

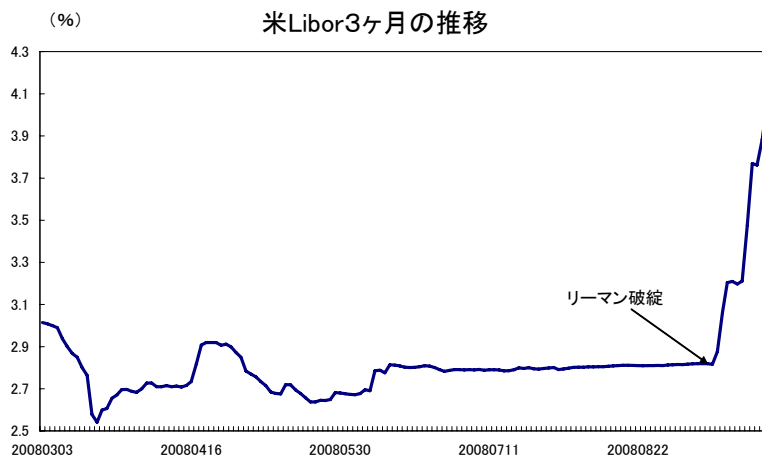
Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(10月) ～金融危機、流動性対策では限界

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

1. リーマン破綻以降、各国中央銀行は資金供給を大規模に行っているが、ドル枯渇の状況はひどく短期金利の高止まりが続いている。今後流動性対策が強化されても、金融危機を回避することはできない。危機を乗り切るためには、最終的には住宅価格の下落が止まる必要があるが、その前段階として、今回の不良資産買取のスキームなどを利用し膿を金融部門から取り除き、そのことで発生する損失を補填する資本増強が最低限必要だ。日本と似たような歴史を歩まざるをえない。
2. 10月10日からワシントンでG7が開催される。米大統領選挙が11月にあるなど政治情勢を踏まえれば即効性のある具体策提示までは難しい。ただし、各国の協調姿勢はかなり「強め」に言及されるだろう。
3. (長期金利) サブプライム問題が欧州に飛び火し、国際金融市場の混乱は長期化するとの見方が強まっており長期金利の低位安定は長期化。
4. (為替) 米国の金融危機は長期化、さらに景気後退懸念、利下げ観測も強まっておりドル安圧力が強い。ただし、ドル資金枯渇に伴うドル需要も存在していることから、当面緩やかな円高にとどまると予想する。

市場でドルの枯渇が続く、短期金利は高止まりしたまま

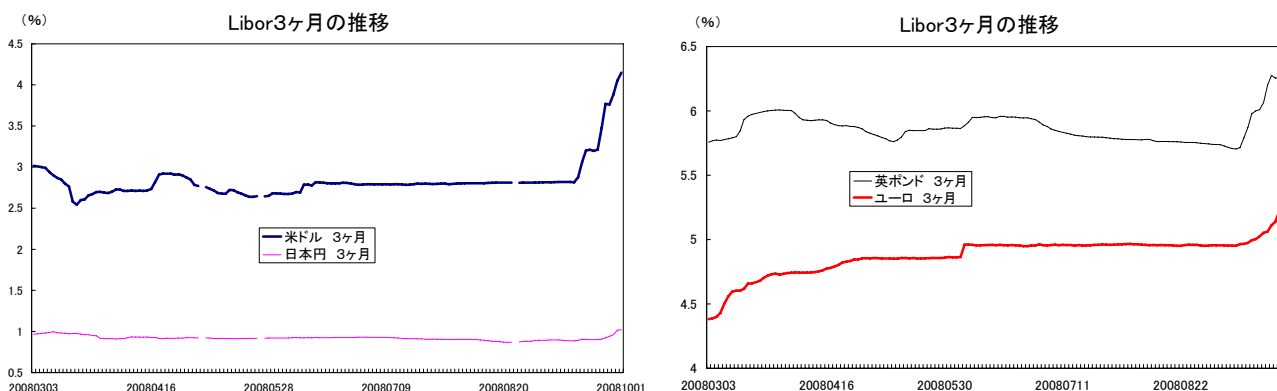


1. 金融危機、流動性対策では限界：米新政権は、公的資本増強策までの道のりをどうつけるのか？

(流動性対策の限界：疑心暗鬼では民間は「公的」としか取引しない)

