

Weekly
エコノミスト・
レター

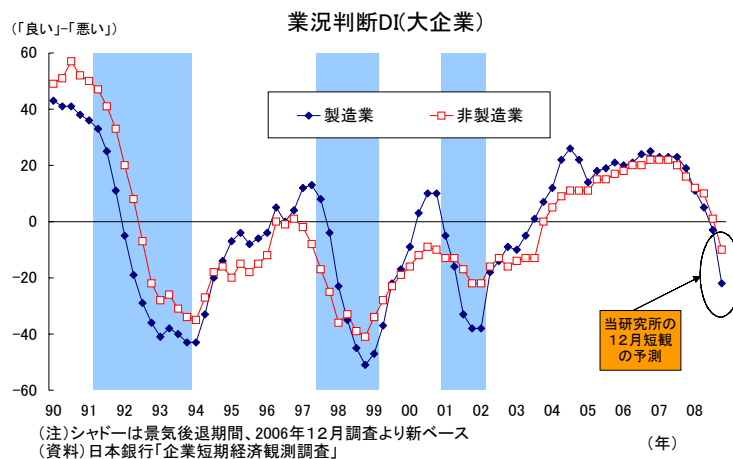
金融政策・市場の動き(12月)

～各国実体経済は急速に悪化

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

1. 10月分の経済統計が発表され、リーマン破綻以降、国内外の経済活動が急速に悪化していることが示されている。
2. 15日発表の12月調査日銀短観の業況判断は規模・業種問わず歴史的な悪化幅となるだろう。売上、収益、設備投資、雇用といった事業計画は大きく下方修正されるなど、景気が急速に悪化したことを短観のいたるところで確認することになりそうだ。
3. 次回日銀決定会合では短観を受け、現状の景気認識を「停滞色が強まっている」から下方修正するだろう。景気の現状からすれば追加刺激策が必要だが財政面での動きは従来想定よりもだいぶ遅れそう。年度末までに金融政策は追加緩和策を打ち出すと見る。
4. (長期金利) 国内長期金利は、米国の長期金利低下に合わせ低下余地を探る展開に。財政再建路線の放棄とともれる政治の動きがあるが、当面は財政プレミアムよりは、消去法的に国債市場への資金流入が継続せざるをえない。
5. (為替) 急激な円高リスクが高い状況に変化なし。今後日本でも弱めの経済統計などの発表が相次ぐが市場の関心は米国にある。そのため米国の経済統計の悪化や、ビックスリー、金融機関の決算、再編などのニュースでドル安が加速する展開を予想。

12月短観：景気が急速に悪化したことを短観のいたるところで確認することに



1. 実体経済は急速に悪化、円高が気になる

(10月以降、国内外の実体経済が急速に悪化)

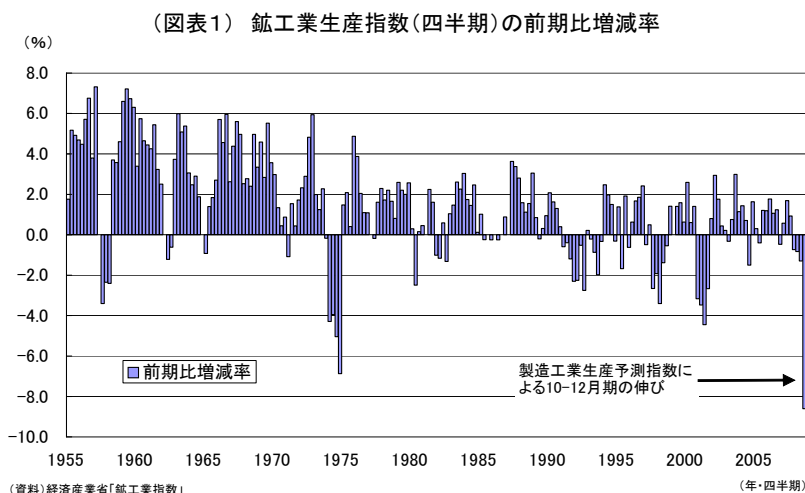
10月分の経済統計が発表され、リーマン破綻以降、国内外の経済活動が急速に悪化していることが示されている。

