

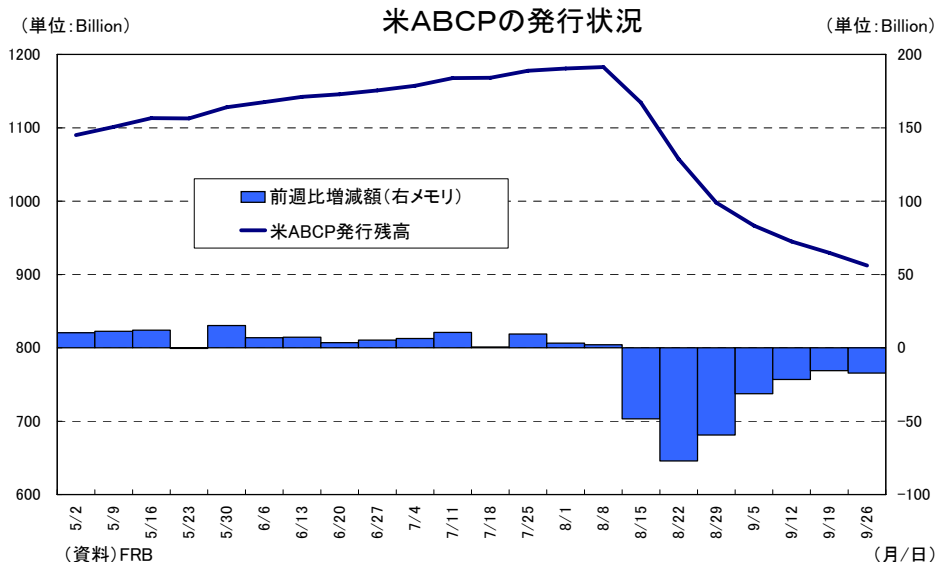
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（10月）～サブプライムの影響は現時点では限定的

1. （金融政策）欧米市場で市場の混乱がだいぶ落ち着いてきている。しかし今後も決算発表は続き、償還を迎えるABCPのロールが進まないなど市場が不安定化する可能性も十分ありえる。さらに実体経済悪化の見極めはこれからで、景気下振れリスクが高い状況に変わりはない。当面日銀の待ちの姿勢は続く。
2. 10月1日の9月調査短観は、国内景気回復ペースは鈍化しているが底堅い動きと判断できる内容。日銀は、10月31日公表の展望レポートで「緩やかな回復」のシナリオは維持できるとの判断になったと考えられる。
3. （長期金利）過度の悲観論がなくなり質への逃避が一巡したが、FRBが利下げ局面に入ったことで、米長期金利は横ばいにとどまり、日本の長期金利も当面低位安定となろう。
4. （為替）FRBの利下げ観測・景気下振れリスクが続くため、円高が意識されやすい展開が続こう。ただし、サブプライム問題に対する情報が増え、不確実な要因も減じらるう年末頃には一旦ドルが買い戻される動きとなるだろう。

CP発行残高の減少ペースも緩やかにはなりつつある



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）：サブプライムの影響は現時点では限定的 （市場の混乱がだいぶ落ち着いてきたが、景気下振れ懸念が強い状況に変わりなし）

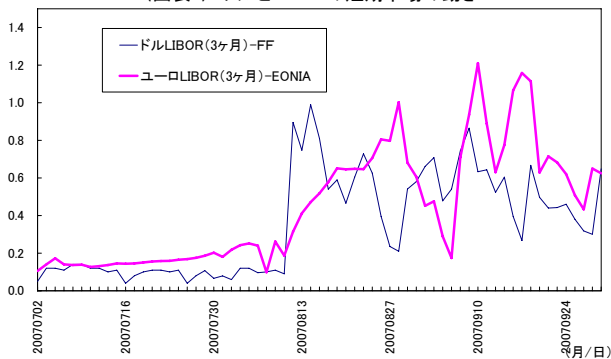
米ダウが10月1日に最高値を更新した。欧米の短期市場のスプレッド拡大も一服し（**図表1**）、CP発行残高の減少ペースに歯止めがかかりつつある（**図表2**）。欧米市場で市場の混乱がだいぶ落ち着いてきている。

市場で注目されていた米国の主要投資銀行4行の6-8月期決算は、3社が大幅な減益となった。その後、公表された7-9月期決算でも、米金融サービス最大手シティグループが約60%の大幅減益、スイスの金融大手UBSも最大8億スイスフラン（約800億円）の純損失の計上、ドイツ最大手ドイツ銀行も22億ユーロ（約3600億円）の損失を見込むとの内容となった。

