

# Weekly エコノミスト・ レター

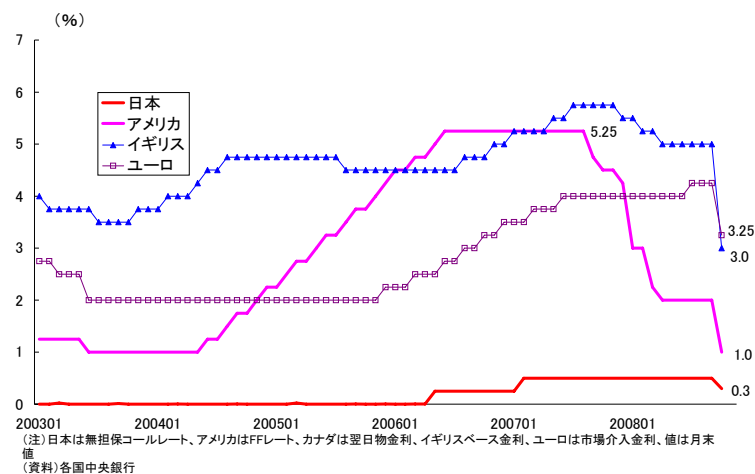
## 金融政策・市場の動き(11月)

～ 先進国の実体経済が悪化、頼みの綱は新興国だが、

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

1. 現在の日米欧の成長パターンはともに、「外需」依存。新興国も金融危機の影響拡大が顕著になってきており、ここが崩れると先進国の内需がさらに冷え込み底割れの可能性が高い。
2. 15日にワシントンで、主要20カ国による金融サミットが開催される。金融危機を收拾するため主要国で異例の政策協調に取り組むと見られるが、特に崩れかけている新興国に対して即効性のある具体的な策がでてくるか注目だ。
3. 日銀は10月31日の金融政策決定会合で01年3月以来となる「0.2%の利下げ」を実施。0.2%に利下げ幅を刻んだことは、これ以上の利下げは避けたいが、利下げが必要となった場合にはもう一回0.2%の利下げにとどめようとしている意図が見え隠れする。
4. (長期金利) 各国財政赤字拡大など国債需給悪化のニュースがあるものの、景気悪化・信用不安への懸念が解消されない中では、消去的に国債市場への資金流入が継続。金利はもう一段低下するだろう。
5. (為替) クリスマス商戦の低迷などを材料に米国経済の先行き不安が高まり、FRBによる利下げ観測も強まることで円高圧力が高まろう。円キャリーのまき戻しも継続する見込みで円高が急速に進むリスクは引き続き高い。

主要国の急ピッチな利下げ継続、日本も01年3月ぶりの利下げ



# 1. 先進国の実体経済が悪化、頼みの綱は新興国だが、

## (世界経済の底割れを市場が意識せざるをえない状況)

日本時間 5 日、オバマ米大統領が誕生したが、その歴史的な余韻は短く 5 日の米ダウは大統領選挙翌日として過去最大の下げを記録、翌 6 日アジア株にも下げは連鎖し軒並み大幅安となった。

