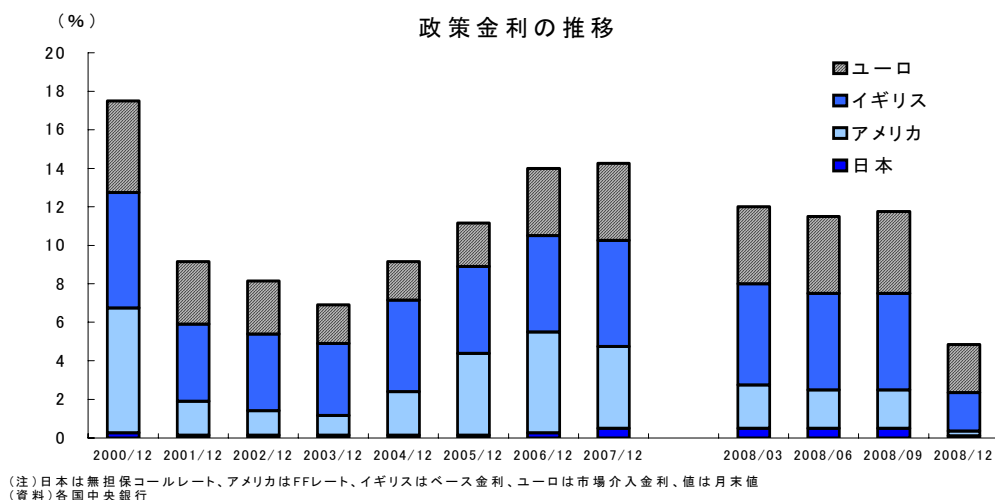


Weekly
エコノミスト・
レター金融政策・市場の動き(1月)
～オバマ新政権への「期待」と「現実」

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

1. いよいよオバマ新政権が動き始める。オバマ新政権の経済チームは相当な力量があると思えるが、実際「目に見えて」景気が底打ちするという姿が見えるには時間が必要だ。市場の期待が大きいだけに、失望という展開も想定しておく必要がある。
2. (日銀金融政策) 日銀は年度末までにはゼロ金利に戻り、量的緩和政策にシフトすると読む。過去のように「当座預金残高ターゲット」ではなく、負債に目標を持たず、資産を増やすだろう。1月決定会合で09年度の実質GDP成長率予想を下方修正し、マイナス成長へ。また物価見通しもマイナスとなり09年度は「マイナス成長+デフレ」見通しにシナリオが変更される。
3. (長期金利) 低下余地を探る展開が続きそうだ。米国長期金利が低下傾向、国内では日銀の量的金融緩和突入への予想がさらに高まり低下余地を探るだろう。
4. (為替) オバマ新政権への期待がドルをサポートし円高の動きをいったん止めている。今後雇用を中心に米国経済統計はいつそう悪化する見込みで、期待の剥落から再びドル安円高に動くと思予想する。

先進国は09年前半には金融政策の金利操作余地を使い果たす？



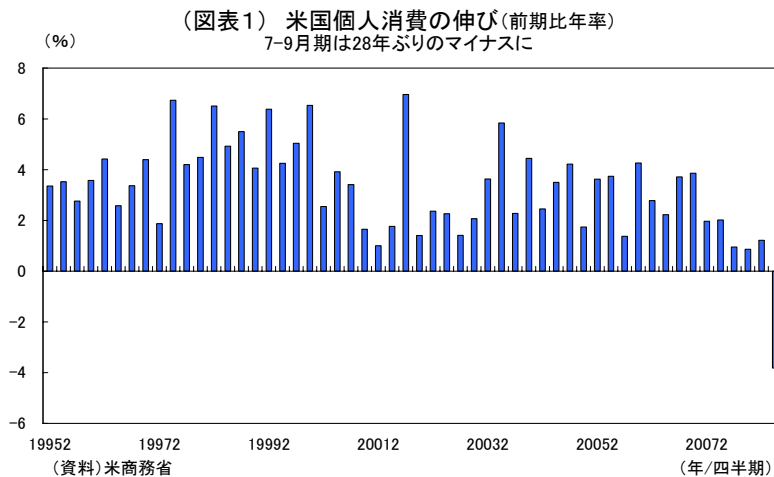
1. オバマ新政権への「期待」と「現実」

(オバマ新政権がいよいよ始動：期待通りか期待先行か)

