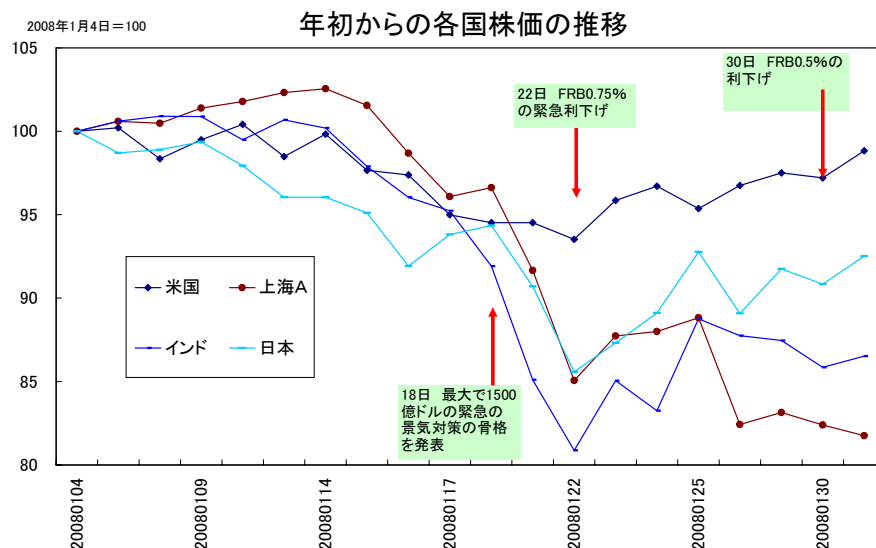


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（2月）～金融財政政策動員でも払拭されない不安

1. 世界同時株安のパニックを止めるべく1月に入り米国では金融財政政策が総動員された。株価下落の悪循環を一時的に止める効果はあったが、米国景気後退懸念・金融不安を払拭するには至らなかった。ネガティブショックで株価が再び下落となる可能性は引き続き高い。
2. （金融政策）筆者は、当面日銀の現状維持を予想する。ただ国内景気・企業業績のネックになっている為替動向しだいで利下げとなる可能性も高まっている。利下げの是非とは別に緩和策としてどのようなことが可能なのか、利下げの先に再び量的金融緩和策をとるのかどうか、など頭の体操はかなり進んでいるはずだ。
3. 福井総裁最後の参加となるG 7が2月8-10日に東京で行われる。前回（07年10月）に比べて明らかに経済・金融の状況が悪化しており、協調の姿勢を市場に示す必要性は高まっているが、「手詰まり感」「協調の姿勢がそれほどなし」と悲観的な評価となりそうだ。
4. （長期金利）各国経済とも下振れリスクが高く、各国金融政策は利下げまたは様子見の展開。日銀の利下げの可能性も高まりつつあり、長期金利の低位は長期化へ。
5. （為替）米国の減速は避けられず、米FRBの追加利下げが継続する公算大でドル安圧力は引き続き高い。市場にネガティブショックが起こると世界的な株安の中で突発的な円高進展の可能性が高い。



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・為替市場の動き>

● 金融財政政策動員でも払拭されない不安

(マクロ統計の悪化継続の公算大、もう一段の下落リスク)

世界同時株安のパニックを止めるべく 1 月に入り米国では金融財政政策が総動員された。ブッシュ米大統領は 18 日、1500 億ドルの緊急景気対策の骨格を発表。また FRB は 22 日の 0.75% の緊急利下げ、30 日も 0.5% の利下げと 1 ヶ月で 1.25% と異例の利下げを実施した (図表 1)。

これらは世界的な株価下落の悪循環を一時的に止める効果はあったが、米国景気後退懸念・金融不安を払拭するには至らなかった。

今後を展望すれば FRB は実質ゼロ金利程度まで利下げを実施してくる可能性が高い。財政政策は、ブッシュが予算教書で述べたように最大 1500 億ドルの対策をいかに早期に成立させるかということが焦点となりそうだ。