国内では生産統計がネガティブサプライズだった。10月の鉱工業生産指数は102.3となり、前月比でマイナス3.1%低下と、市場の予想を上回る落込みとなった。さらにサプライズだったのは、同時に発表された製造工業生産予測指数で、11月、12月はもっと大きな下落が予測されていることだ。単純計算だと10—12月期は前期比8.6%のマイナスとなる。

実際にこの通りに生産が落ち込めば、近年では急速に鉱工業生産が落ち込んだ2001年のITバブルの崩壊はもちろん、1997年のアジア通貨危機・金融危機時、さらには1970年代の第一次石油危機時にも見られなかった調整速度だ。

家計部門でも明らかに状況が変わった。足元賃金が減少し始めていることや、いままでの非正規雇用の調整から大手企業であっても正規雇用の調整を行うとの報道も相次いでおり、家計部門の雇用・所得への不安が急速に高まってきている。消費の手控えが急速に拡大している。

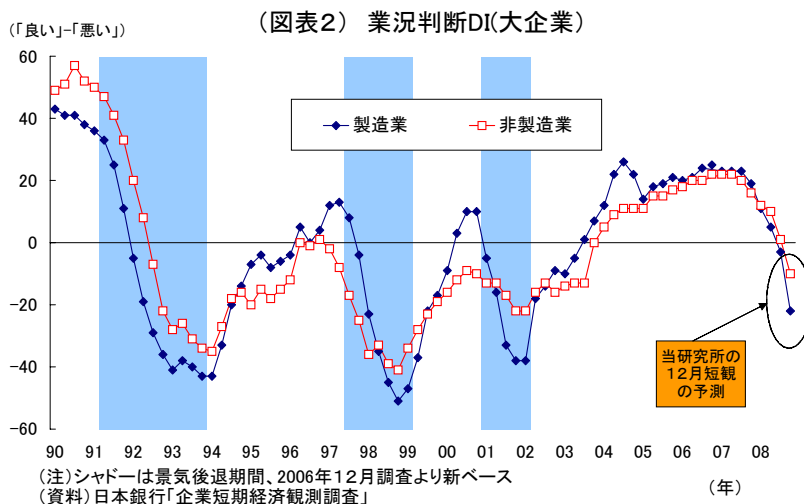
唯一の好材料は原油などコスト負担が軽くなっていることだが、それを上回る「数量減」に日本経済・企業は悲鳴を上げている。



(12月短観：歴史的な悪化、企業の事業計画は腰折れ、需要不足へ転換)

15日発表の12月調査日銀短観の業況判断は規模・業種問わず歴史的な悪化幅となるだろう。

注目度が高い大企業製造業の業況判断DIは過去悪化幅が最も大きかった第一次オイルショック時の74年9月に▲26悪化したのに次ぐ歴史的な悪化となりそうだ(当研究所では大企業製造業で▲19ポイントの悪化を予想)。

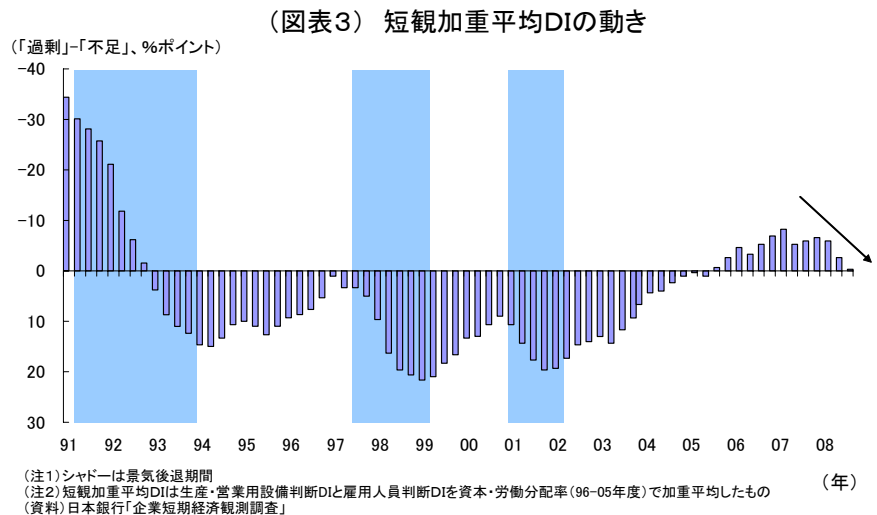


企業マインドだけではなく、売上、収益、設備投資、雇用といった事業計画は年度途中で大きく「腰折れ」てしまうだろう。景気が急速に悪化したことを短観のいたるところで確認することになりそうだ。