いよいよオバマ新政権が動き始める。報道では景気対策の関連法は1月末か2月第1週までに成立させ、その規模は2年間で3000億ドルの減税を含む総額約7750億ドル(8500億ドル程度まで上積みも)と超大型なものとしてされている。

市場はオバマ新政権へ高い期待をしている。大規模対策が打たれることでマインドも変わるのではないかと、さらに大規模減税の還付が昨年同様

5月くらい始まり、7-9月に対前期比で28年ぶりにマイナスに陥った(10-12月は車に代表されるように消費不振がさらに深刻で7-9月期以上に消費は落ち込む見込み)消費の底割れは回避できるのではとの見方が広がりつつある(図表1)。



(ただし景気悪化をとめる、持ち上げるには時間がかかる)

1-3月には景気悪化が急ピッチで進む。特に雇用所得環境の悪化は加速すると見る。そのため期待とは逆に足元の「悪さ」が失望につながりやすい。

そもそも家計部門は負債を膨らませ、資産サイドの毀損の大きいバランスシートを抱えており長期間の調整が必要だ。雇用の悪化、クレジットクランチが厳しい状況の中では、大型減税の使い道は消費ではなく「返済」に向かわざるをえない。

急ピッチで企業の調整が入る中で、失業率はこれからも上昇が予想される。雇用環境が安定しなければ、やはり高額商品に対する需要はでてこない。そうなればいくらFRBの住宅ローン債購入により金利が下がってきているとはいえ、住宅市場の底打ちは見られず問題長期化の構図に変化は見られないだろう。

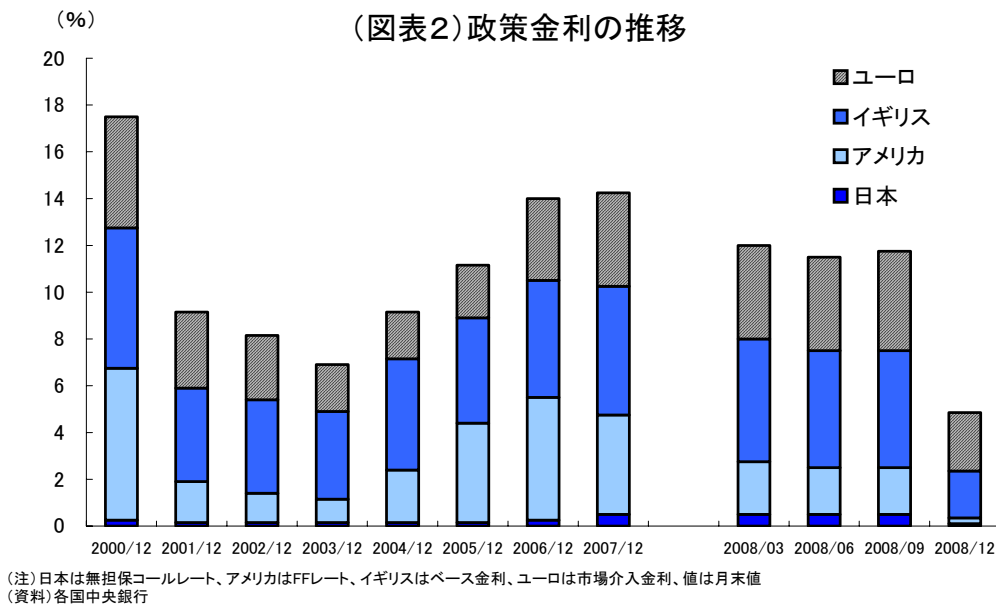
オバマ新政権の経済チームは相当な力量があると見るが、実際「目に見えて」景気が底打ちするという姿が見えるのは、早くとも来年とかなり慎重な見方を筆者はとっている。