しかし、市場ではすでに年内 2% 台までの追加利下げを織り込み済み。また減税額上積みは貯蓄に回るだけの批判的な見方が強い。FRB による流動性

確保や金融緩和、政府による減税策では、サブプライムローン問題の解決にはつながらず、景気後退は食い止められない、と市場の見方は冷ややかだ。

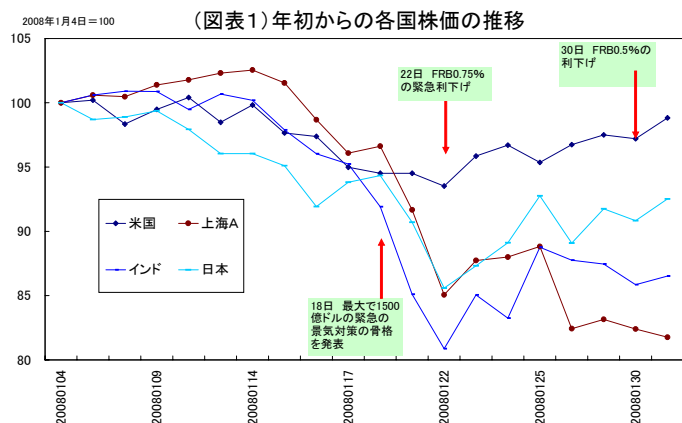
米国の景気後退リスクが払拭できにくい環境の中、マクロ統計は米国の景気後退を示すものが相次ぐ公算大。歴史的低調を続ける住宅関係に、家計・企業のマインド悪化、さらには GDP の 7 割を占める個人消費を揺るがす雇用所得関連の悪化が示されそうだ。

また今後本格化する欧州金融機関決算もネガティブな内容となる可能性も高い。足元ではデカップリング論の頼みの綱のアジア株が重い動きを続けており、米国経済後退不安を増幅させる材料には事欠かない。何かのショックで株価が再び下落トレンドとなる可能性は引き続き高いといえる。

(日本株は円高でさらに下落増幅、株式買いへのきっかけは?)

世界株安の流れが止まらなるとすれば、①円高への懸念、②サブプライムの影響を受ける前から日本経済はスローダウンしていた、③ねじれ国会など政治の混迷で中長期の日本経済・金融市場に対する魅力低下など、日本オリジナルの問題がさらに日本株売りに拍車をかけそうだ。

日本が 90 年代「Too little, too late」と批判されたようなことが、米国で繰り返されることなくサブプライムローン問題の本質にメスをいれるような対策 (筆者は、例えば、サブプライムロ



ン関係債券の買取など、積極的な公的資金の活用が市場の見方を変えるひとつのきっかけになると見ている)が早急に打たれ市場の不安が減じるということを祈るしかない、といった状況に日本は追い込まれている。日本の経済金融、株価は、国内問題の克服も大事だが、外的環境にも大きく影響される状態が当面続きそうだ。

●金融政策（日銀ウォッチ）：福井総裁最後のG7、協調が演出できるか (メインシナリオは当面据え置き、利下げの鍵は円高)

日銀の利上げトーンが完全に消滅した。福井総裁は1月22日記者会見で「経済金融情勢が、先行きを判断する上で極めて微妙な局面に差し掛かっている」と警戒感も示し先行きの利下げのニュアンスも出し始めた。市場では22日の福井総裁の会見を受け夏場に利下げに向かうとの見方がいっそう強まっている。

現状の日銀のスタンスは、利下げをまったく考えていないということではなく、利下げに追い込まれるような局面にならないでほしいというのが本音だろう。

筆者は新興国向け輸出が堅調で、日銀は好循環シナリオが崩れていないとの認識を示し、現状維持が続くと予想している。31日講演を行った西村審議委員も日本経済について「減速感はある」としたものの「景気を動かす基本的なメカニズムに足元で大きな変化は見られない」との認識を示している。

ただ国内景気、企業業績のネックになっている為替動向(100円を切るといった円高が進行)しだいでは、利下げに動く可能性も高まると見ている。

円高が進んでいる局面では、株価の一段の下落が同時に起こっている可能性が高く、欧米当局の緩和姿勢が強まっており、協調の点からも日銀だけが現状維持で踏ん張れないだろう。

(利下げの頭の体操：金利下げの先に量的金融緩和か)

執行部では緩和策としてどのようなことが可能なのか、利下げの先に再び量的金融緩和策をとるのかどうか、など頭の体操はかなり進んでいるはずだ。

利下げとなった場合、数回の緩和が続く可能性もあり金利を1-2回下げればゼロ金利となってしまう、その先は再び量的金融緩和となる。量的金融緩和解除→ゼロ金利→ゼロ金利脱出に大きなエネルギーを使った日銀としては、できるだけ政策金利(無担保コールレート)をゼロにもっていくようなことは回避したいところだろう。