リーマン破綻（9/15日）以降、米金融危機は収まる気配がない。欧州にもサブプライム問題が飛び火し、この1ヶ月で事態は急速に悪化した。各国中央銀行は資金供給を大規模に行っているが、特にドル枯渇の状況は改善しておらず、短期金利の高止まりが続いている（図表1）。

(図表1) 主要国の短期金利の推移



結局この1ヶ月の動きを振り返ると、リーマン破綻が市場心理に与えた影響があまりに大きかったということだろう。実際に大きな金融機関が破綻したことで、市場の疑心暗鬼は一気に高まり、民間同士の取引が極端に細り、取引相手は中央銀行など「公的」に限られるという状況に追い込まれた。

今後各国中央銀行は大規模供給を続けながら、ドル資金に対しては現在行っているスワップ金額を増加させるなどの対応せざるを得ない。以前から議論されている各国金融機関がドル債を担保に資金を供給するクロスボーダー担保や、米国では準備預金の付利などが意外に早めに導入されることになるかもしれない。

ただし、いくら流動性対策が強化されても根本的な金融危機を回避することはできず、ドル枯渇の状況は大きく改善することは期待できないだろう。

(後手にまわる米国の対応、このまま後手なのか新政権で変わるのか)

本日3日夜には米下院で前回否決された金融安定化法案が採決される。採決されることが金融危機克服には最低限必要だが、ただ可決されたとしてもこの法案で金融危機は乗り切れることは難しい。

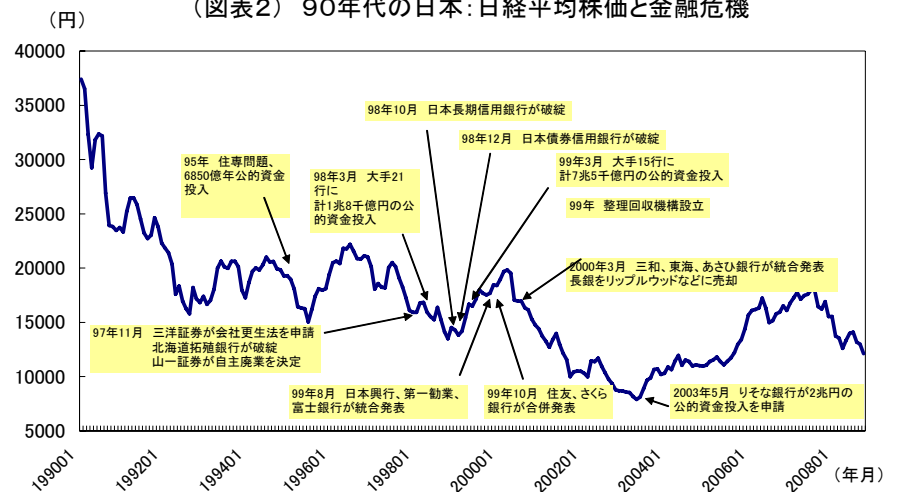
筆者は今回の米金融危機解決には、最終的には住宅価格の下落が止まる必要があると思うが、その前段階として、今回の不良資産買取のスキームなどを利用し膿を金融部門から取り除き、そのことで発生する損失を補填する公的資本増強が最低限必要だと見ている。そういう意味では日本と似たような歴史を歩むと見ている（図表2）。

今回税金投入で米議会が紛糾したが、最低でももう一度公的資本投入という議論を行わざるを得ないだろう。問題はその議論がいつ頃おき、どのように政策となっていくかだ。

日本のように景気、企業、家計、金融環境が総じて「最悪」の状態になってから動き出すのか、それとも11月4日新政権誕生直後に将来の損失拡大を回避するとの決断から、国民反発にあえて政治が決断できるか、現状、いつ議論がでてくるのか予想できない。

IMFのサブプライム関係損失などの推計を見るとユーロの比率が高い。今後ユーロでサブプライム問題がより深刻になるのは避けられない。米国で資本増強などを矢継ぎ早に行うことで、ある程度資産価格の底値が形成されれば、ユーロの金融問題が多少なりとも楽になるだろう。しかし時期が遅れるとより深刻となり、新興国を含めた世界へ波及するという事態になりかねない。日本も経済がおかしな状況になり始めている。各国にとって米国金融危機への対応は「時間」勝負となってきている。

(図表2) 90年代の日本: 日経平均株価と金融危機



2. 10月G7: 「強いメッセージ」が出せるか?