2. 日銀ウォッチ：各国中央銀行は金利から「量」にシフト

(この半年で先進国は政策金利を使い果たす、みんな金利から量へ)

今年の中央銀行のテーマはバランスシートの拡大となる。先進国の政策金利水準を見ると04年くらいから金融引き締めで稼いだ金利水準を昨年半年くらいですべて食いつぶす状況になっている。ECB、英(8日、2%→1.5%に利下げ実施)であつてもほぼ前半にはゼロ金利の壁に直面し、金融政策ターゲットは「金利」から「量」に軸足をシフトするだろう(図表2)。

(図表2)政策金利の推移



日銀も年度末までにはゼロ金利となり量的緩和政策を鮮明にすると筆者は読む。

年度末にかけて雇用環境、中小企業への資金繰りがもう一段悪化することが必至だ。また年初はじめはオバマ政権への期待からドルが踏ん張るだろうが、米国経済も雇用を中心にいっそうの悪化が示され、市場では再び円高・ドル安の流れが強まるだろう。一方政策といえば政治のほうは「動かない」。年度内に予算編成ができるか微妙な状況でもあり、金融政策はさらなる対応に迫られる可能性が高い（今危機感が一旦弱まっているのは、オバマ期待で金融市場が落ち着いているだけ。実体経済は確実に悪くなっておりいつ悲観論が出てきてもおかしくない）。

(日銀は過去の負債拡大から、FRBのような資産拡大に重点を置く量的金融政策へ)

日銀の量的金融緩和は、過去のように「当座預金残高をターゲット」とすることはないと見る。日銀にとって負債サイドを政策目標として資産を受動的に増やすのではなく、負債に目標を持たず、資産を増やすということを行うと見る。国債などを購入することでマネタリーベースを増やすことや信用リスクを積極的に日銀がとるという現在のFRBの路線に近い形となるだろう。

ただし、FRBが量的緩和への移行を決めた12月15-16日のFOMC議事録を見ると、一部の委員が「デフレ抑制に有効」との考えから、日本の量的緩和策のような目標設定を求めたことが明らかになっている。もし米国が目標設定となれば、日銀の量的金融緩和も選択肢はなく、「目標設定」へと向かわざるをえないだろう。

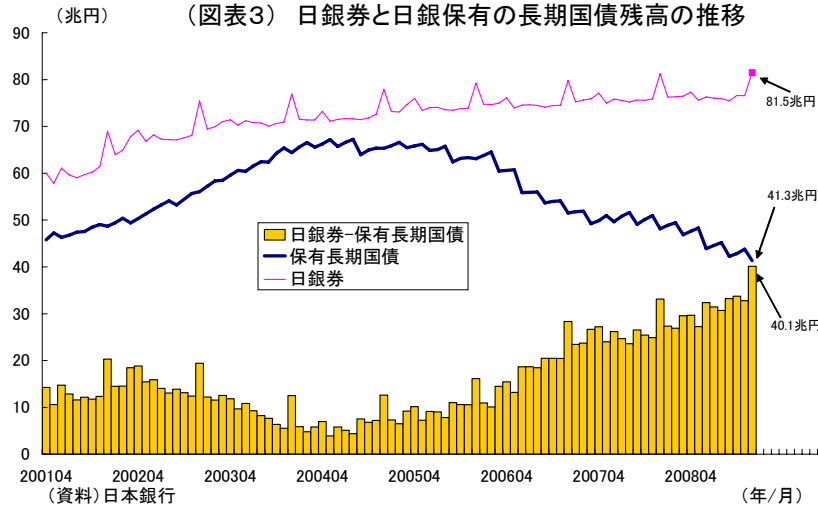
(社債担保の資金供給を実施、CP買取もまもなく)

日銀は8日資金繰り支援を目的に新型の供給オペ（1.2兆円）を実施した。今後も毎月2回、計6回実施される予定で、日銀はオペで3兆円の資金供給が見込めるとしている。また次回1月決定会合（21、22日）ではCP買切などの追加の供給策も発表される予定だ。