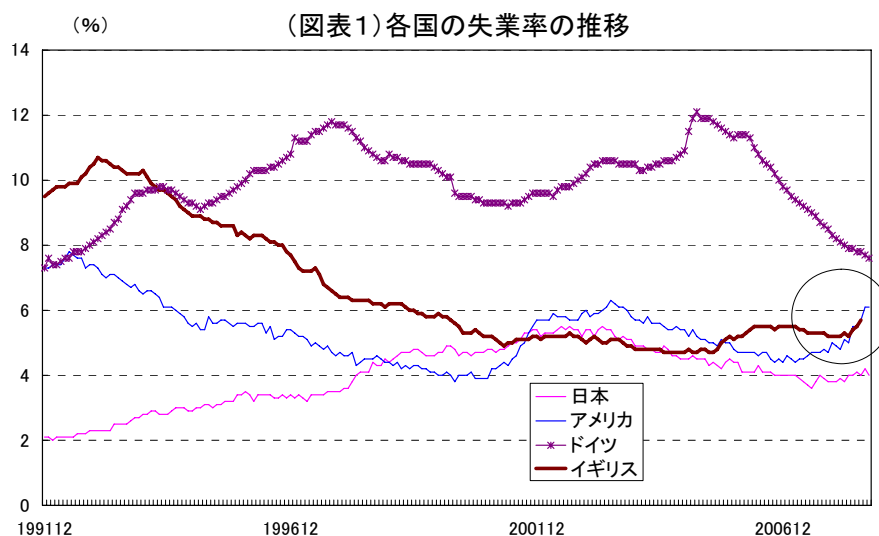
米大統領選が終わり、市場の関心は再び悪化を続ける実体経済に焦点を当てた。

先進国の成長率を見ると、日本とドイツが 4-6 月期、米、英が 7-9 月期にそれぞれマイナス成長で、日米欧の主要国がほぼ同時期にマイナス成長に突入している。直近の IMF の 09 年予測では日米欧の成長率見通しが戦後初めてそろってマイナスになった。震源地である米国だけでなく、欧州の景気後退も鮮明になってきており、世界経済の底割れを市場が意識せざるをえない状況になってきている。

経済が底割れるかの大きなポイントはどここの国も「個人消費」が崩れるか、その裏にある雇用所得環境が大きく影響するだろう。

先進国の失業率の動向を見ると、米英は明確に崩れている。日本はまだ踏ん張っている状況。ドイツは失業率低下が見て取れる (図表 1)。

ただ日本、ドイツについても、連日企業部門不振のニュースが報道されるようになっており、先行きはかなり慎重め、悲観的に見ざるをえない。



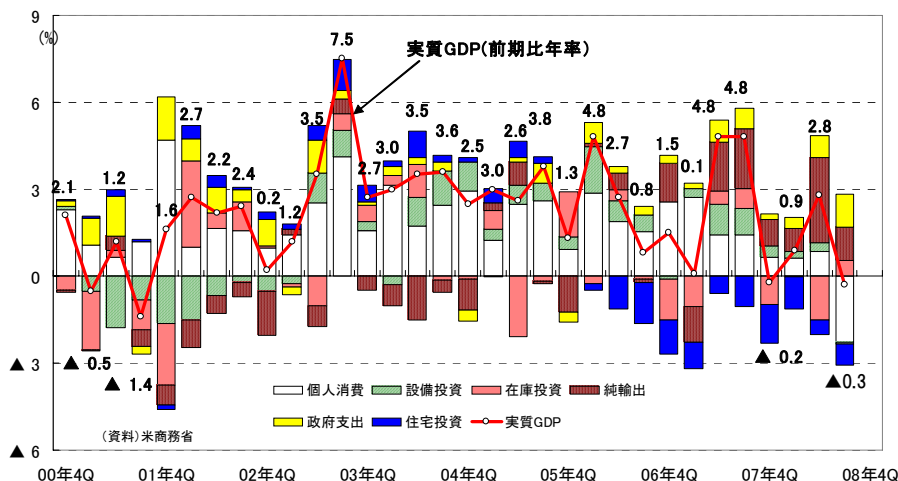
## (先進国は外需寄与プラス、新興国の数の力になんとかすがりたいが)

9 月 15 日のリーマン破綻以降、各国金融危機の封じ込め、経済の底割れ回避に向け政策総動員の状況となっている。表紙図表が示すように、金融政策面では日本だけでなく、米国でも「ゼロ金利制約」に直面しつつある。また財政赤字も膨大となってきており、金融財政面で制約を受けてきている。

さらにせっかく政策を発動しても、金融危機・信用収縮により効果がでにくくもなっている。金融危機から発生するいろいろな痛みに対して、カンフル剤として、各国どうしても外需に頼る必要がより高まっている。

日米欧の成長パターンはともに、「外需」依存だ。あの消費大国の米国であっても足元 6 四半期連続で外需がプラス(図表 2)。先進国は、新興国などへの輸出におんぶに抱っこ状態となっている。

(図表 2 米国の実質 GDP の推移)



(G7についてG20でも踏み込んだ強いメッセージができるか)

ただ、その新興国も金融危機の影響拡大が顕著になってきた。世界経済・金融を襲っている現在の複合的な危機は、これだけを解決すればというものはなく、すべてをうまく解決に導かなければならないという難しいものだが、足元気になるのが新興国の動向だ。