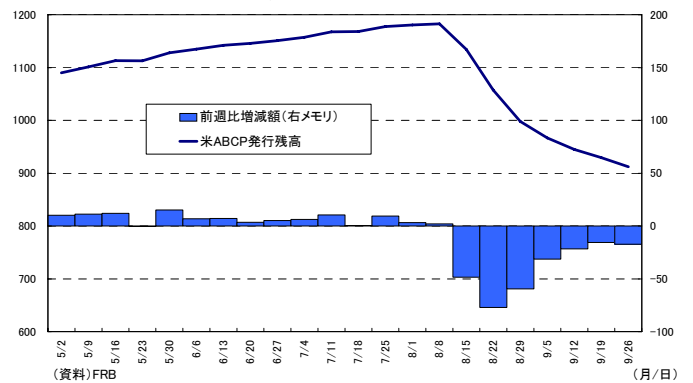
市場は、サブプライム損失の所在がはっきりした、また決算発表において翌期以降業績が回復との見方が示されたことを好感している。足元発表された米国の景気悪化を示す統計も、すべて10月以降の利下げ期待につながり、株高の要因として消化されている。

ただし、今後も決算発表は続き、償還を迎えるABCPのロールが進まないなど市場が不安定化する可能性も十分ありえる。さらに実体経済悪化の見極めはこれからで、景気下振れリスクが高い状況に変わりはない。

（図表1）ドルとユーロの短期市場の動き



（図表2）米ABCPの発行状況

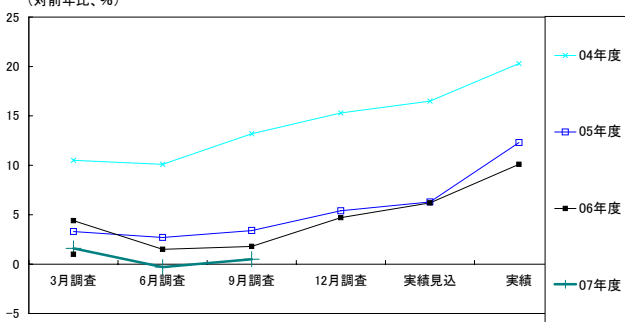


（9月短観調査：サブプライムの国内実体経済への影響は限定的、底堅い動き）

10月1日の9月調査日銀短観では、大企業製造業でプラス23と前回6月調査に比べ横ばい。一方、中小企業は原材料価格の上昇などが響き悪化した。ただ2007年度計画は、売上高が全規模・全産業で前年度比2.7%、経常利益が前年度比0.5%と増収増益見込み、設備投資（含む土地投資額）は、前年度比4.9%と前回調査から1.7%の上方修正とまますのり内容だった（**図表3, 4**）。懸念されていたサブプライムの問題は国内実体経済には大きな影響を与えておらず、現時点で国内景気は、回復ペースは鈍化しているが底堅い動きと判断できる。

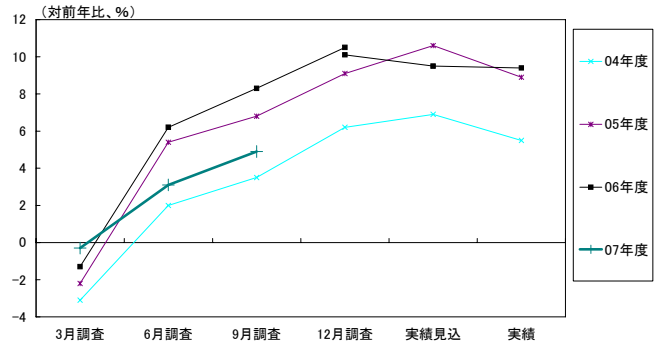
日銀は、今回の短観を受け4月の展望レポートの「緩やかな回復」のシナリオは維持できるとの判断になったと考えられる。

(図表3) 経常利益計画(全規模・全産業)



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表4) 設備投資計画(全規模・全産業)



