

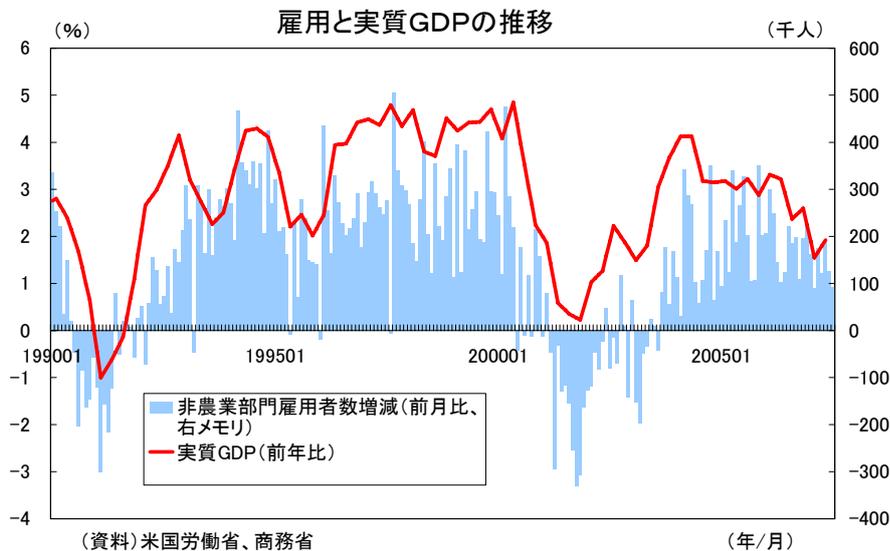
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（9月）～ECBも見送り、日銀も様子見

1. （金融政策）市場の関心はサブプライム問題の実体経済への影響に移ってきている。現段階では実体経済への悪影響は限定的との見方。ただし下振れリスクも高まってきているのも事実で、特に米雇用情勢は今後要注意だ。FRBの9月利下げは濃厚、今回利下げは予防的なものとの説明がなされるだろう。今後、景気悪化への対応とのニュアンスが発言等から読み取れることになれば、連続的に利下げする可能性も高い。日銀の利上げは10月以降となった。10月以降の利上げ決断は、ECBの動向に大きく左右されるだろう。
2. （長期金利）米長期金利の動きを受けて、低位での推移となるだろう。緩やかに上昇に動き出すのは、FRBの追加利下げ観測が遠く年末にかけてで、その頃は、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、上昇ピッチも少し早まるだろう。
3. （為替）当面、ボラティリティーが引き続き高い展開を予想する。ただし、サブプライム問題に対する情報が増え始め、市場の疑心暗鬼も徐々に減じる年末頃には、一旦ドルが買い戻される動きとなるだろう。

サブプライム問題が米国の実体経済を蝕むか



シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 TEL: (03)3512-1884
 ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

<金融政策、金融・為替市場の動き>

● 金融政策（日銀ウォッチ）：ECBも見送り、日銀も様子見

（实体经济への影響は米雇用動向が焦点）

市場はとりあえず最悪期を脱したとみられる状況にあるが、サブプライムローンの全体像、实体经济への影響見極めがつくまで投資家は動きにくい展開が続くそう。

金融機関の損失額については、9月中旬の6-8期米大手投資銀行、10月下旬の7-9月期金融機関決算、11月のヘッジファンド決算をこなし、またSECなどの当局の公表なども予想され時間の経過とともに、金融機関の損失などについてのコンセンサスが形成され、それに伴って市場全体のリスク再評価の動きも落ち着きを取り戻すだろう。ただこれも、市場の現在の関心事となってきた实体经济への影響が限定的にとどまった場合だろう。