ここが崩れると先進国の内需がさらに冷え込み、底割れとなり金融問題がより深刻化するという悪循環に陥ってしまう。

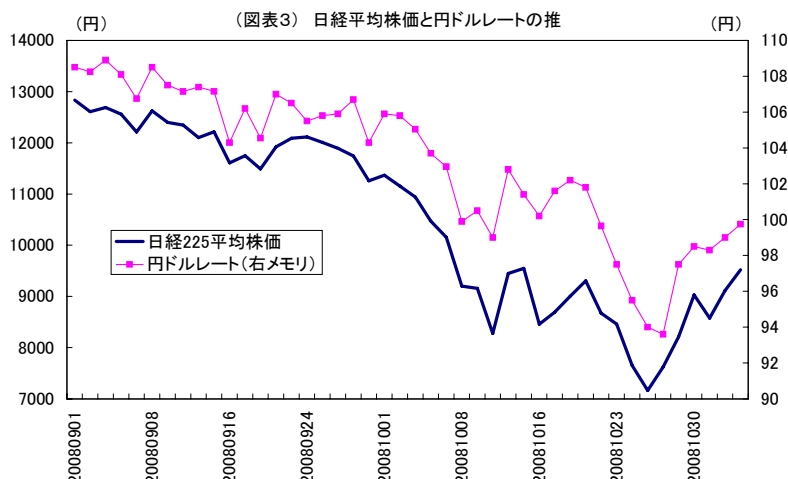
15日にワシントンで、主要国及び新興国を合わせた主要20カ国による金融サミットが開催される。金融危機を封じ込めるため主要国で異例の政策協調に取り組むと見られるが、即効性のある具体的な策(現在報じられている内容では、お題目の提示くらいだが)がでてくるか注目だ。

## 2. 日銀ウォッチ：0.2%利下げ、ゼロ金利にはしたくないメッセージ

(量的金融緩和で金利をゼロに誘導した01年3月以来となる「0.2%の利下げ」を実施)

日銀は10月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.20%引き下げ、0.30%にした。補完貸付金利は0.25%引き下げ、0.50%になった。今回新しく超過準備への付利が導入され今後、無担保コールレートは付利の利率0.1%と補完的貸付金利の0.5%の間で安定的に動くことになる。

10月6、7日に関した金融政策決定



会合の議事要旨（11月6日公表）では、景気について多くの委員が「景気の停滞感が強まっている」と認識していた。しかし、金融政策運営については、「市場安定に努めることが一層重要」として、利下げ意見は出ていなかった。

実際10月8日の世界主要国協調利下げに日銀は入らず、白川総裁は会見で利下げの必要性は現時点ではないとのニュアンスを出し続けていた。

しかし決定会合の1週間前くらいから事態は急減する。24日には円相場が一時約13年ぶりに1ドル=90円台まで上昇、28日には日経平均株価が約26年ぶりに7000円を割り込みバブル後最安値をつけた。金融市場の緊張感が急激に高まった（図表3）。

この激変を受け31日の決定会合では8人中7人が利下げに賛成するに至っている。株価水準もさることながら、やはりこうしてしてみると円ドルレート90円というのが大きな判断材料であったことは間違いないだろう。

### （なぜ0.25%ではなく、0.2%の利下げになったのか？）

今回の利下げで最大の不思議はなぜ利下げ幅が0.2%だったのか。通常利下げ幅は刻みが0.25%、0.2%だったことで、日銀は利下げ幅を渋ったというふうに見える。もう一回利下げとなっても小幅にとどめればゼロ金利にならなくてすむために今回0.2%にとどめたとの憶測も呼ぶ。せっかく利下げという判断をしたのに、本音では緩和には消極的だという思惑を市場に高め、ただでも少ない緩和効果をさらに限定的にしてしまうリスクをとる必要があったのだろうか。

今後の経済・金融状況如何ではあるが、日銀のスタンスはこれ以上の利下げは避けたい、それでも利下げが必要となった場合にはゼロ金利・量的金融緩和突入ではなく0.2%幅の利下げに（現時点では）とどめようとしていると思われる。

### （展望レポート：成長率、物価ともに大きく前回予想を下振れ、09年度デフレ予想も）

31日公表の展望レポートは、ほぼ事前の予想通りの内容だ。先々の成長率・物価見通しを大幅に引き下げ、7月対比で景気下振れが顕著になる一方で、物価の上振れリスクが大きく後退したとの判断を鮮明に示した（図表4）。

特に注目が09年度の物価見通しについて、審議委員の中にはマイナスを予想する人もでてきている。金融市場の混乱、景気悪化とともに、原油価格の動向次第という点はあるが、「デフレ」議論が再びでてくる可能性もある。

