

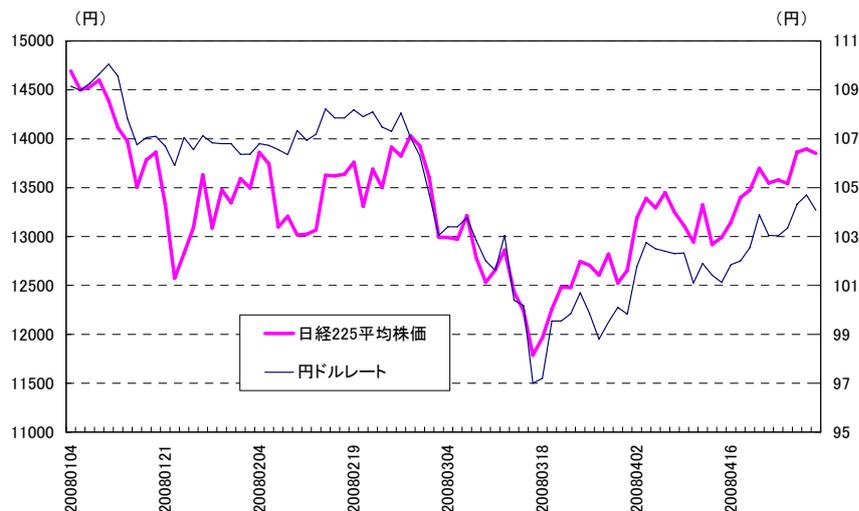
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（5月）～市場の潮目は変わったのか？

1. ベアスターンズの救済をきっかけに市場の信用不安は大きく後退している。市場では先行き楽観的な見方もでてきているが、筆者は夏場にかけて慎重な見通しを維持している。それは市場の関心が、信用不安から今後は景気悪化にシフトし、その過程で景気悪化が現実のものとなる中で、先行き不安が高まりそれを織り込まざるを得なくなると見込むからだ。
2. （金融政策）白川総裁はじめての展望レポートが4月30日に公表された。金融政策運営について、「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、従来の金利正常化から「中立姿勢」への変更を明確に打ち出した。
3. （長期金利）世界的に経済は右肩下がりであり、下振れリスクが高い状況に変化はない。日本経済も景気足踏みから後退リスクが高い状況にある。FRBは明確な利下げ打ち止め感を示さず、日銀も展望レポートで金利正常化路線から中立姿勢に変更しており、金利上昇が継続する状況にはない。
4. （為替）足元、信用不安が後退しドルが戻しているが、今後米国経済の悪化に伴い、米国利下げ観測も再び高まり、ドル安圧力が高まるだろう。ドルが持ち直すのは、米国経済の悪化が緩やかに止まる年後半以降となるだろう。

信用不安が後退し、市場では株高、ドルが買い戻される



主任研究員 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＞

●市場の潮目は変わったのか？

ベアスターンズの救済をきっかけに市場の信用不安は大きく後退している。日経平均株価は14000円台をつけ、円ドルレートは104円台に戻した（表紙図表）。

市場では先行き楽観的な見方もでていますが、筆者は夏場にかけて慎重な見通しを維持している。

それは市場の関心が、信用不安から今後は景気悪化にシフトし、その過程で景気悪化が現実のものとなる中で、先行き不安が高まりそれを織り込まざるを得なくなると見ているからだ。

（米国経済：実体経済は右肩下がり）

米金融システムの3月危機は乗り切った形になっているが、米国経済は明らかに右肩下がりの状況だ。

30日公表の米1-3月GDPは前期比年率で0.6%と07年10-12月に続いて低い伸びにとどまった。年明け以降景気後退という見方が強かったことからすれば、それほど悲観的なものではないとの見方もできそうだが、内容はかなり悪い。