筆者が今回短観で注目しているのは、「短観加重平均D. I.」（設備・雇用DIを加重平均して算出）である。

2005年9月調査以降、マイナス（需給ギャップの需要超過を意味する）が続いてきたが、いよいよプラスとなり需要不足の状況になりそうだ。

追加金融緩和の必要性がいつそう議論される材料となるだろう。



(後退の深さを決定的にするのは、やっぱり「円高」)

金融市場を見渡すと、引き続き信用リスクの市場は改善が見られないが、その他の市場では様子見スタンスが強くなっているように思える。ビックスリーの再建、欧米金融機関の決算、オバマ新政権などの動き待ちといったところだろう。

来年の日本の経済・金融市場を展望する上では、海外経済・金融市場の混乱といった要因が最も重要となるが、国内の景気後退の深さをどの程度覚悟するのか、その要因として雇用不安の高まり、円高進行度合い、金融システム不安の高まりなどが気になるところだ。

筆者が特に気になるのが円高だ。年末を挟んでしばらく要注意だと見ている。欧米では大幅な利下げが続いている。特に米国では量的金融緩和突入間近。欧州も利下げ幅がいっこうに小さくならず、日本との金利差はかなり急ピッチで縮小している。現在市場は様子見の姿勢があるが、雇用統計などの重要統計、イベントがマイナスの方向に動いた場合にはドル売りが加速しやすい。

円高にはM&Aなどの件数が増えているように海外進出を考える企業にとっては絶好のチャンスとなるなどメリットも当然ある。しかし、内需主導型の経済が叫ばれても輸出主導型の景気回復に期待せざるを得ない状況である。10-12月以降、販売、特に輸出の数量減が急速になっており、ここに円高が加速した場合景気後退の深さを覚悟せねばならなくなる。

2. 日銀ウォッチ：年度末までに「追加利下げ」ありと読む

（企業の資金繰り支援のため新たな資金供給策を発表）

日銀は12月2日、企業の資金繰りを支援のため金融機関に対する2つの新しい資金供給策を決めた。具体的には、

- ① 民間企業債務の適格担保範囲の拡大（従来の「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和）
- ② 共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利で、年度末越え資金を供給するオペレーションを実施

である。白川総裁は会見でこれによって「金融機関に3兆円程度の資金供給が見込める」と述べたが、足元金融機関が急速にリスク回避的になっており、担保利用を拡大しても金融機関が年末、年度末に向けてリスク資産を積極的に購入するということは期待薄だ。この策だけで企業金融が大きく改善することはないだろう。

ただし、今回の政策は今後の展開を予想すると大きな一歩であったと言える。金融機関のバランスシート問題がより深刻になり、企業金融はさらに厳しくなり日銀による直接企業債務の購入・金融機関保有の株式購入へつながると予想する。海外の中央銀行も金利がゼロに近づく中、この流れになってきており、後々見たら日銀も今回の策が第一歩だったとなるだろう。

この方向性を押し進める際に、十数年前と同じように、損失負担の問題が必ず浮上してくるだろう。昔も負担議論だけが大きくなり、市場は日銀・政府ともに消極的だと冷めてしまった。大胆な政策と市場が評価するためにも負担問題は早めに対応するといった流れになることを期待したい。

（年度末までに追加利下げあり、12月の可能性も十分あり）

次回決定会合では短観の内容を受けて、現状の景気認識を「停滞色が強まっている」から下方修正するだろう。「悪化」という判断となっても状況からすればまったくおかしくない。

家計部門では最近の所得減少、大企業の正規雇用の削減といったニュースで少なからず「雇用所得リスク・不安」が高まりつつある。急ピッチな企業の生産調整の動きがさらに家計部門の不安心理を増幅し始めている。この流れの延長線上で考えると景気の底割れしかない。