その場合、追加的な緩和策として①ロンバート金利引下げ、②時間軸政策の導入、③非伝統的な政策、またはこれらのミックスなどが候補として挙げられるが、

- ① 現在ロンバート金利は0.75%、引き下げの余地は少ない。さらに各国の緩和姿勢に協調するという点では、市場に対する緩和メッセージというインパクトは無担保コールレートより弱い。
- ② 時間軸政策導入となった場合、何にコミットするのが問題となる。2000年代前半の様にデフレが問題であればコアCPIがゼロというコミットメントは意義をなす。今ならば「物価安定の理解」で示された0-2%の中央値の1%か?原油価格の高騰で簡単につけてしまう可能性もある。原油などを除いたコアコアCPI

I をターゲットというのもわかりにくい

- ③ たとえば ABCP オペ増額、株式購入や現在 1.2 兆円やっている国債買入の増額などが候補になろうが、ロンバートの引き下げ同様に「緩和策」としてのメッセージは弱い。

どの政策も景気の落ち込み、景気の混乱の状況などによってかなり選択の幅は変わってこようが、いずれにせよ緩和余地・政策が少ないだけに、日銀にとっては頭の痛い選択だ。

(福井総裁最後の G 7 : 協調を演出できるかだが、失望の可能性が高い)

福井総裁最後の参加となる G 7 が 2 月 8-10 日に東京で行われる。

前回 G 7 (07 年 10 月) に比べて明らかに経済・金融の状況が悪化しており各国の協調の姿勢を市場に示す必要性は高まっている。しかし、前回同様、G 7 の市場評価は「手詰まり感」「協調の姿勢がそれほどなし」と悲観的なものとなりそうだ。

米国経済の認識としては足元の低迷は継続との認識が示される一方で、景気後退にはならず世界経済も新興国の強さである程度の成長が可能とのトーンとなるはず (図表 2)。

また前回同様、サブプライム問題に対しての具体策は、金融機関のリスク管理、証券化商品の評価方法、格付機関の役割、金融機関に対する監督体制の分野で十分な連携が必要との認識で一致するだろうが、具体策は再び先送りされることになるのではないか。

(図表 2) 世界経済についての声明文

前回 (2007 年 10 月 ワシントン)	前々回 (2007 年 4 月 ワシントン)
世界の経済成長は、力強い成長が 5 年目に入っている。最近の金融市場の混乱、原油価格の高騰、米国の住宅部門の弱さは、成長を減速させるだろうが、我々の経済全体のファンダメンタルズは引き続き強力であり、新興市場国も、世界経済の強さに重要な刺激を与える。	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。

日本にとって今回の G 7 で、各国がドル安についてどのようなトーンを出すのか、さらに声明で中国・元への批判的な見解がどう変化するのか、日本の介入の可能性を探るという点で注目だ。

10 月のワシントン G7 では、共同声明分の中に「人民元の実効為替レートのより早いペースでの増価を許容することが必要」と中国のみを取り上げ、さらなる切り上げを望むとの強い姿勢を示している。このトーンが弱まらないと中国と日本では状況は異なるにせよ人為的な為替操作に否定的な見解を出した主要国・日本がなぜ介入を行うのかという中国などからの批判は免れず介入実施のハードルは高いままだ (図表 3)。

(図表 3) 為替についての声明文

前回 (2007 年 10 月 ワシントン)	前々回 (2007 年 4 月 ワシントン)
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。 我々は、人民元の柔軟性を向上させるとの中国の方針を歓迎しているが、経常収支黒字が増加し、国内インフレが上昇していることに鑑みれば、人民元の実効為替レートのより早いペースでの増価を許容することが必要と強調する	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。