消費、設備、住宅といった内需は総崩れ、在庫とドル安による外需がプラスに押し上げているという構図だ。在庫を除けばマイナス成長となっている。

足元発表された企業決算も海外で稼げるグローバル企業は、そこそこの決算を示しているが、国内産業は悪く、明暗が分かれている。

（下げ止まらない住宅価格、雇用環境の悪化は始まったばかり）

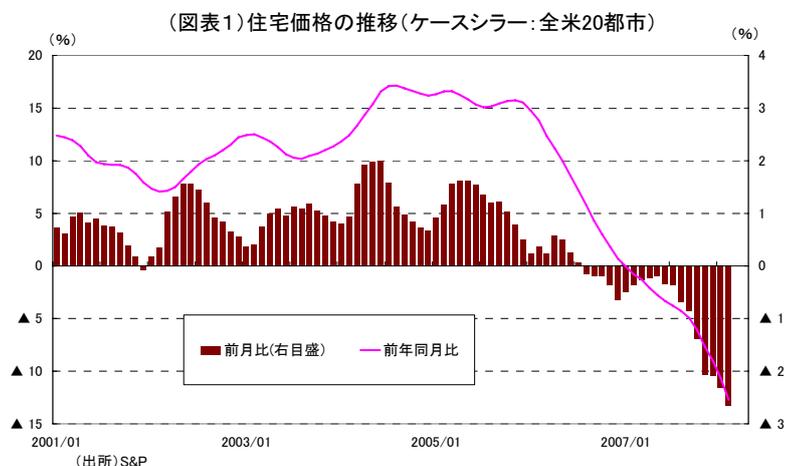
米国経済は下期から景気が緩やかに回復するとの見方が多いが、現状では上振れリスクよりは圧倒的に下振れリスクが高い。

下振れるとすれば、消費が底割れするといった事態だろう。

今後過去の金融緩和、5月以降の減税策の効果は期待できるものの、住宅価格の下落による逆資産効果、雇用所得環境の悪化、ガソリン価格、食料品などの高騰といった悪材料が山積している。

住宅価格の下落はまだ始まったばかりで、市場でよく言われるようにあと10%くらい下落で止まるのかどうか、かなり不透明だ（図表1）。

また雇用の悪化は、例えば直近の後

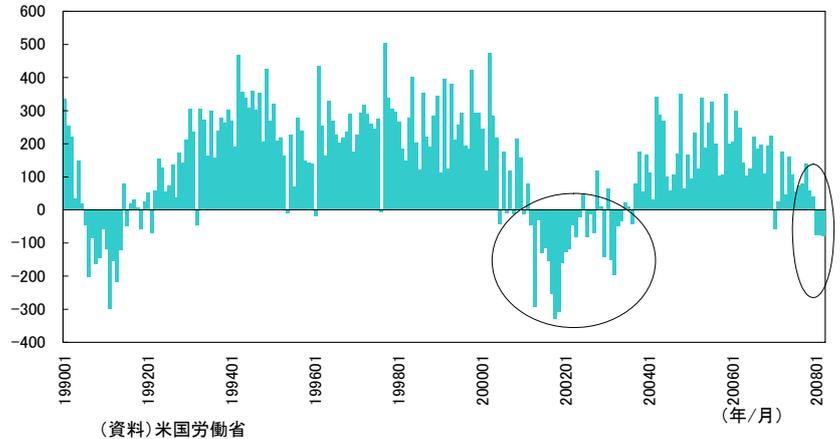


退局面である2001年頃には2年以上減少が継続している。足元雇用減は始まったばかりである（1月分からマイナス）（図表2）。

30日FRBが0.25%の利下げを実施し、発表した声明は、前回まであった「成長の下振れリスクはなお残る」との表現を削除、市場では金融緩和は休止すると観測も広がった。しかし今後重要統計が大きく悪化すれば状況は一変し再び利下げの可能性は高まるだろう。

下期の回復シナリオが実現するかどうかの判断には、まだ時間がかかると見ている。

(千円) (図表2) 非農業部門雇用者数増減(前月比)



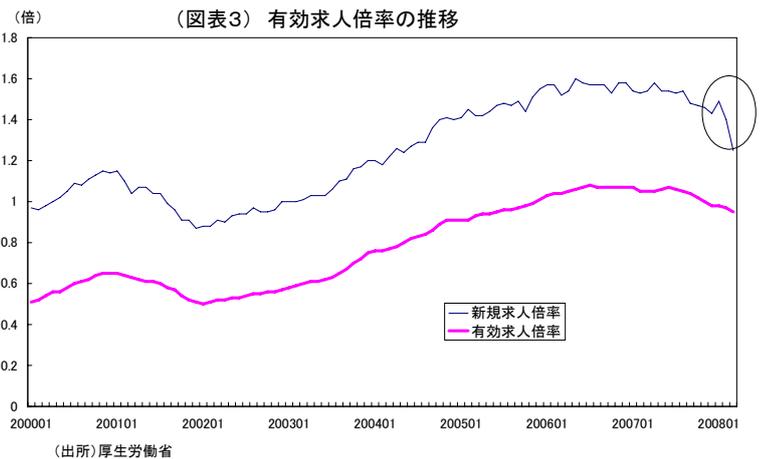
(日本経済：先行き下向き圧力が強い)

