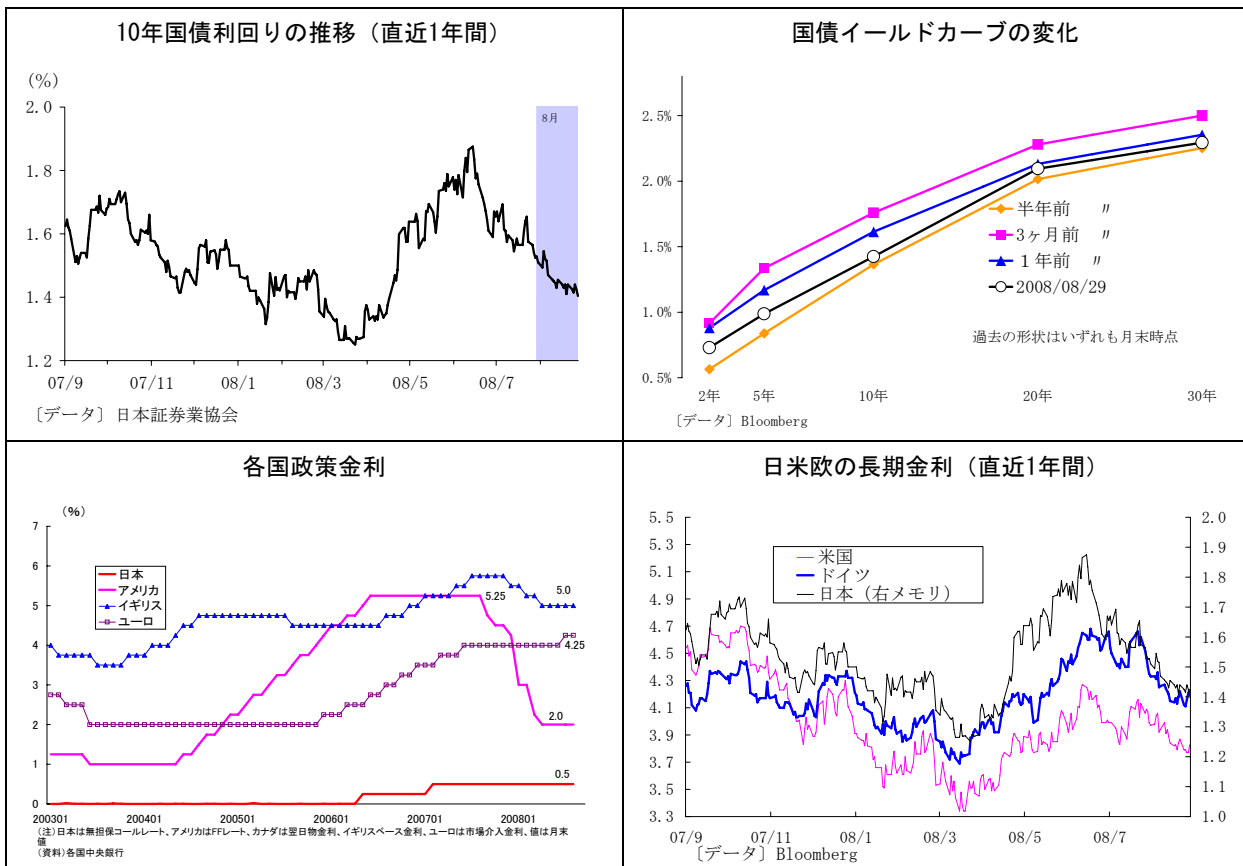
10年国債利回りは、月初1.5%前半でスタートし、月末1.4%近辺に。

米雇用統計の悪化で株式市場が軟調となると4日に4月下旬以来の1.5%割れに。その後、一旦1.5%台に戻ったが、政府が景気後退宣言を事実上行い、米国では保険大手が巨額損失を発表し、信用不安が高まり8日には再び1.5%割れに。その後も経済減速・信用不安が高まる中、1.4%前半まで低下する。13日、日本の4-6月実質GDPが四半期ぶりのマイナスとなると金利低下をサポートした。米国で良好な経済統計が発表され1.45%程度まで上昇する場面もあったが、景気悪化、信用不安が強くと1.4%前半での推移となった（図表3）。