10月10日からワシントンでG7が開催される。

現在の金融環境からすれば、当然だが市場は今回こそ、「公的資本増強といったかなり踏み込んだ策」がでるはずだと、期待が高まるはずだ。

ここ数回のG7では「公的資金の活用」などへの言及はいついかなかった。市場が期待した即効性のある対策や、各国の強い協調姿勢は出されず、市場の不安はぬぐえなかった。

米国(11月の大統領選挙、7000億ドルの公的資金導入でおおめしている状況など)、ユーロ(欧州首脳が4日に会合を開き、金融危機について議論すると発表されているが、まだ具体的な対策案はない状況)の政治状況を見れば、今回も即効性のある対策など具体策が示される可能性は低いだろう。ただし、各国の協調姿勢はかなり「強め」に言及される可能性は十分ある。鍵を握るのはユーロだが、前回に比べて景気悪化も鮮明になり、さらに金融不安も相当高まってきている。インフレ最優先から各国と同様に景気悪化・金融危機への対応を急ぐ姿勢に変化している。

3. 日銀ウォッチ: 短観は先行き弱気にさせる内容

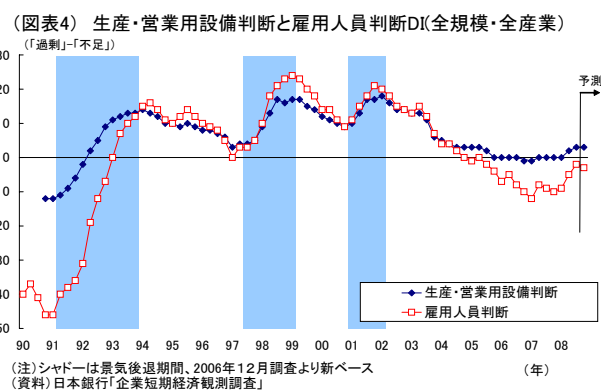
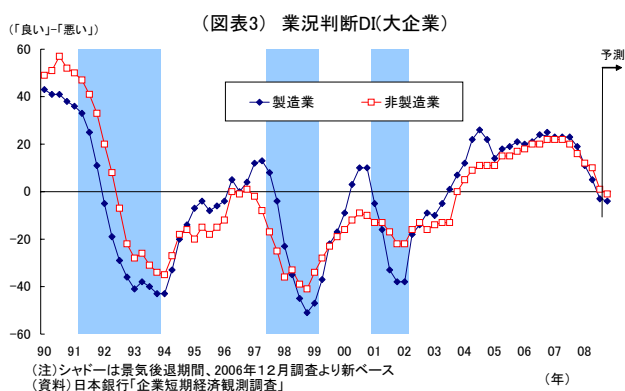
(9月調査短観: 景気後退局面を裏付け、景気後退が長く、深くなるリスクが高まっている)

9月調査日銀短観は大企業製造業DIが5年ぶりにマイナスとなった。過去の経験則からは大企

業製造業がマイナスとなると景気後退は確実で、短観からも現在が景気後退局面であることが裏付けられた。今回大企業非製造業も▲9ポイントと大幅に悪化（98年3月調査以来の悪化幅）した。輸出とともに、内需も相当弱ってきている（図表3）。

また今回短観では、「筋肉質」だと思っていた企業が「弱ってきている」のではと見られる、気になる点が出てきている。設備や雇用に対する判断が過剰に振れ始めていることだ（図表4）。

現在の経済実勢からすれば今後企業業績が下振れする可能性は高く、そうなると緩やかな悪化にとどまっている設備や雇用も大きく悪化し、今回の景気後退が「浅く、短く」という見方の前提である「企業部門に過剰感がない」という事実が崩れるリスクがある。



（10月末の展望レポートはさらに下方修正へ、ただし回復シナリオは維持）

10月31日の展望レポートでは、今回の短観を受けて日銀の景況感はもう一段の下方修正が行われるだろう。政策委員の体勢見通しは7月に続きさらに下方修正と見込む（図表5）。

今回の展望レポートでは08-10年度の3カ年度の見通しが示される。10年度にかけて成長が回復するとの数値を示すことで回復シナリオは維持するだろう。

（図表5） 政策委員の大勢見通し（7月決定会合時点）

対前年比、%、<>内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	1.2~1.4 <1.2>	4.7~5.0 <4.8>	1.7~+1.9 <1.8>
2008年4月時点の見通し	1.4~1.6 <1.5>	2.4~2.8 <2.5>	0.9~+1.1 <1.1>
2009年度	1.4~1.6 <1.5>	1.8~2.0 <1.8>	1.0~1.2 <1.1>
2008年4月時点の見通し	1.6~1.8 <1.7>	1.3~1.8 <1.5>	0.8~1.0 <1.0>