日本の成長率は1-3月も年率3%超えの高い成長となる見込みだ。外需が大きく成長を押し上げ今まで景気の足を引っ張っていた住宅投資の悪化が足元止まってきたことで、前期比で高い伸びを示す見込み。

ただし、景気サイクル的にはGDPの高成長とは逆に、下を向きつつある。景気サイクルと連動する生産の動きを見ると1-3月期は4四半期ぶりにマイナスとなっている。先行きについても生産全体への先行性を示す電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスが悪化し始めており、4-6月期も弱めの動きが予想される。

また雇用面でも懸念材料が出てきている。賃金がなかなか伸びない中、雇用者数が2ヶ月連続で減少、有効求人倍率も頭打ちの状況にある。さらに有効求人倍率の先行指標である新規求人倍率は3月分1.25倍と、前月から0.15ポイントの急低下となっている、雇用の先行きの悪化を示している（図表3）。

(図表3) 有効求人倍率の推移



日本の景気ベクトルを左右するのは輸出動向だろう。とくに新興国向けの数量がどれくらい伸びるかにかかっているといい。

米国経済が1-3月に続き、4-6月も低成長となる可能性は高く、直接的な米国向け輸出もさることながら、新興国からの米国向けも減少し時間の経過とともに、日本からの新興国向け輸出も弱まることが予想される。

(下期回復の姿が見えるまで、慎重な見方)

金融市場の潮目が変わるとすれば、「米国、日本経済とも下期の回復の姿が見えてきた」場合だろう。

当研究所では日米とも来年にかけて成長率が高まるとの見方をとっている。しかしそのシナリオの蓋然性が高まるには、これからの経済悪化の中を通り抜けなくてはならず、先を動く金融市場であっても、夏場にかけていったんは景気悪化懸念を織り込む展開になると予想している。

●金融政策（日銀ウォッチ）：金利正常化から中立姿勢へ

白川総裁はじめての展望レポートが4月30日に公表された。

今回の展望レポートは、景気判断の下方修正、下振れリスクの強調を行うとともに、金融政策運営について、10月の展望レポートでの「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」から、今回は「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適

当ではない」とし、従来の金利正常化から「中立姿勢」への変更を明確に打ち出した。

現在の環境では利上げはほぼ不可能に近く、やっと現実に沿った状況に修正されたとも言えそうだ。

筆者は当面金利据え置き、利上げ再開は来年度に入ってからと見ている。

(図表4) 政策委員の大勢見通し

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	1.4~1.6 <1.5>	2.4~2.8 <2.5>	0.9~1.1 <1.1>
2007年10月時点の見通し	1.9~2.3 <2.1>	0.9~1.2 <1.0>	0.2~0.4 <0.4>
2009年度	1.6~1.8 <1.7>	1.3~1.8 <1.5>	0.8~1.0 <1.0>

政策委員の見通しの幅

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	1.4~1.8	2.3~2.9	0.9~1.2
2007年10月時点の見通し	1.9~2.4	0.8~1.5	0.2~0.5
2009年度	1.5~1.9	1.3~1.9	0.8~1.1