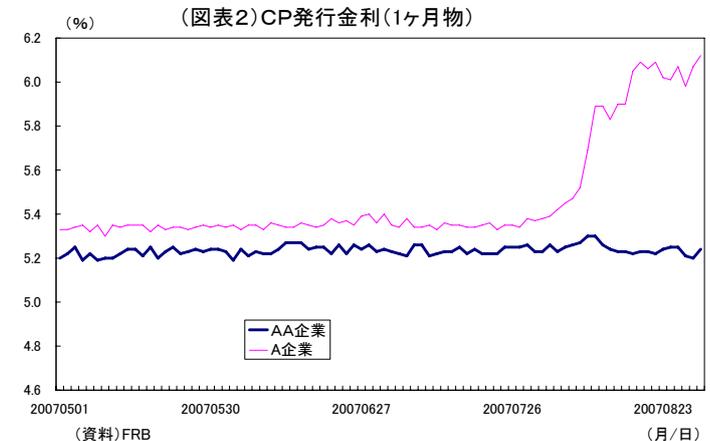
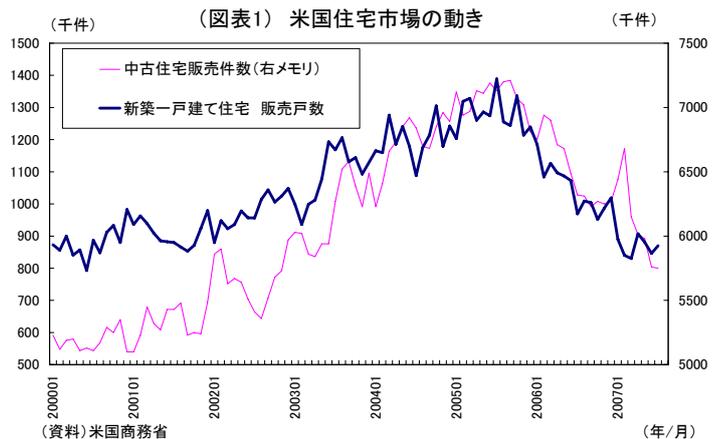
今のところ、①世界経済は5%とかなり好調な推移、②日米欧とも企業部門がかなり健全な財務体質、収益水準となっている、③サブプライムの損失に対して金融機関の収益、資本で十分カバー可能、との見方から、米国の住宅市場の影響は、しばらく引きずるにしても雇用環境が大きく崩れ米経済が大きな後退には陥らないという比較的楽観的な見方がコンセンサスとなっている。

これを前提にすれば、日本や欧州への影響も限定的だろう。

サブプライムローン問題で米国経済へ懸念されるルートは、①住宅金融を通じた住宅投資の減少、②企業の資金調達コストの上昇、③企業、家計部門のマインドの低下、④雇用環境の悪化、などがある。

足元の状況を確認すると、住宅統計は一向に底打ちの状況は確認できない（図表1）。

企業金融では、ABCP市場は発行残高が急減するなど混乱が激しいようだ。ただCPなどの発行状況を見ると低格付け企業を中心に資金調達コストはかなり上がっているが、AA格などの優良企業に金利上昇の影響はでていない（図表2）。



マインド面は、今週発表された8月分のISM指数（製造業）が、52.9と先月の53.8から低下したが、景気拡大の境目となる50はこれで7ヶ月連続上回った。現段階では企業マインドへの影響は限定的のようだ（図表3）。

雇用面は、金融機関の投資部門での大規模な人員整理などが報道されており、好調なサービス部門にまで雇用悪化の動きが侵食するのかが注目の注目だ。

本日発表予定の8月雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比10万人増（7月は9.2万人増）と底堅い市場予想となっている。

5日のページブックでは「金融市場の混乱の経済活動への影響は、不動産以外は限定的だった。経済活動は拡大を続けている」「融資基準の厳格化が住宅市場に明確な影響がでる。ただしほとんどの消費者と企業にとって資金調達力と格付けは良好な状態を保った」としている。

今のところ実体経済への悪影響は限定的との見方だが、しかし先行きについてはかなり不透明になってきており、下振れリスクが顕在化するかどうかは、雇用情勢がポイントとなりそうだ。過去の雇用と景気との関係を見れば明らかなように、雇用の悪化となれば、個人消費の落ち込みを通じて景気的大幅な悪化は避けられない（図表4）。

