

マーケット・アイ

1. 景況判断

日銀は23日に発表した8月の金融経済月報で、「わが国の景気は、緩やかに拡大している」として、基調判断を1年1か月連続で据え置いた。先行きについても前月の判断を踏襲した。

政府は7日に公表した8月の政府月例経済報告で、「景気は、生産の一部に弱さがみられるものの回復している」として、基調判断を9か月連続で据え置いた。個別項目では、「雇用情勢」と「輸出」を上方修正した一方、「輸入」を下方修正した。

総務省が31日に発表した7月の全国CPI（除く生鮮食品）は前年同月比 0.1%で6か月連続の下落となった。薄型テレビなど教養娯楽耐久財の価格低下が影響した。市場では、9月分あたりまではマイナス圏で推移するとの見方が多い。

内閣府が13日発表した4～6月期のGDP一次速報値は、実質で前期比 +0.1%、年率換算で +0.5%と事前予想を下回ったが、1～3月期(+3.2%)と均してみれば潜在成長率並みの成長を確保。10・四半期連続のプラス成長で、設備投資と個人消費を軸に日本経済の底堅さが確認された。

昨年末から燻っていた米国のサブプライムローンの焦げ付き問題で、9日に仏大手金融グループBNPパリバが傘下の3つのファンドを凍結すると発表したことをきっかけに、日米欧など世界規模で信用収縮が生じた。株価が大幅に下落したことや、資金調達市場でも逼迫感が強まったことを受けて、各中央銀行は短期金融市場に大量の資金を供給して流動性不安の解消に努めた。その後も金融市場の不安感が治まらなかったため、17日にはFRBが公定歩合を緊急に0.50%引き下げ5.75%としたことで株価下落に歯止めがかかり、市場はいったん落ち着いた。ただ、問題が本質的に解決されたわけではなく、複雑化した証券化商品が世界中の投資家に分散し全体像がみえないことから、依然、先行き不透明感は解消していない。

2. 金融政策

日銀は22、23日に開催した金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を8対1の賛成多数で決めた。水野審議委員が前月に続き利上げを主張した。福井総裁は会合後の会見で、利上げを見送った理由について「日本経済は緩やかな拡大を続けているとの認識で一致したが、

今月中旬以降、サブプライム問題をきっかけに世界的に株式・金融市場が不安定となっており、その影響を見極める必要があるため」と述べた。

3. 短期金利の動向

(1) インターバンク市場

コール市場では、ON は外銀を中心に調達需要は強いものの、日銀の厚めの資金供給を受けて全般的に落ち着いた推移。一方、1M 以上のターム物は運用側が慎重でレート気配は上昇。

(2) オープン市場

レポ市場では、GC の S/N は国内大手銀行の運用が慎重で一時は 0.70%まで上昇。現状も 0.61 ~ 0.63%程度で高止まりしている。SC はロール中心の取引となっている。

短国市場では、金融市場の混乱を受けた「質への逃避」や利上げ観測の後退で、利回りは低下。アウトライトは 3M が 0.64 ~ 0.66%、6M が 0.68 ~ 0.73%、1Y が 0.70 ~ 0.80%程度の気配。

CP 市場では、信用リスク懸念の高まりを受けて、短国とのレート差や CP の銘柄間格差は広がっている。3M の発行レートは、a -1+格が 0.75 ~ 0.78%、a -1 格一般事業法人が 0.78 ~ 0.83%、a -1 格ノンバンクが 0.80 ~ 0.85%程度で推移している。

4. 今後の見通し

信用収縮の影響で17日には、日経平均株価が874円安の15,273円まで急落し、為替相場も円キャリー取引の巻き戻しで一時1ドル = 111円60銭まで円高が進むなど金融市場は動揺したが、今のところ国内金融機関への影響は限定的で、実体経済にも変化はみられない。サブプライム問題は米国内の住宅市場にとどまらず、ABCPやCDOなどの証券化商品を通じて欧州をはじめとしたグローバルな市場へ影響が及んでいる。欧米では証券化商品の調達市場が機能停止に近い状態となっているが、こうした動きについて福井総裁は、「証券化商品に対する甘すぎたリスク評価をリプライシングする健全な過程である」として避けて通れないプロセスとみている。

総裁は次の利上げについて「金融市場を点検し、リスクを見極めたうえで判断したい」と、当面は時機を慎重に探る考えを示した。今後、米国においてサブプライム問題が個人消費の減速などを通じて景気にどの程度の影響を与えるのかが重要なポイントとなる。FRBIは、「必要に応じて行動する用意がある」として、今後の情勢次第では利下げも辞さない構えで、米国政府も対策に乗り出している。一方、欧州のECBIは9月6日の理事会で、当初示唆していた

利上げを見送る構えをみせており、日本の金融政策は海外中央銀行の金融政策も絡んで流動的となっている。総裁は「証券化市場の回復まで数週間では難しく、実体経済への影響の見極めにはある程度時間がかかる」と述べている。FRBがFFレートの引き下げに踏み切った場合でも、その背景が米国経済の想定外の悪化によるものかどうかを見極めるものとみられる。今後、金融市場が落ち着くとともに、米国経済が想定外の悪化に陥らずソフトランディングをある程度見通すことができた場合は、国内経済への影響も軽微にとどまるため、日銀は利上げに踏み切るものとみられる。その時期については10～12月にも訪れるものとみている。

OIS取引では、サブプライム問題の顕在化前は、今年度中2回の利上げを見込んでいたが、現状では、年度内に1回との見方に大きく後退している。0.25%の追加利上げの織り込み率は、29日現在、9月の決定会合時が28%、10月46%、11月56%、12月68%で、08年の3月でようやく90%となっている。ユーロ円金利先物取引でも同様の見方となっている。

一方で、今回の混乱の背景には日本の超低金利による過剰流動性の供給があるとの指摘も聞かれる。日銀は「ファンダメンタルズから離れた金利水準を維持し続けることは金融市場をむしろ不安定化させるリスクがある」として、市場の混乱が落ち着けば、速やかに利上げを行って金利正常化を進めたいという強い意思をにじませている。また、ブラックマンデー時にバブルの膨張を許した反省もある。市場安定化のため国際協調を図らなければならない一方で、国内では金利正常化を急ぎたいというジレンマを、今、日銀は抱えている。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ 担当 金武審祐

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。