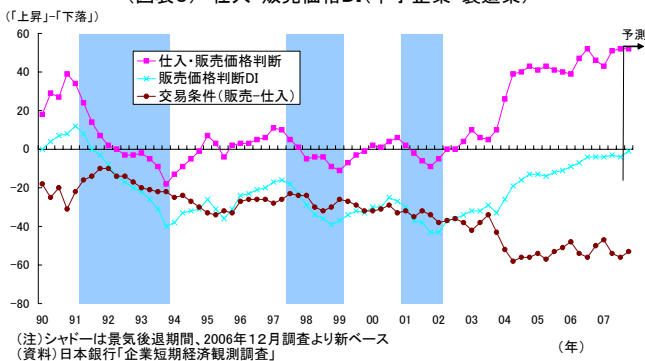
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(ただし、中小企業の動向は要注意)

9月27日、須田審議委員が公演・会見で、「中小企業の収益環境が全般的に厳しさを増しつつある」との認識を示している。審議委員の中でも中小企業の弱さについて先行き懸念・不安を感じ始めている委員もでてきているのだろう。

9月短観では大企業・製造業の取引条件は横ばいにとどまったが、中小企業・製造業では、仕入価格が上昇し(図表5)、販売価格に転嫁もできず、取引条件が悪化している。また2007年度経常収益計画では、大企業が上方修正する一方で、中小企業は下方修正となっている。これらの環境から、中小企業では例年に比べ設備投資の上方修正幅も限定的となり、大企業との業況判断格差はさらに拡大している(図表6)。中小企業の弱さは今後の景気動向において大きなポイントとなりそうだ。

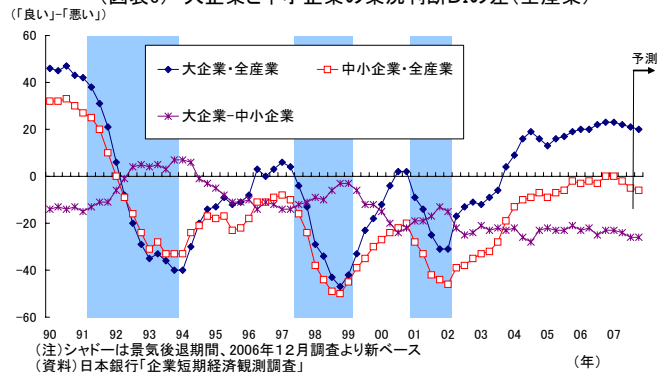
(図表5) 仕入・販売価格DI(中小企業・製造業)



(注)シャドーは景気後退期間、2006年12月調査より新ベース

(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表6) 大企業と中小企業の業況判断DIの差(全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、2006年12月調査より新ベース

(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(G7で米国経済の現状・先行き、ドル安・ユーロ高にどのようなメッセージがでくるか)

10月20日前後にワシントンG7会合が開かれ、サブプライムローン問題について市場安定化策、リスク管理のあり方などが議論される見通しだ。今回の会合では、各国が米国経済の現状・先行

きをどう見ているのか、ドル安・ユーロ高の動きに対してどのようなメッセージを市場に送るかが注目だろう。

おそらく米国経済については住宅市場を中心に調整が長引くとの見方が示されるが、先行きの楽観的なトーンもあわせて示されるだろう。

99年のユーロ発足以来最高値となるユーロについてEUからは、懸念・不満の声がでるだろう。ただし、足元のドル安がサブプライムローン、米国経済の先行き不安から生じており、市場混乱を最小限におさえるためにも、G7全体としては、ドルに大きく是正を求めるようなトーンでの発言はなく、市場に対して相当程度、穏便な言い回しに終始すると予想する。

2007年4月13日のワシントンで7カ国財務省・中央銀行総裁会議（G7）での声明文

● 世界経済

世界経済は、リスクは残存するが過去30年超で最も力強い持続的拡大を経験し、より均衡のとれたものに。米国経済は内需がより持続可能な成長径路へと緩やかになる一方、引き続き堅調。ユーロ圏経済は健全に上昇。英国は引き続き力強く成長し、カナダの成長は加速している。日本の景気回復は軌道に乗り、継続が見込まれる。我々は、こうした経済動向の意味するところが市場参加者に認識され、リスクの評価に織り込まれることを引き続き確信。

● 為替

我々は、為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきとの考え方を再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済成長にとって望ましくない。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力する。多額かつ増加する経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の実効為替レートが、必要な調整が進むように変動することが望ましい。