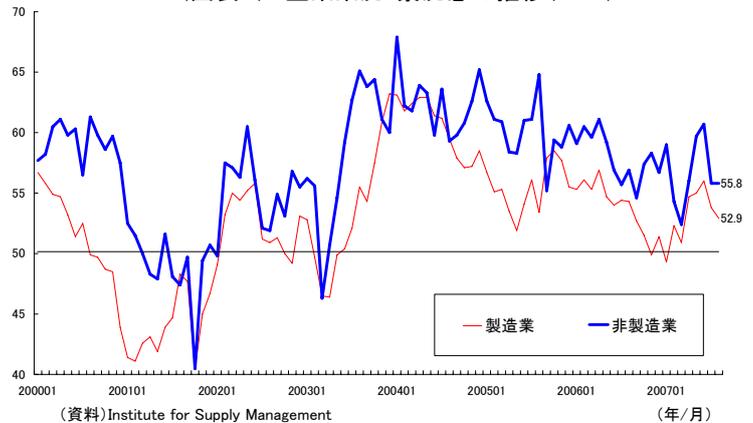
(Fedの利下げ理由が、景気悪化が確実となったとの判断になるのか)

市場混乱が長期化する中で、8月31日、米国政府・FRBが動いた。ブッシュ米大統領はサブプライム問題について、政府による信用保証の拡充などを柱とする対策を発表した。

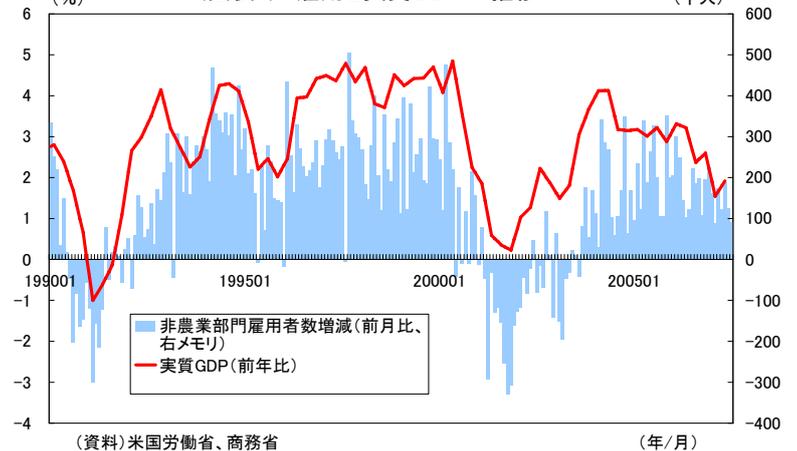
またバーナンキ議長もサブプライム問題を発端とする金融不安を沈静化するため「状況を監視し、必要に応じて行動する」と言及した。

財政支援については、今後具体策が決められていく段階で基本的にはプラスで評価されるだろう。とくに評価面で焦点となりそうなのが、証券買い取りにどの程度の財政資金が投入されるか

(図表3) 企業業況・景況感の推移 (ISM)