ただ、厳しい情勢からすれば年度末にかけて、「さらなる」供給策拡大が実施される可能性が高い。資金供給という点からすれば国債買入はハードルが低そうだ。長期国債の買い入れには余裕があり（日銀券と日銀保有長期国債との残高差は12月末時点で約40.1兆円。短期国債を含めた国債全体では63.1兆円保有しており、

日銀券との差は18.3兆円ある)、意外に早く拡大されると見る(図表3)。

ただ、国債買入より市場の期待が高い資金繰り支援策(担保拡大、2002年に行った銀行保有株の買取再開、03年実施の資産担保証券など)は、日銀のバランスシート毀損問題からハードルは高そうだが、状況が許さず追加資金繰り支援策が出てくると予想する。



(1月会合：展望レポート見直し、09年度マイナス成長とデフレ予想)

1月の決定会合で09年度の実質GDP成長率予想を下方修正し、マイナス成長としてくるだろう(昨年10月時点では09年度は平均で0.6%となっていた)。10年度については、景気が回復し成長率が高まるとのシナリオが維持されるだろうが、10月時点で示された潜在成長率並み(1.7%)からは大きく下方修正され、景気後退が長引くとの予想が読み取れる内容となるだろう(図表4)。

もうひとつの注目点は、物価見通しだ。この先現在の原油価格を前提にすると夏場までには確実にコアCPIの前年比はマイナスとなる。10月時点では大勢見通しで09年度は0.0%となっていたが、今回はマイナスとなりそうだ(日銀が年度のコアCPIをマイナス予想するのは05年4月の展望レポート以来である)。

1月決定会合で09年度は「マイナス成長+デフレ」見通しにシナリオが変更されるだろう。

(図表4) 政策委員の大勢見通し(10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	0.1~0.2 <0.1>	4.3~4.8 <4.6>	1.5~+1.6 <1.6>
2008年7月時点の見通し	1.2~1.4 <1.2>	4.7~5.0 <4.8>	1.7~+1.9 <1.8>
2009年度	0.3~0.7 <0.6>	▲1.4~▲0.4 <▲0.8>	▲0.2~0.2 <0.0>
2008年7月時点の見通し	1.4~1.6 <1.5>	1.8~2.0 <1.8>	1.0~1.2 <1.1>
2010年度	1.5~1.9 <1.7>	▲0.3~0.5 <0.3>	0.1~0.5 <0.3>