（展望レポートはメインシナリオ維持、米国リスク強調、IT在庫リスク低減）

10月31日に公表される展望レポートでは、メインシナリオは4月の「緩やかに拡大している。好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポがやや緩慢であるが、全体としてみれば、前回見通しに概ね沿って推移したとみられる。先行き2007年度から2008年度を展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるも、息の長い拡大を続けると予想

（図表7） 政策委員の大勢見通し（4月展望レポート）

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)
2007年度	2.0~2.1 <2.1>	0.7~0.8 <0.7>	0.0~+0.2 <0.1>
2008年度	2.0~2.3 <2.1>	0.8~1.0 <1.0>	0.4~0.6 <0.5>

ニッセイ基礎研究所の経済見通し（9月11日時点）

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	1.7	1.7	0.1
2008年度	1.9	▲0.2	0.4

される」と同様の内容が維持されると予想される。

今回の変更点は、4-6月期の成長率がマイナスとなったことから2007年度の予測数値が下方修正（さらに建築基準法の改正の影響を考慮して、07年下方、08年上方修正の可能性もあり）、下振れ要因で海外経済の動向はマイナス表現が強められる、逆にIT在庫調節に対するリスク認識が弱められる、などだろう。

注目されるCPIの予測数値だが、ほぼ前回通りの数値となり、緩やかに上昇とのシナリオは維持されるだろう。ただし、日銀にとっては心配な材料がでてきている。10-12月にもコアCPIはプラスなるとの見方が強まっていたが、足元携帯電話各社による通話料金の値下げで、昨年夏の基準改定時（CPIショック）のようにCPIが大きく下方に動く可能性がでてきている。現時点では、統計への値下げの反映の仕方や時期などは不明だが今後、要注意だ。

● **金融市場：ドル安が進み対ユーロでは発足以来初めてとなる1.42台に**
(10年金利)

9月の動き

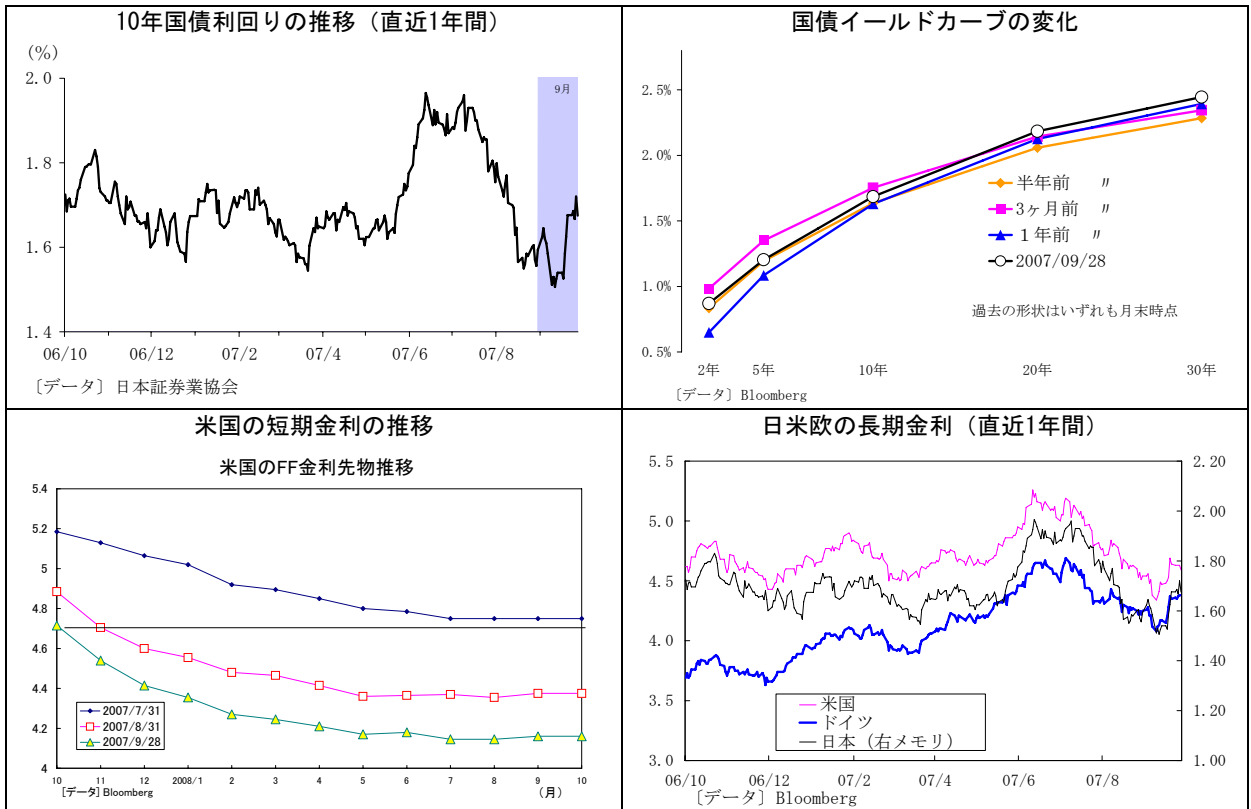
10年国債利回りは、月初1.6%前半でスタートし、月中1.5%まで低下するが月末1.6%台後半に。