(図表4) 雇用と実質GDPの推移

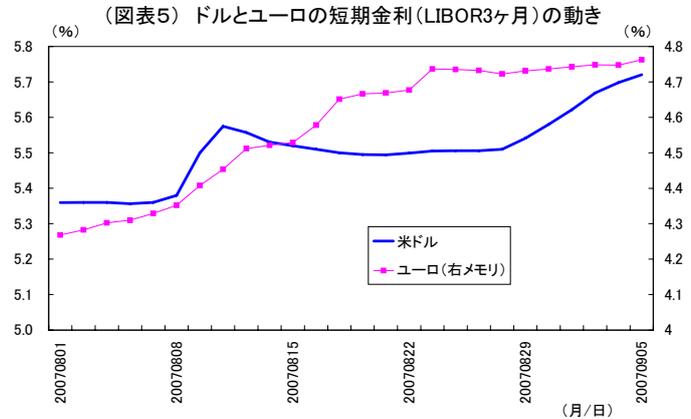


どうか、日本の経験でも明らかなように不良債権問題を金融システムから切り離すには、ある程度の財政資金投入が有効。この施策が現実となるかどうか大きな注目だろう（現在の状況下ならブッシュ大統領が31日に述べているように、投資家は救済しないだろう。しかし来年選挙を控え問題解決に時間がかかりそう、より深刻になったとの見方が広がれば、ブッシュ大統領も乗り出さざるを得ないを読む）。

バーナンキ議長の31日の発言は、「政策対応が必要だ」という確証が得られれば動く」「ただし9月の利下げを確約しているわけではない」というのが本音だろう。

ただし、①現在の株価水準が完全に9月、10月の利下げを織り込んでいるため、もし利下げしなければ市場が大きく崩れるリスクがある、②短期市場でターム物が上昇しているという状況（図表5）、から利下げを行ってくるだろう。

おそらく今回の利下げは予防的なものとの説明がなされると予想するが、今後、景気悪化への対応とのニュアンスがステートメントや発言等から読み取れることになれば、連続的に利下げする可能性も高まってくるだけに、「利下げ理由」は注目だ。



(一番利上げの必要性があるECBも利上げを見送り)

トリシェ総裁は8月2日、9月の利上げを予告したものの、8月9日のパリバショックから短期金融市場では、いっこうに混乱が収まる状況になく利上げどころではなくなってきていた（図表5）ECBは5日、「市場安定に貢献する準備がある」との異例の声明を発表、翌日6日には理事会で利上げ見送りを決定した。

トリシェ総裁は「数週間にわたる市場のボラティリティーとリスクの再評価は不透明性の増大につながった。この高水準の不透明性から判断して、政策金利に関し結論を導くためには、新たな情報を集めることが必要」と言及、市場の混乱が経済の悪化につながるかどうかを見極める姿勢を示した。ただし「インフレのリスクは残っている」として今後も引締めを継続する姿勢も強調した。

利上げ見送りが短期間で済むかどうかは、9月中旬を予定している臨時の長めの資金供給、さらにFEDの利下げの効果がどの程度出てくるのかが大きく影響しようが、現時点では短期市場の混乱終息には少し時間がかかりそうだと筆者は見ている。

(日銀の利上げは、様子見)

福井総裁は会見（8月23日）で、市場混乱の状況をしばらく見極めるとの判断を示している。



9月決定会合では、水野氏が利上げ提案を継続する可能性はあるが、多数は様子見のスタンスとなるはず。ECBの利上げ見送り、FEDは9月18日利下げの公算大で、日銀の利上げチャンスは10月以降となった。

10月利上げ判断は株価や短期市場、クレジット市場の落ち着き度合いも材料となるだろうが、最大のテーマは米国の実体経済への影響が深刻なのかどうかの見極めがかぎを握る。その判断は短期間では難しく、10月4日のECBの動向に大きく左右されるだろう。

国内の動向では10月1日の短観が重要となるだろう。企業のマンインドが急激に冷えるような事態にはなっていないかどうか、また9月3日の法人企業統計季報の設備投資のマイナスショックを払拭できるのか、2007年度の設備投資計画で堅調な動きが確認できるかどうかポイントだ。

● 金融市場：サブプライム問題で市場は疑心暗鬼、株安・金利低下・円高 (10年金利)