4. 金融市場（9月）の動き：米金融安定化法案否決で月末大揺れ

（10年金利）

9月の動き

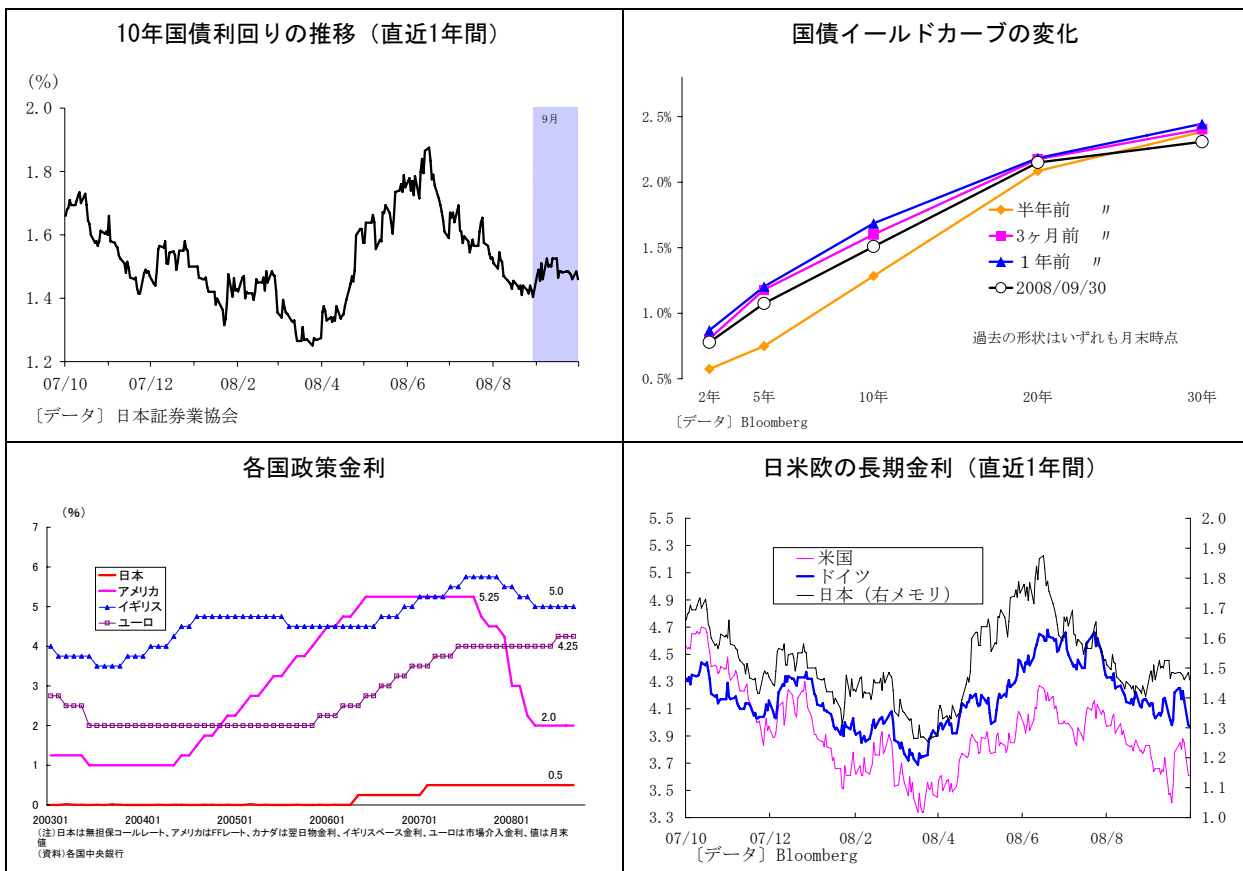
10年国債利回りは、月初1.4%半ばでスタートし、上下したが結局月末1.4%半ばに。