月初は8月31日に米国で発表されたサブプライムローン借手救済策を好感し、1.6%半ばまで上昇したが、7日の米国雇用統計（8月分）が前月比で4年ぶりにマイナスとなると、10日には量的金融緩和解除前の水準となる1.5%に低下。その後11日の機械受注（6月分）が大幅増、米株価が続伸し、12日には1.5%台半ばまで戻す。12日に安倍首相が辞意を表明すると再び1.5%台前半へ。その後各国の株価が堅調な動きとなると1.5%半ばとなり、18日のFOMCで市場予想を上回る0.5%の利下げが実施され、世界の株価が急反発を見せたことで1.6%台に。20日には前日米長期金利が原油高を受けインフレ懸念が高まったことで4.6%台に乗せ、27日に須田審議委員が利上げについて「ある程度早めに」と発言すると1.72%に。月末は米国長期金利の落ち着きもあり1.6%後半で終わる（図表8）。

当面の予想

過度の悲観論がなくなり質への逃避が一巡したが、FRBが利下げ局面に入ったことで、米長期金利は横ばいにとどまり、日本の長期金利も連動し当面低位安定となろう。その後、FRBの追加利下げ観測が遠のく年明け以降、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、国内長期金利の上昇ピッチも早まるだろう。

図表8 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116円近辺からスタートし、月末115円に。

月初、8月末のサブプライムローン借手救済策を好感しドルが買われる場面もあったが、5日米中古住宅販売成約指数（7月分）が悪化し、FRBの利下げ期待が高まり円高が進む。7日、米雇用統計（8月分）が前月比でマイナスとなると113円台に。12日安倍首相の辞意表明で政局不透明などから円が売られ14日には115円台となる。18日のFOMCで0.5%の利下げが行われると、一旦は円高が進んだが、各国の株価が急反発し116円台前半に。20日にバーナンキが利下げの準備があるとの発言を行うと、21日には再び114円台に。その後米消費者信頼感指数（9月分）、中古住宅販売件数（9月分）が悪化し、10月FOMCでの利下げを織り込む動きとなり114円割れ寸前まで円高が進む。月末は各国で株価が堅調な動きとなり115円までドルが戻した（**図表9**）。

当面の予想

当面、FRBの利下げ観測・景気下振れリスクが続くため、円高が意識されやすい展開が続こう。ただし、サブプライム問題に対する情報が増え始め、不確実な要因も減じらるだろう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、08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)

9月の動き

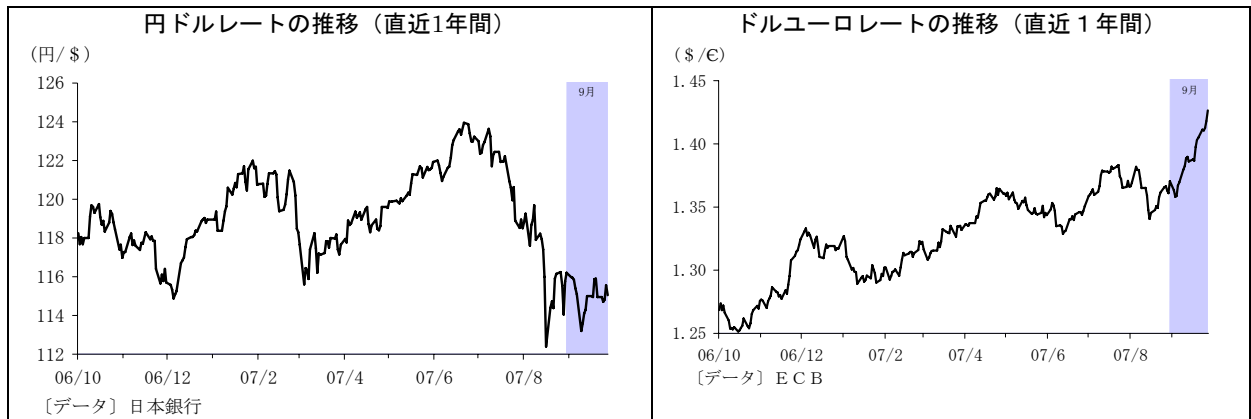
ドルユーロレートは、月初1.36台前半でスタート、月末にはユーロ発足以来初の1.42台に。