当面の予想

世界が抱える問題の短期解決が難しい中、長期金利は、先行き景気悪化・信用不安への懸念が解消されず低位安定がさらに長期化へ。年末にかけて国内外の景気悪化がより鮮明となり利下げ観測が高まる可能性があり、もう一段の金利低下の可能性も。ただし、インフレ懸念から実際には利下げが実施される可能性は低く、長期金利が低下し続けるとの動きにはならないと見る。

図表3 金利関係図表



(円ドルレート)

8月の動き

円ドルレートは、月初め 107 円半ばからスタートし、月末 109 円近辺に。

5 日の FOMC は事前予想とおり据え置きとなったが、声明文を受け年内利上げなしとの見方が広がった。しかし日本サイドでは景気後退が意識され円が売られる展開になり 7 日には 109 円台半ばに。原油価格が低下したことで米株価が堅調となると 12 日には 110 円台に。その後ファニーメイとフレディマックの資本増強策をめぐる憶測からドル安が進行、米大手証券の資本増強交渉が不調とのニュースも重なり 22 日には 108 円台に突入した。その後、米国の経済統計で良好なものが発表され、米景気減速懸念が一旦落ち着き 109-110 円での推移となった (図表 4)。

当面の予想

ユーロ、資源国で景気減速懸念や利下げ観測が強まっており、豪ドルやユーロを中心にクロス円で円が買い戻される動きが顕著になってきている。米国経済・信用不安などが急速に高まり大きくドル安が進展した場合、(従来は円もドルとともに他通貨で安くなっていた) 円が急激に買われるリスクは高まっている。

(ドルユーロレート)

8月の動き

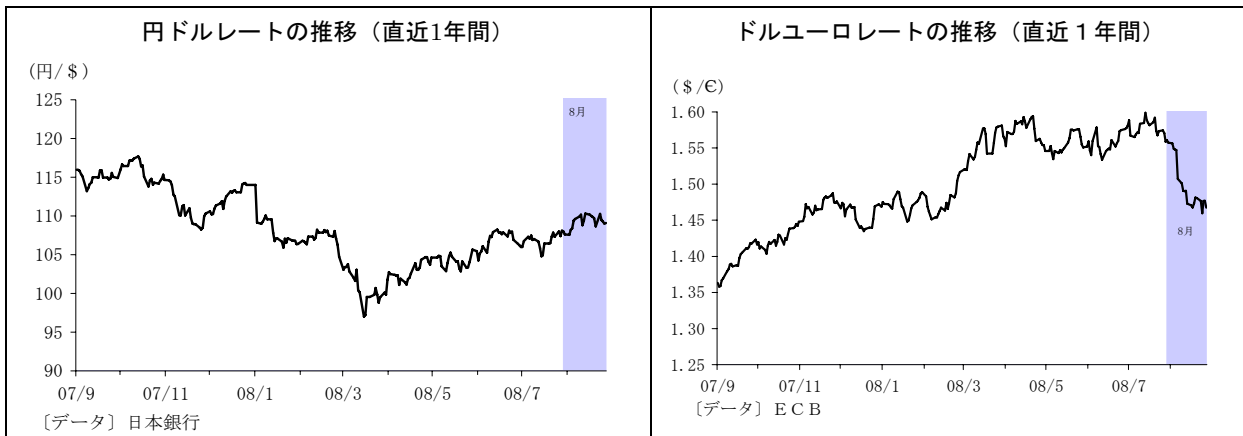
ドルユーロレートは、月初め 1.55 半ばからスタート、月末には 1.46 台後半に。