月初から取引量が少ない中、海外勢の仕掛けたな売りで長期金利は4日に1.5%台に。5日には前日米国で雇用関係の統計が大幅に悪化し1.4%半ばに。7日に米住宅公社への資本注入が発表されると株高を受け8日に1.5%半ばに上昇した。その後世界経済に対する先行き不安が強く1.5%前半での推移が続く。15日リーマンが破綻すると16日には一時1.3%台まで金利が急低下した。その後行き過ぎ感から1.4%後半になったが、19日に米で新たな金融機関救済策が発表されるとの見方から1.5%台前半まで上昇した。20日に金融危機対策が発表されると、議会を通過するのか、効果はどうかなど不透明感が強まり1.4%後半に低下した。29日米で金融安定化法案が否決されると1.4%半ばまで金利低下が進んだ（図表6）。

当面の予想

サブプライム問題が欧州に飛び火するなど国際金融市場の混乱は長期化するとの見方が強まっている。そのような状況では先行き景気悪化・信用不安への懸念が解消されず、長期金利は低位安定が続くと見込む。

図表6 金利関係図表



(円ドルレート)

9月の動き

円ドルレートは、月初め 108 円半ばからスタートし、月末 104 円前半に。

4 日トリシェ総裁がユーロ経済の先行き懸念を示すと 5 日にはユーロが売られ円が買われるという動きから一時 105 円台になる。7 日に米住宅公社へ資本注入となると、8 日 109 円前半となるが、リーマンに対する韓国産業銀行の出資交渉が打ち切られるとの報道を受け 107 円前半まで円高が進む。15 日リーマン破綻を受け、16 日には一時 103 円台半ばに。その後は AIG 救済、日米欧中央銀行によるドル供給策が発表され 105 円台に。米国で新たな金融機関への救済策がでるとの見方から 107 円台までドルが戻すが、金融危機対策が 20 日に発表され、逆に財政赤字拡大への懸念が広がりドル安となり 105 円台半ばに。その後金融安定化法案に対する不透明感から 105 円台後半でもみ合う。29 日に米金融安定化法案が否決されるとドル安が一気に進み月末 104 円前半となる (図表 7)。

当面の予想

米国の金融危機は長期化、さらに景気後退懸念、利下げ観測も強まっておりドル安圧力が強い。ただし、ドル資金枯渇に伴うドル需要も存在していることから、緩やかな円高にとどまると予想する。

(ドルユーロレート)

9月の動き

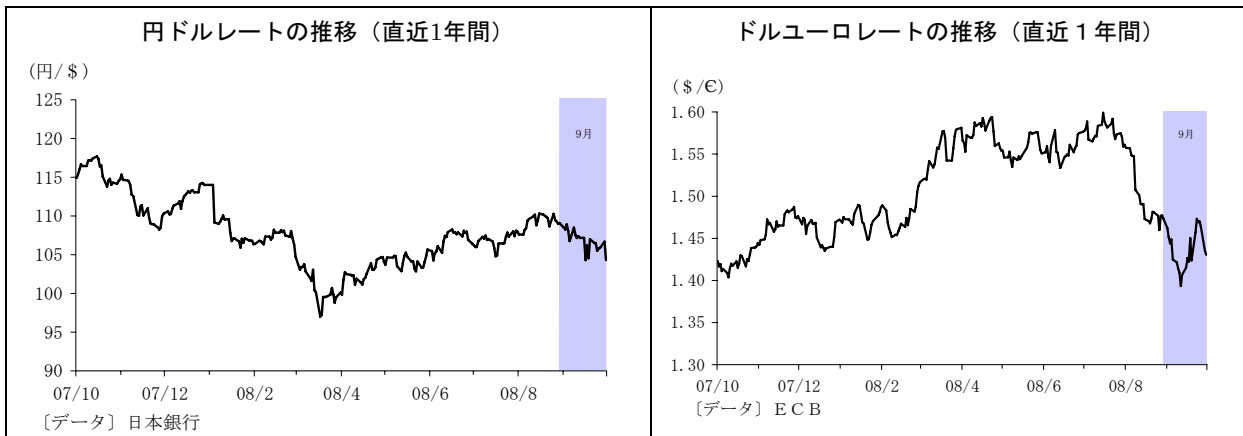
ドルユーロレートは、月初め 1.46 半ばからスタート、月末には 1.43 近辺に。