● 金融市場（4月）：ベア救済以降、市場の安心感が醸成される

（10年金利）

4月の動き

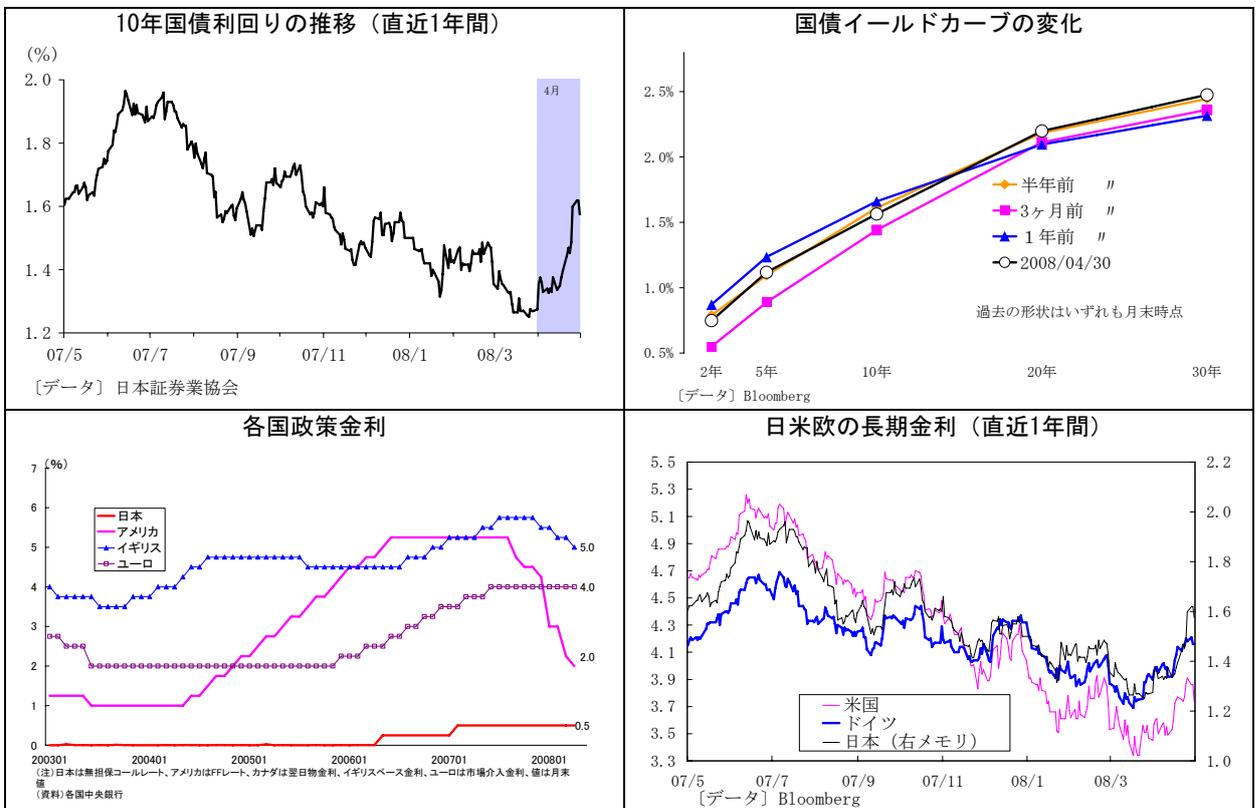
10年国債利回りは、月初1.3%半ばでスタートし、月末1.6%近辺に。

新年度入りから株価が堅調に推移したことや、欧米金融機関で大型の資本増強が報じられると、長期金利は1.3%後半まで上昇した。4日米国雇用統計が市場予想よりも大幅に悪化すると、1.3%前半となったが、その後株価が堅調に推移したことで1.3%半ばをはさんだ推移が続く。中旬以降米国決算が市場予想を上回る結果となると1.3%後半となる。株価が堅調に推移し、FRBの利下げ休止観測が高まる中、25日の3月分コア消費者物価指数が1.2%となると、日銀の利下げ観測の沈静化も重なり、07年11月以来となる1.6%台となり月末をむかえた（図表5）。

当面の予想

信用不安が後退し、インフレ懸念が強まる中、世界的に長期金利の水準調整が起こっている。しかし、世界的に経済は右肩下がりであり、下振れリスクが高い状況に変化はない。日本経済も景気足踏みから後退リスクが高い状況にある。FRBは明確な利下げ打ち止め感を示さず、日銀も展望レポートで金利正常化路線から中立姿勢に変更しており、金利上昇が継続する状況にはない。長期金利が上昇ピッチを早めるのは、米国経済が緩やかに回復経路にのり、日銀も利上げを再開する来年度以降となるだろう。

図表5 金利関係図表



(円ドルレート)