8月の動き

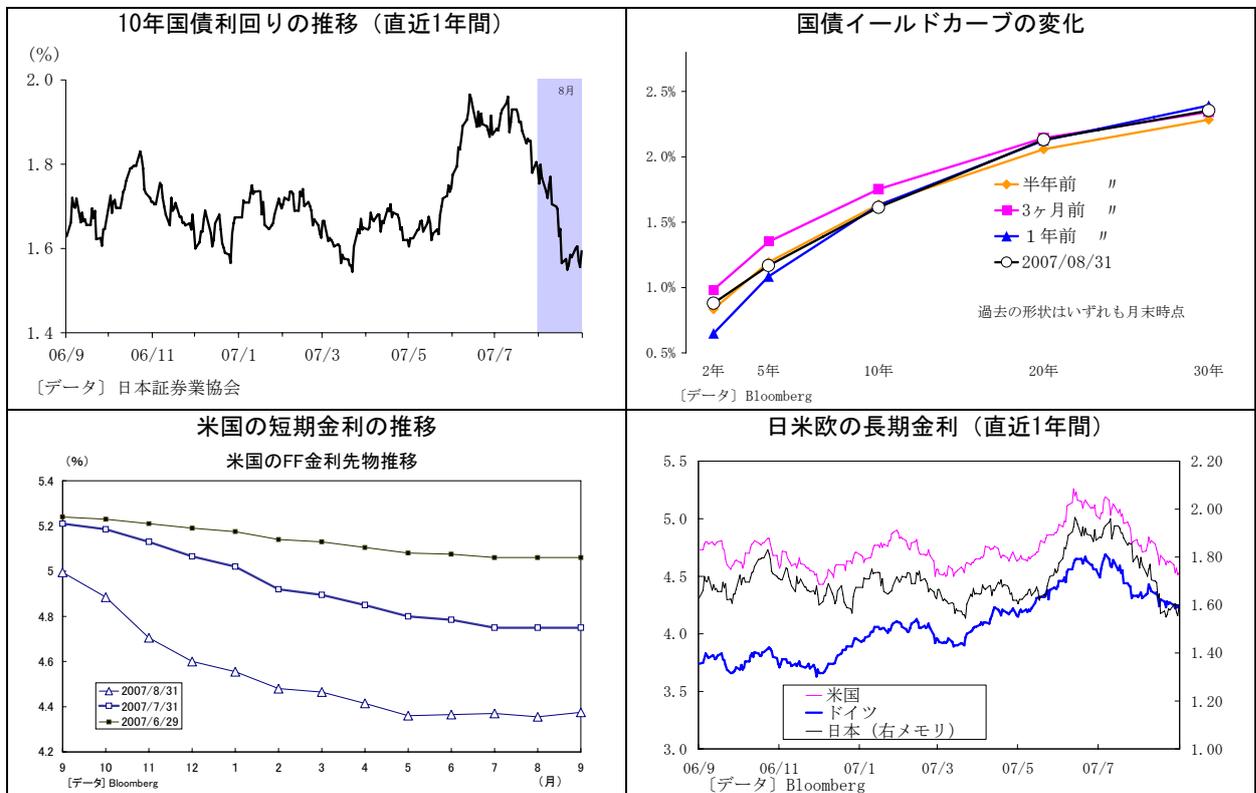
10年国債利回りは、月初1.7%後半でスタートし、月末1.5%台後半に。

7月下旬に続きサブプライム問題をテーマに金利低下が続く。3日、米雇用統計（7月分）が市場予想を下回り米長期金利が低下すると、1.7%半ばまで低下した。その後9日には一旦1.8%近辺まで上昇が、9日、欧州市場でBNPパリバのファンド凍結を受け、各国中央銀行が資金供給を行う展開になったが、株価下落、円高がとまらず17日には1.6%を割り込む。17日にはFRBが公定歩合0.5%引き下げを決定し、長期金利は1.5%前半まで低下。その後、23日に日銀政策決定会合で利上げが見送られたが、総裁会見で利上げに前向きな発言が行われ、株価が1万6千円を回復すると1.6%を上回る水準まで上昇となった。しかし、28日に米国市場で大幅な株安となると再び1.6%を割り込み、水野審議委員（30日）の講演が利上げ積極的から少しトーンダウンしたと受け取られ、さらに1.5%半ばまで低下した。31日の午後にブッシュ米大統領がサブプライム問題に政策発動を行うとの報道が流れ、株が大幅高となり金利が上昇し1.59%となった（図表9）。