先月からのユーロ調整の動きが引き続き継続。4 日トリシェ総裁がユーロ経済の先行き懸念を示すと 5 日には 1.42 台に。その後もユーロ売りが進み 11 日には 1.39 台に。リーマン破綻から米国金融への不安が強まり、19 日には 1.45 近辺に。20 日に対策が発表され財政赤字拡大懸念からドルが売られ 1.47 近辺に。29 日に米金融安定化法案が否決されたが、欧州でも金融機関の救済などサブプライム問題が飛び火したことで大きくドル安とはならず月末 1.43 近辺となった (図表 7)。

当面の予想

サブプライム問題がユーロにも飛び火している。ユーロの景気減速・利下げ期待が強く、ユーロ安トレンドは当面継続すると見込む。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

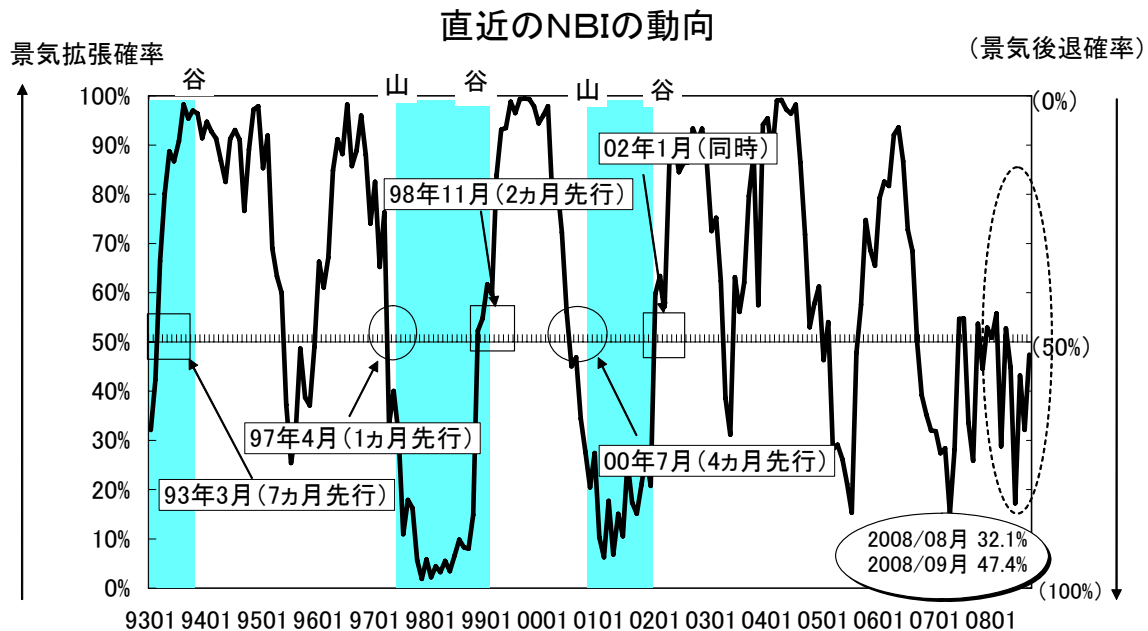


金利・為替予測表 (2008年10月2日現在)

		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	1.5
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	2.00	1.50	1.50
	10年金利 (平均)	3.9	3.8	3.6	3.7
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.25	4.25	4.00
	10年金利 (平均)	4.3	4.2	4.1	4.0
円ドル	(平均)	105	107	103	103
ユーロ・ドル	(平均)	1.56	1.49	1.40	1.40
円・ユーロ	(平均)	163	159	144	144

<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）～8月：32.1%、9月（予測値）：47.4%



(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。 (年/月)
 ②網かけ(シャドロー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
 ③2008年7月までは実績値に基づく計測、2008年8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
07/9	25.9%	559,809	▲0.5%	41.6%
07/10	53.7%	562,984	0.6%	39.1%
07/11	44.5%	565,216	0.4%	25.7%
07/12	52.9%	564,374	▲0.1%	19.5%
08/1	50.9%	567,089	0.5%	18.4%
08/2	55.8%	571,424	0.8%	15.3%
08/3	28.8%	565,633	▲1.0%	29.7%
08/4	52.7%	564,492	▲0.2%	29.6%
08/5	44.8%	565,901	0.2%	25.7%
08/6	17.2%	560,981	▲0.9%	16.2%
08/7	43.2%	563,921	0.5%	22.8%
08/8	32.1%	563,880	▲0.0%	16.2%
08/9 (予測値)	47.4%			29.9%
08/10				41.0%

(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2008-8-29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。