4月の動き

円ドルレートは、月初め99円後半からスタートし、月末104円近辺に。

月初めは欧米金融機関での大型増資、ISM製造業景況指数が事前予想を上回り、2日101円台に。2日バーナンキFRB議長が議会証言で米国経済の景気後退を示唆すると、一時円高に振れる場面もあったが、102円台での推移が続く。その後株価が堅調に推移し、原油も過去最高を更新すると10日には100円近辺まで円高が進む。その後、中旬からの米大手金融機関の決算を前に101円台での様子見が続く。ユンケルルクセンブルグ首相が「G7声明の姿勢を市場は誤解している」との発言や、米金融機関の決算が予想の範囲内であったことで、金融不安が後退し102円台に。18日シティの決算も予想範囲内であったことから21日には104円台となり、月末にかけてもみ合いとなった(図表6)。

当面の予想

足元、信用不安が後退しドルが戻しているが、今後米国経済の悪化に伴い、米国利下げ観測も再び高まり、ドル安圧力が高まるだろう。ドルが持ち直すのは、米国経済の悪化が緩やかに止まる年後半以降となるだろう。

(ドルユーロレート)

4月の動き

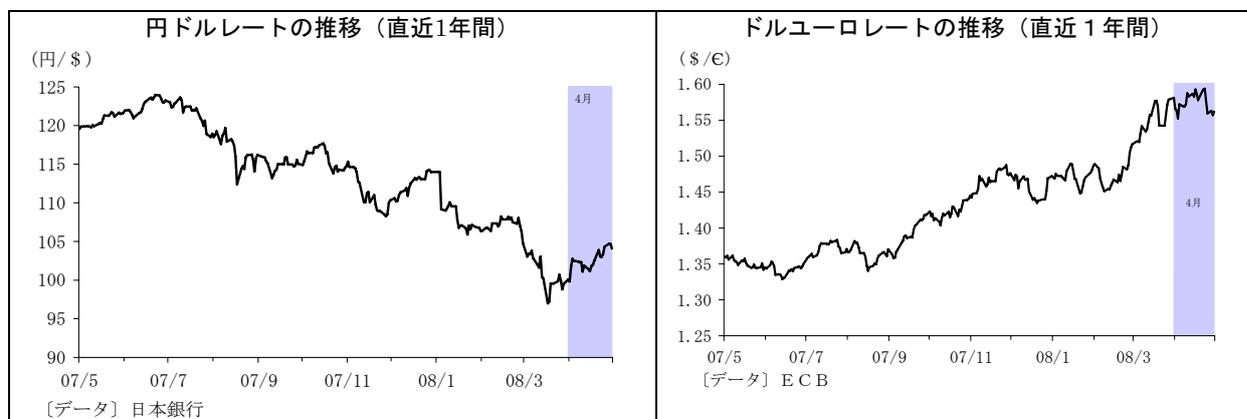
ドルユーロレートは、月初め1.56半ばからスタートし、月末1.56近辺に。

3月31日、3月ユーロ圏CPIが16年ぶりの高い伸びを示したが、市場はそれよりも欧米金融機関の大型資本増強に反応し、ドルが買われ1.56近辺に。その後米国雇用統計の悪化などから再びドル売りユーロ買いの展開に。10日には再び最高値となる1.59近辺に。16日に公表されたユーロ圏の消費者物価指数が16年ぶりの高水準となり、要人からインフレ警戒の発言が相次いだことでユーロが上昇し23日には1.60台と最高値を更新した。その後独IFO企業景況感指数(24日)が2年ぶりに低水準に落ち込むとユーロ売りとなり月末1.56近辺となった(図表6)。

当面の予想

ECB内のインフレがなかなか低下せず、ユーロの利下げの可能性が減じてきている。欧米の景気・金利の相対比較ではユーロ堅調の動きは当面継続する見込み。ただし後半になりユーロ経済の減速に伴いECBが利下げ実施となれば、ユーロの調整が進むと見込む。

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 (2008年5月1日現在)

		2008年				2009年
		1-3	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	0.50
	10年金利 (平均)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.7
アメリカ	FFレート (期末)	2.25	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.00	3.75	3.50	3.50
	10年金利 (平均)	3.9	4.1	4.0	4.0	4.1
円ドル	(平均)	106	102	102	102	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.49	1.56	1.56	1.52	1.50
円・ユーロ	(平均)	158	159	159	155	158

(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)