▽政策委員の大勢見通し  
（図表4）  
——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	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>
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>
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（10月）の動き：一時パニック的に円高・株安進行

#### （10年金利）

#### 10月の動き

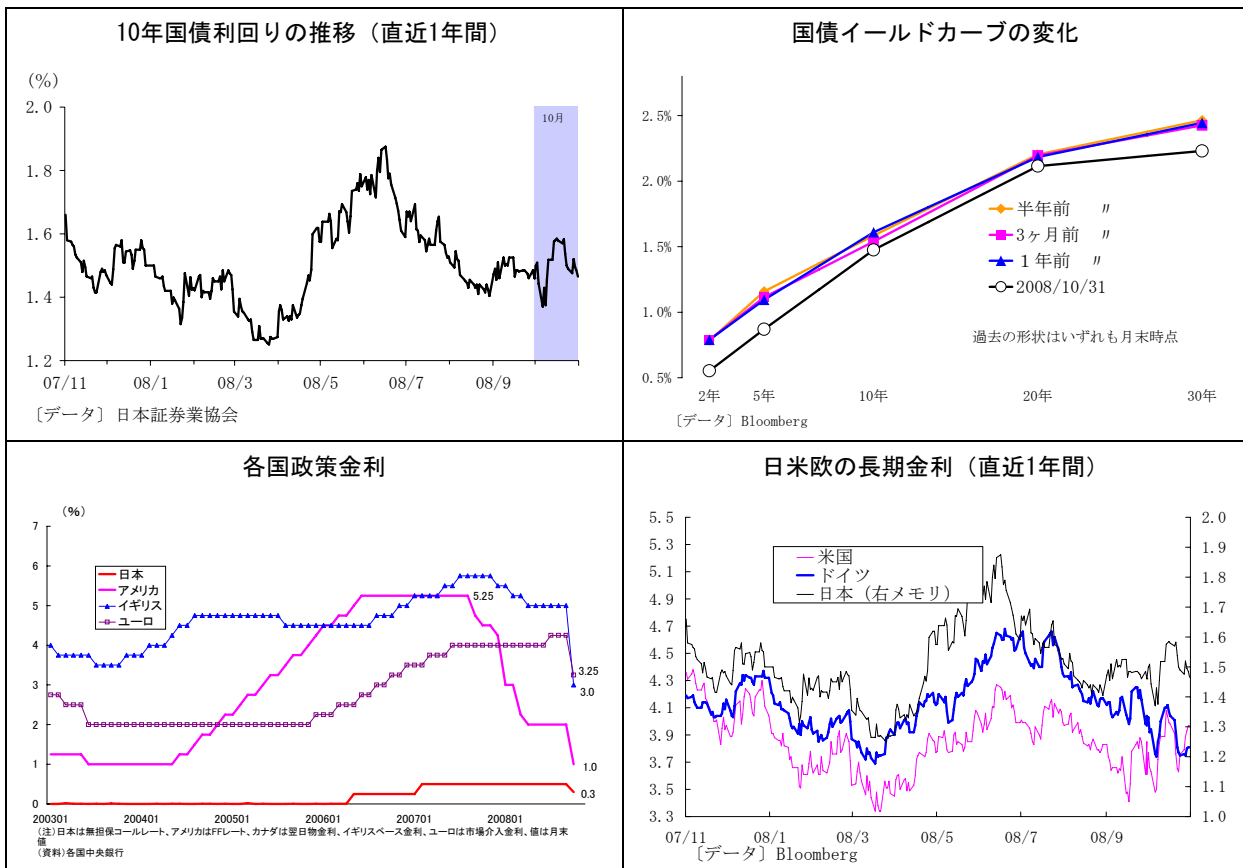
10年国債利回りは、月初1.5%近辺からスタート、月中上下するも月末1.4%台半ばに。

米国1日、上院で金融安定化法案が可決されたことで2日1.5%を越える。3日米国で下院でも可決されたが、雇用統計などが大幅に悪化し6日には1.3%台後半まで低下する。8日に欧米中銀の協調利下げが実施されたが、日銀が加わらず日銀の利下げ期待が後退し、10日には1.5%台へ。10日のG7で公的資金など危機対応が矢継ぎ早に打たれると、株価が上昇し14日には1.6%に。その後低下するものの第二次補正予算への思惑もあり1.5%台後半での推移が続く。日経平均株価が27日にバブル後最安値をつけると1.4%台半ばに低下。28日には株価反発を受けて1.5%台前半まで上昇した。月末にかけては政府の経済対策による国債増発が意識されるが、日銀の利下げ期待が急速に強まり1.4%台後半の中で少しずつ低下した（図表5）。