3. 金融市場（12月）の動き：長期金利1.2%割れ、88円台の円高

（10年金利）

12月の動き

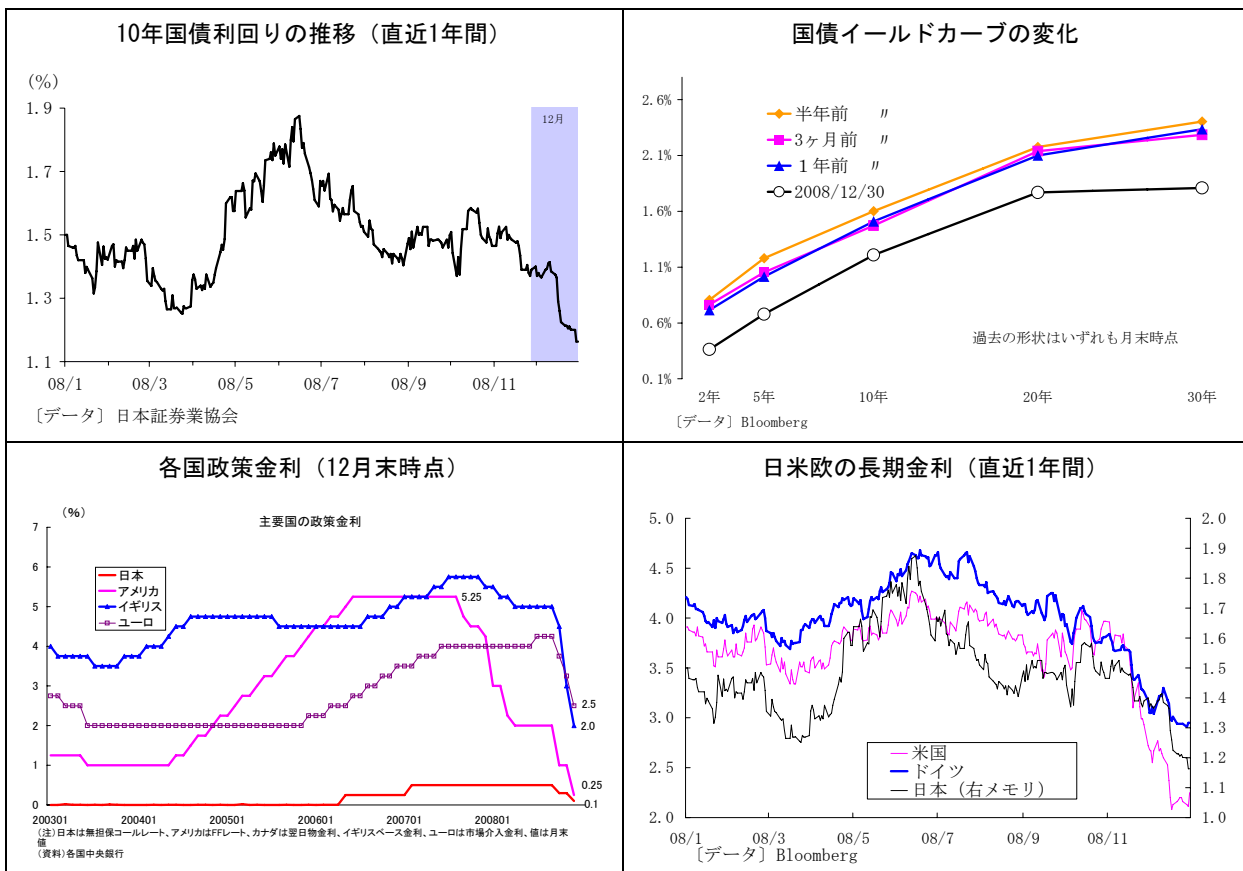
10年国債利回りは、月初1.4%近辺からスタート、月末1.2%台前半に。

月初1.4%でスタートするが、バーナンキFRB議長が長期国債購入に言及すると長期金利は低下し1.3%後半に。5日にオバマ次期大統領が大規模な経済対策を表明、ビックスリー救済法案の成立可能性が高まったのと観測から長期金利が1.4%台前半にまで上昇した。しかし12日救済法案を巡る議会の調整が難航していることが報じられると、株安・円高、金利低下となった。15日の12月日銀短観が大幅に悪化し、16日のFOMCでは予想よりも早く量的金融緩和に突入し、長期金利は1.2%前半に一気に低下。19日日銀が利下げを実施、米長期金利も低下したことで、24、25日には一時05年以來の1.2%割れに。年末にかけては株価が底堅く動いたこともあり、1.2%を少し上回る水準での推移となった（図表5）。

当面の予想

国内長期金利は、低下余地を探る展開が続きそうだ。①米国長期金利が低下傾向、②国内では日銀の量的金融緩和突入への予想がさらに高まる、③年度末を控え消去法的に国債市場への資金流入が継続せざるをえないなどから絶対金利は低い低下余地を探る展開となりそうだ。

図表5 金利関係図表



(円ドルレート)

12月の動き

円ドルレートは、月初め 95 円前半からスタートし、月末 90 円台前半に。

月初から世界的な経済統計悪化から株安となり、それに連動し 93 円台まで円高が進行した。その後ビックスリー再建を見極めたいとの見方が強まったが 5 日の米国 11 月雇用統計が大幅悪化になるとの見方から 5 日には 92 円台に。5 日にオバマ次期大統領が大規模な経済対策を表明、ビックスリー救済法案の成立可能性が高まったのと観測から 92 円台後半での推移が続く。しかし 12 日救済法案を巡る議会の調整が難航していることが報じられると、一時 88 円台まで円高が進む。