● 金融市場（1月）：日銀の利下げを織り込み、長期金利は一時1.3%前半 （10年金利）

1月の動き

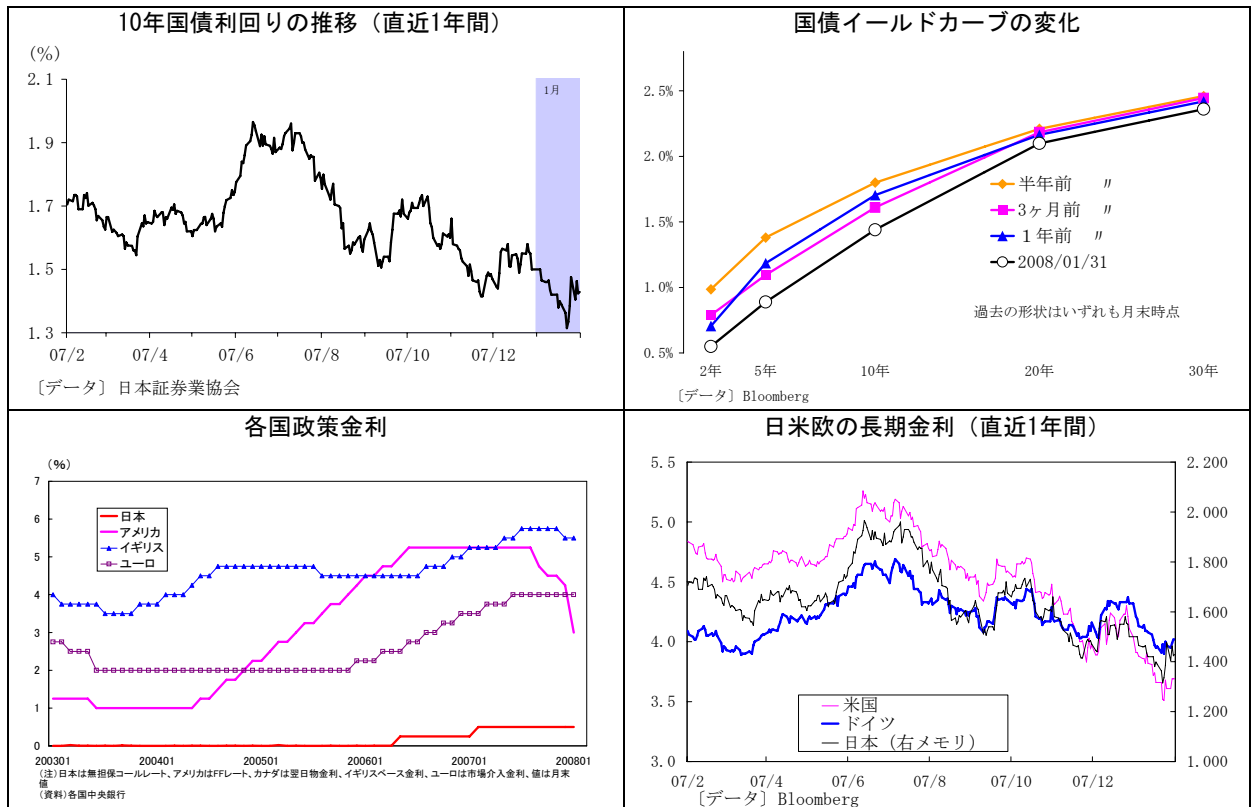
10年国債利回りは、月初1.4%後半でスタートし、一時1.3%前半となるが月末1.4%前半に。

月初より米国の経済指標の悪化を受け、米国経済の後退リスクが意識される中、国内では10日に武藤副総裁が国内景気の先行きが減速と言及、さらに同10日にバーナンキFRB議長が大幅利下げを示唆したことで1.42%まで低下した。その後株価が大きく下落し16日には1.3%台に。18日に米景気刺激策が発表されたが世界的な株価下落が進み22日には1.31%まで低下。22日のFRBの緊急利下げや23日のモノライン救済策の報道により株価が反発し、25日には日本の12月分コアCPIが前年比0.7%となると1.4%後半まで上昇した。その後株価に左右されながらも1.4%前半での推移が続いた（図表4）。

当面の予想

各国経済とも下振れリスクが高く、各国金融政策は利下げまたは様子見の展開。日銀の利下げの可能性も高まりつつあり、長期金利の低位は長期化へ。国内の実体経済が今一段悪化すればさらに金利低下をトライすることになるだろう。

図表4 金利関係図表



(円ドルレート)