#### 当面の予想

各国財政赤字拡大など国債需給悪化のニュースがあるものの、景気悪化・信用不安への懸念が解消されない中では、消去的に国債市場への資金流入が継続。金利はもう一段低下しよう。

図表5 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 10月の動き

円ドルレートは、月初め 105 円後半からスタートし、月末 98 円前半に。

1 日上院で金融安定化法案が可決され、3 日下院でも可決となったが、景気先行き不安から円高がじりじり進み、8 日には 99 円台に。8 日夜欧米中銀の協調利下げが行われると 100 円程度でもみあう展開に。10 日 G7 で公的資金注入などを織り込んだ行動計画が発表されると、14 日には 102 円台に。9 日に米 9 月小売統計が悪化するなど、米国リセッション懸念が高まると 10 日には 99 円台まで円高が進む。その後米国で追加財政措置が検討されるとの報道でドルが戻したが、ユーロへの不安から円ユーロが大きく下落する流れにつられ、円ドルも円高が一気に加速し 22 日からの 3 日間で 10 円円高が進行、24 日ロンドン市場では一時 90 円台となった。27 日に G 7 の緊急共同声明が出され、さらに日銀の利下げ観測が高まり 29 日には 99 円台に。その後は米の追加利下げや欧州の追加利下げ観測から 98 円程度での推移となった (図表 6)。

### 当面の予想

米国新政権誕生で経済政策などが動き始めるとの期待から短期的にドルが一旦戻す展開も予想される。しかし、クリスマス商戦の低迷などを材料に米国経済の先行き不安が高まり、FRB による利下げ観測も強まることで円高圧力が高まろう。円キャリーのまき戻しも継続する見込みで円高が急速に進むリスクは引き続き高い。

## (ドルユーロレート)

### 10月の動き

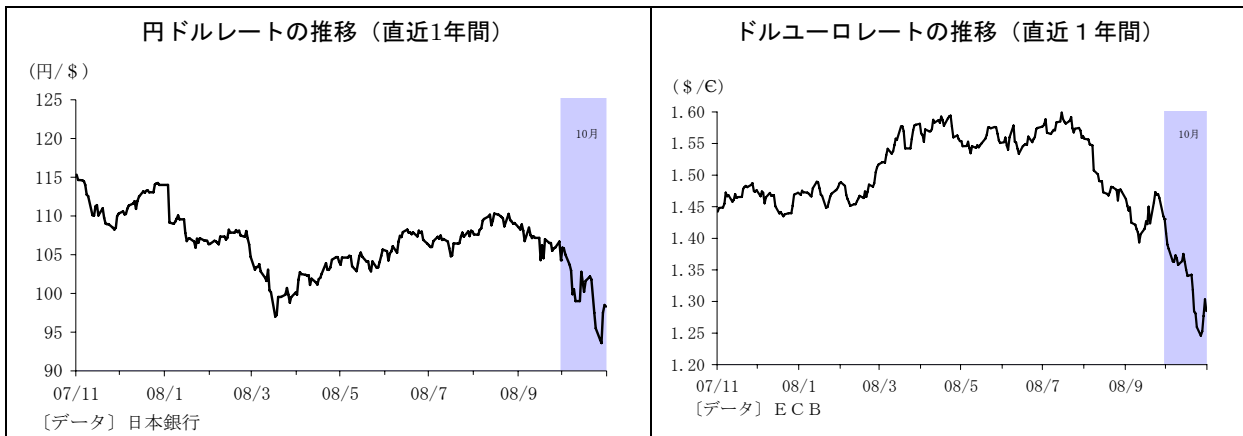
ドルユーロレートは、月初め 1.40 近辺からスタート、月末には 1.28 台半ばに。