その後も 16 日 FOMC で量的緩和へ実質踏み込んだことで 18 日には 13 年ぶりに 87 円台に突入した。19 日に日銀の利下げが実施されたが、反応薄で 89 円台での取引。19 日米でビックスリーへのつなぎ融資が決定されると若干ドルが戻す。その後クリスマス休暇、年末を控え様子見となり 90 円台での推移となった (図表 6)。

当面の予想

オバマ新政権への期待が円高の動きをいったん止めている。オバマ新政権の経済運営はかなり実力があると見るが、信用収縮、経済悪化の流れを止めるには今しばらく時間が必要だ。今後雇用を中心に米国経済統計はいっそう悪化する見込みで、期待の剥落から再びドル安円高に動く予想する。

(ドルユーロレート)

12月の動き

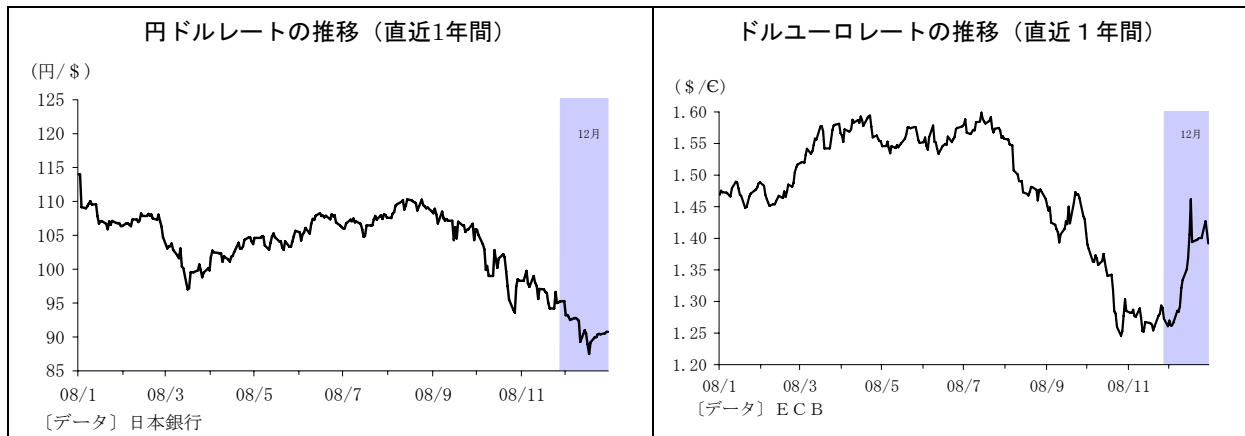
ドルユーロレートは、月初め 1.26 台前半からスタート、月末には 1.39 台前半に。

月初 1.26 台前半でスタート。4 日 ECB が予想を上回る 0.75% の利下げを実施したが大きな動きはなかった。その後シュタルク ECB 理事が利下げに消極的な発言を行うと 11 日には 1.32 台前半までユーロが買われる。ビックスリー問題がドル高の上値を抑える中、トリシェ総裁が利下げには限界があると発言したことで 18 日には 1.46 まで買い進まれる。19 日にビックスリーに公的つなぎ融資が決定されると 1.39 台に。その後円ドルと同様に取引換算の中 1.4 ドル台での推移となったが、29 日イスラエル情勢の悪化を材料に年末は 1.39 ドル台前半に (図表 6)。

当面の予想

今後ユーロの景気悪化から ECB の大幅な利下げとともに、ゼロ金利への思惑が高まる。それにともない政策の限界との見方、また金融機関の決算でユニバーサルバンクに今後の焦点が当たり始めるだろう。現在一旦止まっているかに見えるユーロ安の動きが再び動き出す可能性が高い。