当面の予想

当面、米長期金利の動きを受けて、低位での推移となるだろう。緩やかに上昇に動き出すのは、FRBの追加利下げ観測が遠のく年末にかけてで、その頃は、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、上昇ピッチも少し早まるだろう。

図表9 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118円後半からスタートし、月末116円前半に。

月初よりサブプライム問題からドル売りがやや優勢の展開の中、3日の米雇用統計（7月分）が市場予想を下回り117円台まで円高が進む。しかし9日のFOMCの声明文を受け、サブプライム問題への懸念が後退、8日の機械受注（6月分）が大幅な低下となると120円近辺まで円が売られる。しかし9日にBNPパリバのファンドが凍結となると117円後半まで円高が進む。その後も世界的な株価下落を受け、リスクポジションを手仕舞う動きから、16日には一時111円台となる。17日にFRBは公定歩合の引き下げを緊急に決定し、世界各国の株価が反発すると114円台でもみ合いが続く。その後株価が比較的安定した動きを示したことでドル買いの安心感から117円台に一時戻す。27日米中古住宅販売件数（7月分）が5ヶ月連続減少などを材料に29日には一時113円台となるが、株価が持ち直し月末は116円台前半に戻す（**図表10**）。

当面の予想

円ドルレートは、当面、ボラティリティーが引き続き高い展開を予想する。

ただし、サブプライム問題に対する情報が増え始め、市場の疑心暗鬼も徐々に減じる年末頃には、一旦ドルが買い戻される動きとなるだろう。その後は、来年初めには①国内景気の加速に伴い、日銀の利上げペース加速の予想が強まり、②08年の大統領選挙を控え再び米国の対外不均衡問題が市場でテーマとなり始めることもあり、緩やかな円高基調に転じると予想。

(ドルユーロレート)

8月の動き

ドルユーロレートは、月初1.36半ばでスタート、一時1.38台となるが、月末1.36台前半に。

2日のECB理事会後の会見でトリシェ総裁がインフレ・リスクへのスタンスを「強く警戒」に引き上げ、9月利上げに布石を打つ一方、3日の米国雇用統計が市場の予想を下回ると1.38前半までユーロが買い進まれる。しかし、9日のBNPパリバのファンド凍結でユーロが売られ続け、16日には1.34近辺となる。17日にFRBが緊急利下げを決定すると、ユーロ安に歯止めがかかる。さらに22日にトリシェ総裁がインフレに対する強い警戒感を示すとユーロが戻し24日には1.36台に。27日には8月2日の発言は市場の混乱の前の発言であると言及したことで市場の利上げ観測は後退しが、欧州株が堅調な推移を続けたことで、ユーロは1.36台での推移となった（**図表10**）。