景気の現状からすれば追加刺激策が必要だが財政面での動きは従来想定よりもだいぶ遅れそう。年度末までに金融政策は追加緩和策を打ち出してくるだろう。

筆者のメインシナリオは1-3月に0.2%の利下げを実施するであるが、次回決定会合（12/18-19日）前に円高が加速し、株安（10月の利下げ決定会合前のように）となった状況では前倒しで利下げを実施する可能性は「十分あり」と考える。

3. 金融市場（11月）の動き：下げ渋っていた長期金利が急低下

（10年金利）

11月の動き

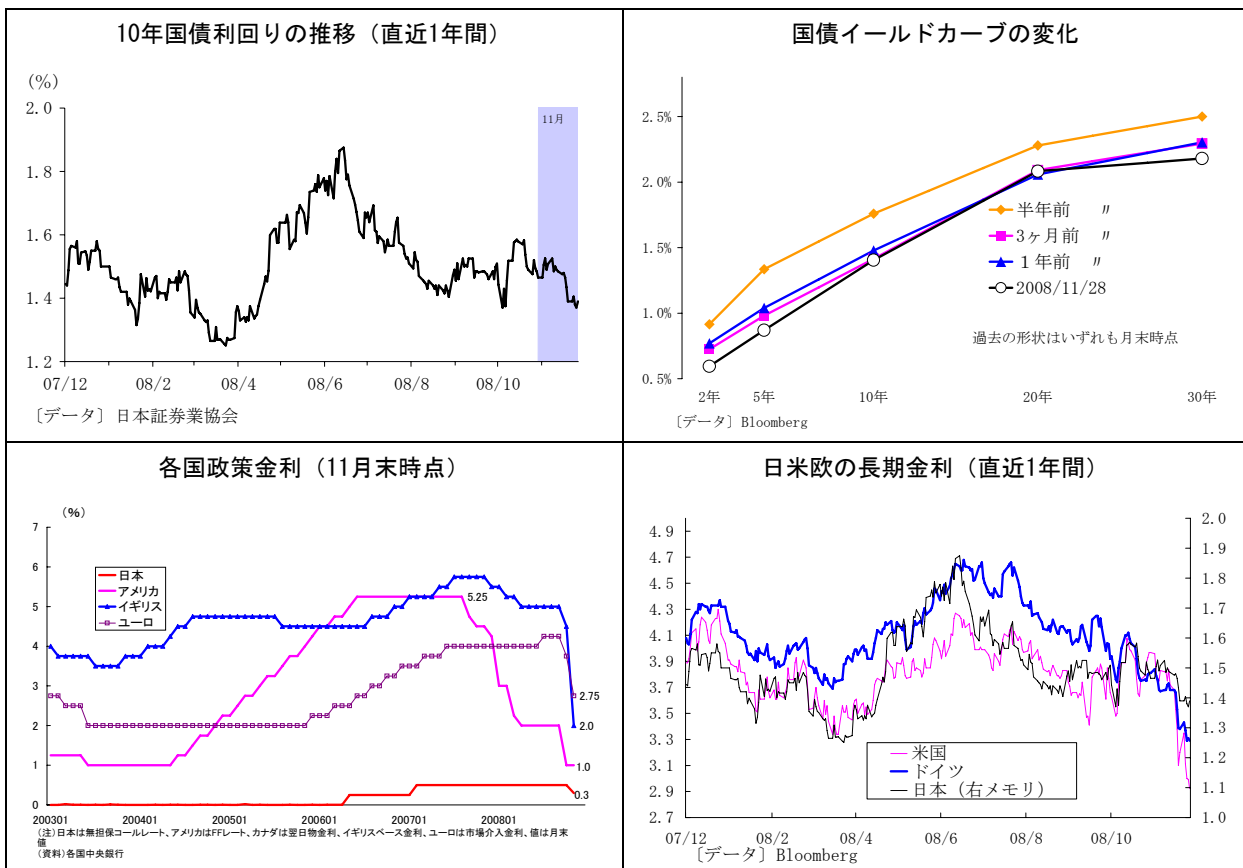
10年国債利回りは、月初1.5%近辺からスタート、月末1.3%台後半に。

月初めから日経平均株価が9000円台を回復、国債増発懸念から1.5%台前半での推移。その後実体経済の悪化にトヨタの決算（6日）が大幅悪化となると一時1.4%台半ばまで低下した。その後は需給悪化懸念と景気悪化との綱引きで1.5%近辺での推移が続く。下旬からは発表される統計が実体経済の悪化を鮮明にし、追加利下げ観測が強まる米長期金利が大幅な低下を示すと21日には10月上旬以来の1.3%台に急低下した。月末にかけて米国で株高となるが、国内外の経済統計の悪化を受け、1.3%台後半でのみみ合いとなった（図表4）。

当面の予想

国内長期金利は、米国の長期金利低下に合わせ低下余地を探る展開に。財政再建の棚上げの動きもあるが、当面は財政プレミアムよりは、消去法的に国債市場への資金流入が継続せざるをえない。