月初から、ECBの利上げ見送り観測が強まりユーロが売られ1.35台に。しかし6日にECBは金利据え置きを決定したがトリシェ総裁がインフレ懸念を強調したことで1.36台半ばに戻す。7日の米雇用統計の悪化、ユーロでは11日にトリシェ総裁が利上げの可能性を示唆すると1.39台となる。18日のFRBの利下げ、20日にバーナンキが追加利下げの準備があるとの発言を行うと、21日には1.41台に。その後も米国統計の悪化が続き10月にFRB利下げ観測が高まり月末には99年のユーロ発足以来初めてとなる1.42台となった（**図表9**）。

当面の予想

当面、FRBの利下げ観測・景気下振れリスクが続くため、ユーロ高のトレンドは続こう。ただし年明け以降、米国の追加利下げ期待も減じドルが買い戻される動きも出ようが、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わずユーロが高値圏で推移することになるだろう。

図表9 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

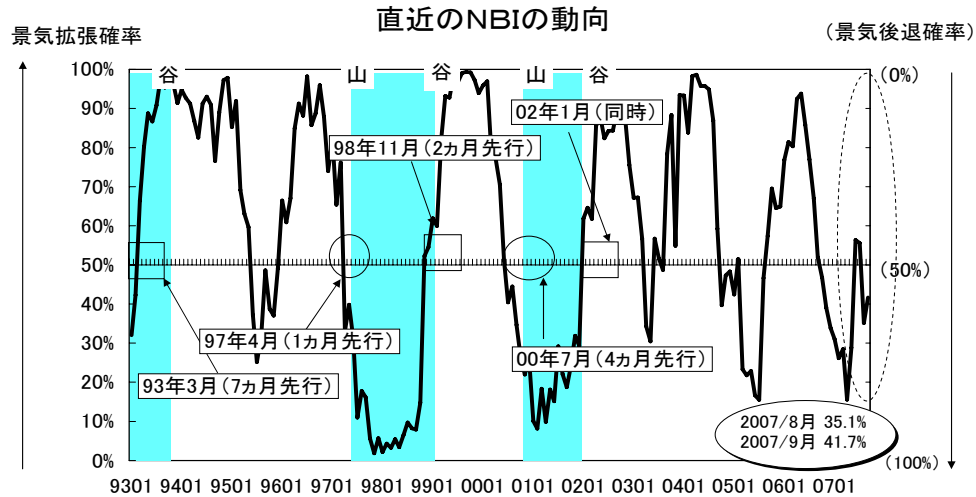


金利・為替予測表 (2007年10月4日現在)

		2007年		2008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	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
アメリカ	FFレート (期末)	4.75	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5
円ドル	(平均)	118	115	115	113	113
ユーロ・ドル	(平均)	1.38	1.42	1.43	1.43	1.43
円・ユーロ	(平均)	163	163	164	162	162

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 : 35.1%、9月 (予測値) : 41.7%



(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(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
③2007年8月までは実績値に基づく計測、9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) 水準	月次GDP		為替インデックス 水準
		水準(10億円)	前期比	
06/10	46.7%	555,280	1.3%	49.8%
06/11	39.0%	556,244	0.2%	50.0%
06/12	33.9%	553,685	▲0.5%	50.0%
07/1	31.0%	561,237	1.4%	49.9%
07/2	26.1%	560,649	▲0.1%	49.8%
07/3	28.5%	555,505	▲0.9%	48.6%
07/4	15.6%	556,419	0.2%	47.9%
07/5	28.8%	558,328	0.3%	47.2%
07/6	56.4%	557,454	▲0.2%	43.9%
07/7	55.6%	556,296	▲0.2%	46.6%
07/8	35.1%	560,502	0.8%	47.6%
07/9 (予測値)	41.7%			46.1%
07/10				43.7%

(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9月21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)