2 日 ECB 理事会で金利据え置きが決定されたが、トリシェ総裁が据え置きと利下げの 2 つの選択肢を検討したことも明らかにするとユーロ売りが進む。その後欧州での金融危機深刻化を連想させるニュースが相次ぎユーロ安はとまらず 10 日には 1.36 台後半となる。G 7 を受けユーロでも各国対応が矢継ぎ早に公表されると、一旦 14 日には 1.37 台半ばまでユーロが戻したが、その後もユーロ景気、金融機関への不安、利下げ観測が高まりユーロ安が進み 27 日には 1.24 台に。月末にかけては 29 日の FOMC の利下げから若干ユーロが戻し 1.28 台となった (図表 6)。

### 当面の予想

今後ユーロの景気減速、金融問題が深刻化することで、ECB の急ピッチかつ大幅な利下げ期待が醸成されるだろう。一方米国では新政権への期待からドルの下支えの要因が生まれている。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

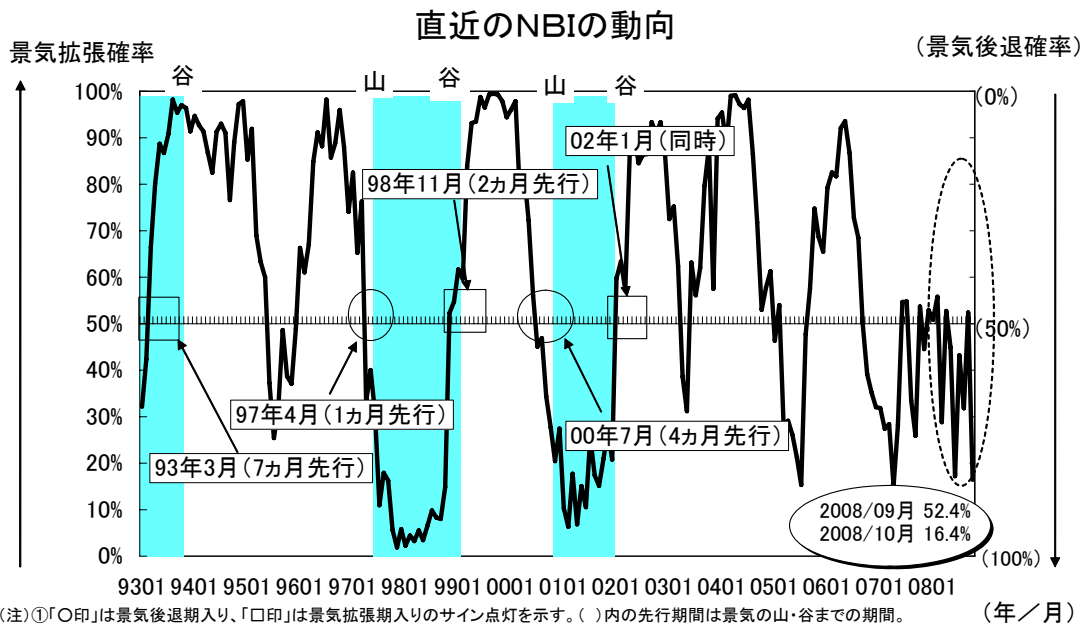


金利・為替予測表 (2008年11月6日現在)

		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	0.10	0.10	0.10
	10年金利 (平均)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	0.75	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (平均)	3.8	3.6	3.6	3.7	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.25	2.75	2.50	2.50	2.50
	10年金利 (平均)	4.2	3.8	3.9	3.9	3.9
円ドル	(平均)	108	93	90	90	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.50	1.23	1.20	1.20	1.25
円・ユーロ	(平均)	162	114	108	108	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) ~9月 : 52.4%、10月 (予測値) : 16.4%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NB I)		月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準	
07/10	53.7%	563,021	0.5%	39.1%	
07/11	44.5%	565,246	0.4%	25.7%	
07/12	52.9%	564,399	▲0.1%	19.5%	
08/1	50.9%	567,036	0.5%	18.3%	
08/2	55.8%	571,368	0.8%	15.3%	
08/3	28.8%	565,648	▲1.0%	29.7%	
08/4	52.7%	564,039	▲0.3%	29.6%	
08/5	44.8%	564,676	0.1%	27.7%	
08/6	17.2%	559,991	▲0.8%	18.6%	
08/7	43.2%	565,667	1.0%	22.9%	
08/8	31.8%	561,724	▲0.7%	17.9%	
08/9	52.4%	564,673	0.5%	32.6%	
08/10 (予測値)	16.4%			41.5%	
08/11				45.8%	

**(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。