図表4 金利関係図表



(円ドルレート)

11月の動き

円ドルレートは、月初め 99 円近辺からスタートし、月末 95 円前半に。

月初から世界的に株価が持ち直す中、ドル高となり 99 円台での推移が続く。その後米 ISM 非製造業指数が過去最低を記録し、追加利下げの思惑が高まると 97 円台に。10 日前後以降は 98 円程度での推移。その後ポールソン財務長官が住宅ローン関連の不良債権買取に否定的な見解（12 日）を述べると 13 日には一時 94 円台に突入した。その後も米国で悪い統計発表が相次ぎ 20 日には一時 93 円台となる。23 日米政府がシティの不良債権損失の一部を保証し資本注入を行うと発表すると 25 日には一時 96 円台を付ける。25 日には FRB が総額 8000 億ドルの支援策を発表すると 97 円台までドルが買い戻される。しかし月末にかけて米国の経済統計の悪化を受け 95 円前半までドル売りが進む（図表 5）。

当面の予想

急激な円高リスクが高い状況に変化なし。今後日本でも弱めの経済統計などの発表が相次ぐが市場の関心は米国にある。そのため米国の経済統計の悪化や、ビックスリー、金融機関の決算、再編などのニュースでドル安が加速する展開を予想。90 円割れを十分意識しなければならない状況にある。

(ドルユーロレート)

11月の動き

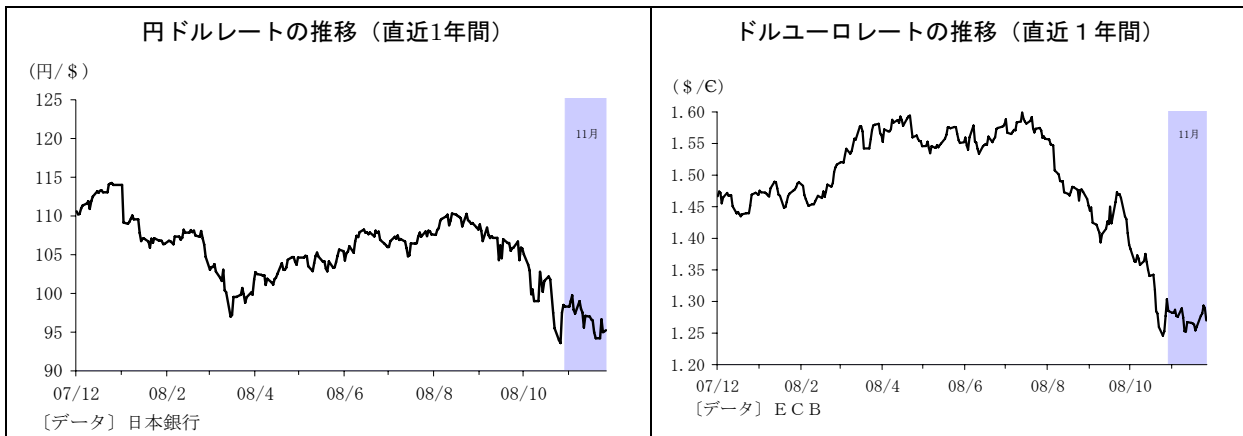
ドルユーロレートは、月初め 1.28 台前半からスタート、月末には 1.28 台後半に。