図表6 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

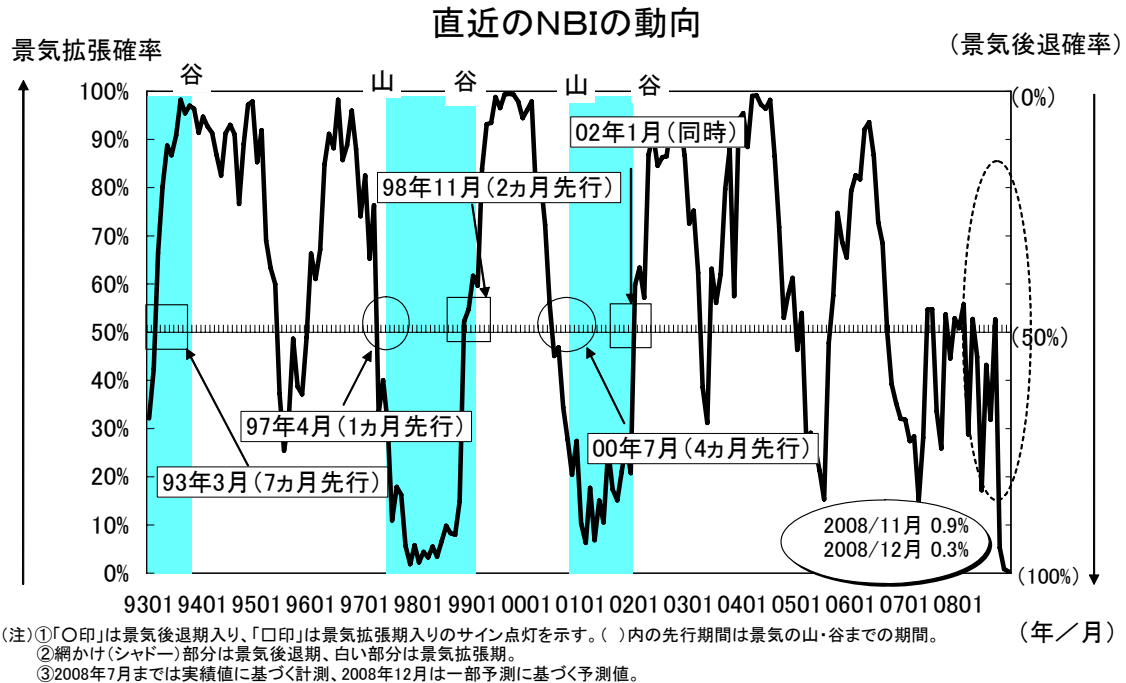


金利・為替予測表 (2009年1月8日現在)

		2008年		2009年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績		予測		
日本	コールレート (期末)	0.50	0.30	0-0.1	0-0.1	0-0.1
	10年金利 (平均)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	3.8	3.2	2.6	2.8	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.25	2.50	1.50	1.50	1.50
	10年金利 (平均)	4.2	3.5	3.0	3.2	3.4
円ドル	(平均)	108	96	85	85	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.50	1.32	1.30	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	162	127	111	106	113

<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 (NB I) ~11月: 0.9%、12月 (予測値): 0.3%



	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
07/11	44.5%	565,710	0.4%	25.7%
07/12	52.9%	564,610	▲0.2%	19.5%
08/1	50.9%	567,130	0.4%	18.4%
08/2	55.8%	571,349	0.7%	15.3%
08/3	28.8%	565,553	▲1.0%	29.7%
08/4	52.7%	564,406	▲0.2%	29.6%
08/5	44.8%	564,313	▲0.0%	27.8%
08/6	17.2%	559,032	▲0.9%	18.7%
08/7	43.2%	562,906	0.7%	23.0%
08/8	31.8%	557,483	▲1.0%	18.0%
08/9	52.7%	559,526	0.4%	32.8%
08/10	5.3%	556,226	▲0.6%	42.8%
08/11	0.9%	554,082	▲0.4%	47.2%
08/12 (予測値)	0.3%			44.4%
09/1				14.3%

(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 (NB I) : 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2008-10-31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。