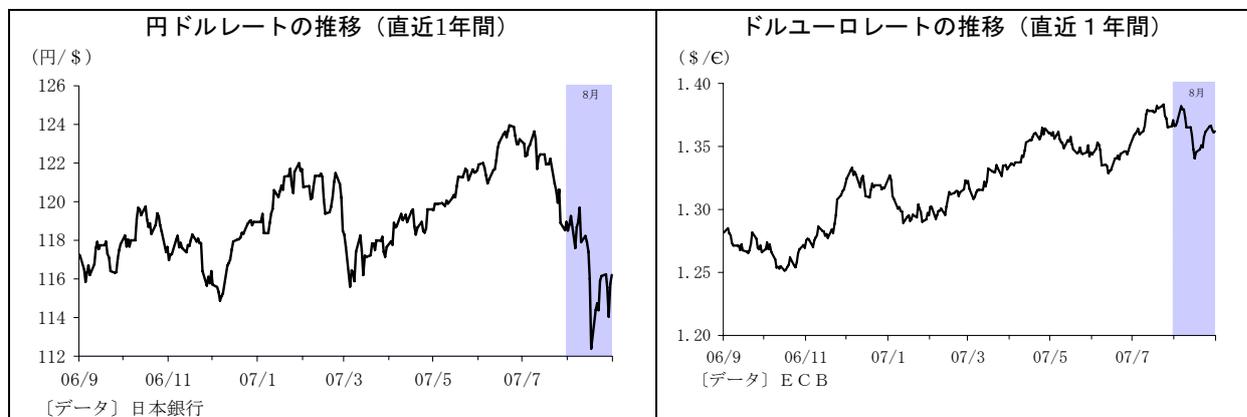
当面の予想

ドルユーロレートは、ユーロ圏での景気の上振れ、インフレ懸念が収まらず、追加利上げ期待感が払拭されにくく、ユーロが買われやすい地合は続こう。

年末頃にはユーロの追加利上げ観測が終息に伴いユーロ高トレンドは一服しよう。ただし、米国対外不均衡問題、各国の外貨準備のユーロへのシフトの流れは続く見込みで、ドルが切り返す

までにはいかずユーロが高値圏で推移することになるだろう。

図表10 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

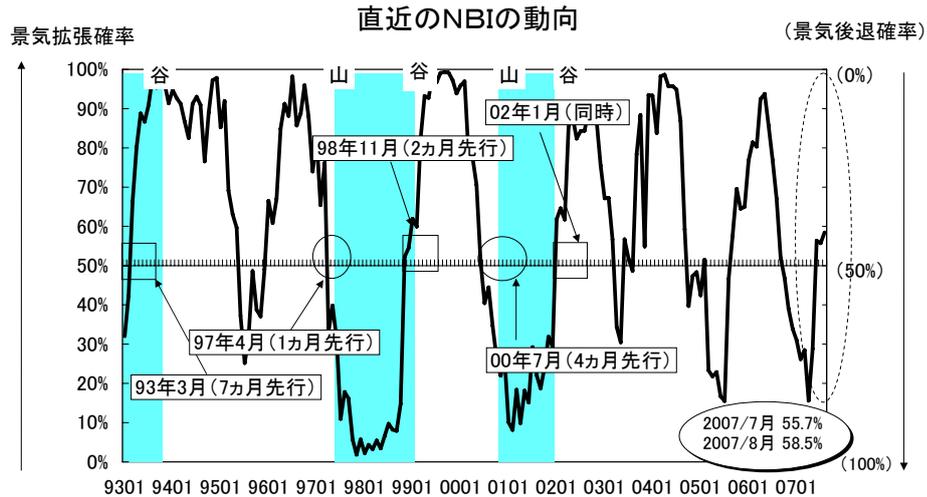


金利・為替予測表 (2007年9月7日現在)

		2007年			2008年		
		4-6	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	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75
	10年金利 (平均)	4.8	4.7	4.7	4.7	4.8	4.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5
円ドル	(平均)	121	117	117	117	115	115
ユーロ・ドル	(平均)	1.35	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
円・ユーロ	(平均)	163	160	162	162	158	158

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 : 55.7%、8月 (予測値) : 58.5%



(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。
 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。
 ③2007年7月までは実績値に基づく計測、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
06/9	52.0%	548,341	▲0.1%	49.8%
06/10	46.7%	555,291	1.3%	49.8%
06/11	39.0%	556,248	0.2%	50.0%
06/12	33.9%	553,684	▲0.5%	50.0%
07/1	31.0%	561,510	1.4%	49.9%
07/2	26.1%	560,935	▲0.1%	49.8%
07/3	28.5%	555,822	▲0.9%	48.6%
07/4	15.6%	559,054	0.6%	47.9%
07/5	28.8%	560,879	0.3%	47.2%
07/6	56.4%	560,593	▲0.1%	44.1%
07/7	55.7%	557,912	▲0.5%	46.8%
07/8 (予測値)	58.5%			47.9%
07/9				46.1%

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計にともない遡及改定(2006年1月)

(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2007年8月31日号を参照。
- 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)