月初世界的に株が堅調となると 1.28 台前半での落ち着いて動きとなっていたが、6 日の ECB 理事会後の会見でトリシェ総裁が追加利下げの可能性を排除しないとの発言をするとユーロ安が進み 1.26 台へ。その後もさえないユーロ圏の経済指標を受け 1.25 台へ。その後 1.25-1.26 での推移が続いたが、米国の経済統計が悪化を市場が注目しユーロ買戻しが入り、月末は 1.28 台後半となった（図表 5）。

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さらに醸成されるだろう。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

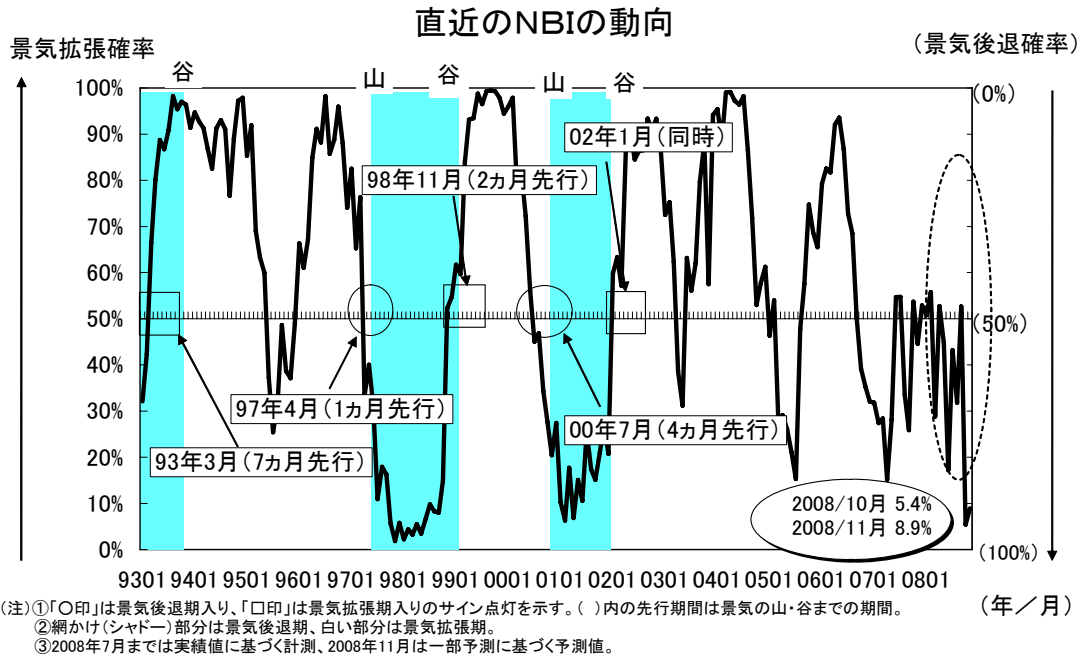


金利・為替予測表 (2008年12月5日現在)

		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	1.3	1.3	1.3
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	0.50	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	3.8	3.3	2.6	2.8	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.25	2.50	1.50	1.50	1.50
	10年金利 (平均)	4.2	3.7	3.0	3.2	3.4
円ドル	(平均)	108	96	85	85	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.50	1.28	1.20	1.20	1.25
円・ユーロ	(平均)	162	123	102	102	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 (NBI) ~10月: 5.4%、11月 (予測値): 8.9%



	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	
07/11	44.5%	566,211	0.4%	25.7%
07/12	52.9%	565,414	▲0.1%	19.5%
08/1	50.9%	567,722	0.4%	18.4%
08/2	55.8%	572,060	0.8%	15.3%
08/3	28.8%	566,355	▲1.0%	29.7%
08/4	52.7%	564,583	▲0.3%	29.6%
08/5	44.8%	565,196	0.1%	27.8%
08/6	17.2%	560,498	▲0.8%	18.7%
08/7	43.2%	565,282	0.9%	23.0%
08/8	31.8%	560,413	▲0.9%	17.9%
08/9	52.7%	562,872	0.4%	32.6%
08/10	5.4%	559,037	▲0.7%	42.7%
08/11 (予測値)	8.9%			45.7%
08/12				44.0%

(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。