月初からユーロの先行きの経済に対する悲観論が強まり、ユーロ調整が入る。原油価格も下落しドルが買い戻されると 12 日には 1.5 台を割り込む。14 日ユーロ圏の 4-6 月 GDP が前期比 0.2% とユーロ導入以来初のマイナスとなり先行き懸念いっそう強まり、26 日にドイツ IFO 景況感指数が市場予想を下回ると 26 日 1.45 台までユーロ売りが進む。月末にかけユーロが若干買戻され、月末は 1.46 台後半となった (図表 4)。

当面の予想

8 月は予想よりも早めにユーロ景気の悪化を織り込む動きから大幅なユーロ調整が起こった。急ピッチのユーロ調整に警戒感は強まるが、ユーロの景気悪化がさらに鮮明となる可能性が高く、短期的にもう一段、大幅にユーロ調整が進むリスクは高い。

図表4 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

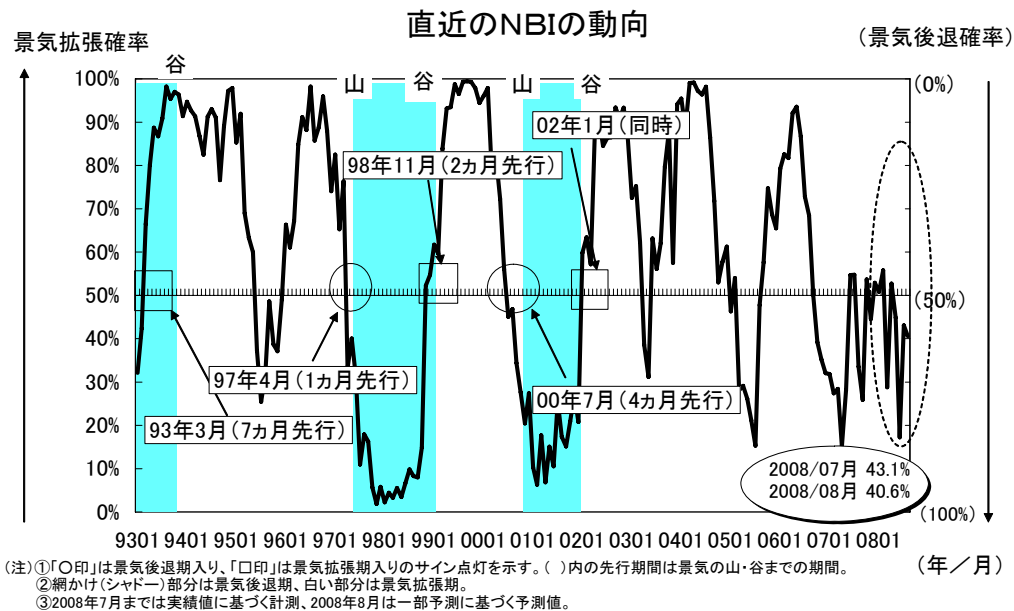


金利・為替予測表 (2008年9月4日現在)

		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	1.5	1.5	1.6
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	3.9	3.8	3.8
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	108	107	107
ユーロ・ドル	(平均)	1.56	1.52	1.45	1.45
円・ユーロ	(平均)	163	164	155	155

<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) ~7月: 43.1%、8月 (予測値): 40.6%



	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
07/9	25.9%	559,652	▲0.5%	41.6%
07/10	53.7%	562,884	0.6%	39.1%
07/11	44.5%	565,118	0.4%	25.7%
07/12	52.9%	564,283	▲0.1%	19.5%
08/1	50.9%	568,120	0.7%	18.4%
08/2	55.8%	571,835	0.7%	15.3%
08/3	28.8%	565,526	▲1.1%	29.7%
08/4	52.7%	565,792	0.0%	29.6%
08/5	44.8%	567,201	0.2%	25.7%
08/6	17.2%	562,177	▲0.9%	16.2%
08/7	43.1%	563,141	0.2%	22.8%
08/8	(予測値) 40.6%			13.1%
08/9				31.6%

(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2008-8-29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。