1月の動き

円ドルレートは、月初109円前半からスタートし、一時104円台をつけるが月末106円半ばに。

月初より米国ISM、雇用統計の悪化を受け、米国経済の後退リスクが意識されドル安が進む。その後もバーナンキFRB議長が大幅利下げを示唆（10日）、大手金融機関が追加損失を発表するなどドル安材料が続いたが、日本でも景気下振れリスクが高まり109円をはさんだ展開となった。15日に米小売売上高（12月）が前月比マイナスとなると107円台に。17日バーナンキFRB議長の発言を受け、大幅な利下げ確実との見方から106円台に。18日に大統領から緊急対策が発表されたが、世界的な株安が進み、22日には一時104円台までドルが売られる。22日のFRBの緊急利下げで世界的な株価下落に歯止めがかかるとドルが買い戻され23日107円台となる。その後、29,30日のFOMCや急減速となった米10-12月GDPなどの材料はあったが106円後半での推移が続いた（図表5）。

当面の予想

米国の減速は避けられず、米FRBの追加利下げが継続する公算大でドル安圧力は引き続き高い。市場にネガティブショックが起これると世界的な株安の中で突発的な円高進展の可能性が高い。

(ドルユーロレート)

1月の動き

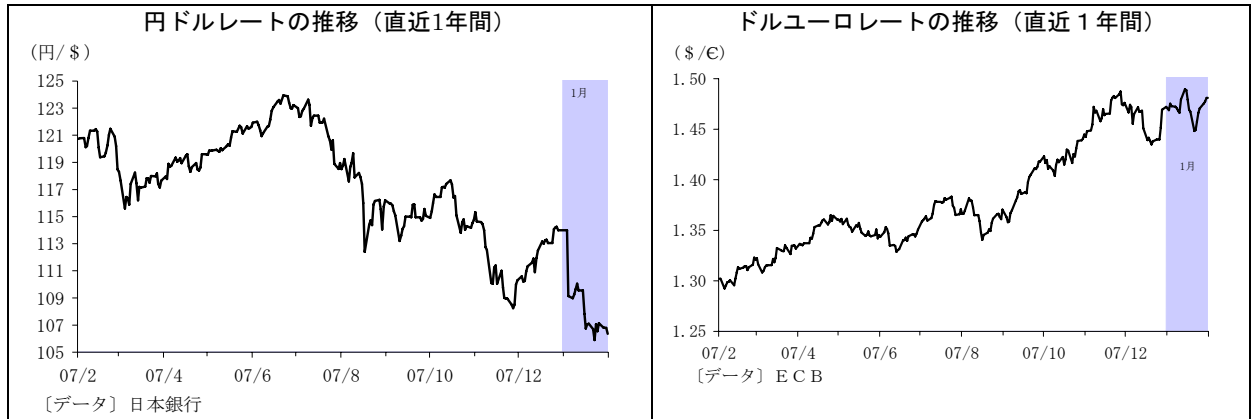
ドルユーロレートは、月初1.47近辺でスタート、月末には1.48半ばに。

月初より米国経済の後退リスクが意識されドル安が進む。その後米国で利下げ観測がでたことで株価が戻したことを好感し、一時ドルが買い戻されたが、10日のECB理事会でトルシェ総裁がインフレにあらためて警戒感を示したことで再びユーロが買い進まれ1.49近辺となる。その後ユーロ圏で弱めの統計が発表され、ユーロ圏経済にサブプライムの影響が出るとの見方からドルが買い戻される展開になり、21日には1.45割れの水準となる。22日FRBの緊急利下げなどから株価が落ち着きを取り戻しユーロの買い戻しが入る。さらに米国モノラインへの不安が高まりドルが売られ、月末には1.48台となった（図表5）。

当面の予想

ユーロ圏の先行き経済に対する下振れリスクが意識され、ECBの利上げ観測は大きく後退している。このため一本調子のユーロ高相場の可能性は低下したが、欧米の相対では米国経済の下振れ・米FRBの追加利下げ幅が大きいことから、ユーロの高値圏での推移は続こう。

図表5 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1月31日現在)

		2007年	2008年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (平均)	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
アメリカ	FFレート (期末)	4.25	2.75	2.5	2.5	2.5
	10年金利 (平均)	4.3	3.6	3.7	3.9	4.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年金利 (平均)	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0
円ドル	(平均)	113	107	105	105	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.45	1.49	1.50	1.48	1.48
円・ユーロ	(平均)	164	159	158	155	155

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)