

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 日銀は9日に発表した4月の金融経済月報で「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから減速している」として、前月の「減速しているが、基調としては緩やかに拡大」から景気判断を下方修正した。先行きの判断も「緩やかな拡大を続ける」から「緩やかな成長経路をたどる」へ表現を弱めた。個別項目では「企業収益」と「設備投資」を下方修正。
- 政府は18日に公表した4月の政府月例経済報告で、「景気回復は、このところ足踏み状態にある」として基調判断を据え置き、「依然、踊り場状態にある」との認識を示した。各論では「業況判断」を下方修正した。景気の先行き判断は据え置いたが、リスク要因として挙げた米国景気の動向について、前月の「減速」から「後退懸念」へ下方修正した。
- 総務省が3月28日に発表した2月の全国CPI（除く生鮮食品）は前年同月比+1.0%となった。石油製品と食品の値上がりが主因。今月25日に発表される3月については、+1.2%へさらに上昇するとの予想が多い。なお、ガソリンの暫定税率期限切れで4月は0.4~0.5%程度下押しされるが、一方で値上がりする品目も多いため、+1.0%程度の伸び率が続く模様。
- 日銀が1日に発表した3月調査の短観では、大企業・製造業のDIが+11（先行きは+7）と前回12月調査に比べ8%低下した。2四半期連続の悪化で4年3か月ぶりの低水準となった。世界的な景気減速や円高・原油高などが響き、企業は景気の先行きに対する警戒感を一段と強めている。また08年度の設備投資計画は大企業・製造業で前年度比△3.3%と3月調査としては02年度以来のマイナスとなった。ただ、在庫や雇用の面で過剰感が高まっていないことなど景気の底堅さを示すものもみられ、直ちに景気が落ち込む状況にはないとの指摘も多い。

### 2. 金融政策

- 日銀は8、9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全員一致で決めた。

### 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0.50%を中心に落ち着いた動き。ただ、大型連休を控え0.50%の水準での調達需要は底堅い。一方、外銀の調達は円転地合いを背景に少なめとなっている。

#### （2） オープン市場

- レポ市場では、GC/SNのレートは金利裁定がらみの運用が入り0.55~0.56%程度へ低下して

いる。ただ、連休中のレートは強含みが予想される。SCについては需給が緩んでいる。

- 短国市場では、利下げ観測の後退を受けて逆イールドは解消しつつある。アウトライト取引は3Mが0.57~0.585%、6Mが0.55~0.57%、1Yが0.54~0.56%の気配。
- CP市場では、連休前で発行が集中し、やや上昇傾向となっている。3M発行レートはa-1+格が0.59~0.62%、a-1格一般事法が0.62~0.65%、a-1格ノンバンクが0.65~0.70%程度。

#### 4. 今後の見通し

- 日米欧主要金融機関のサブプライム関連損失はすでに25兆円規模に膨らんでいる。国際通貨基金（IMF）はサブプライム関連の損失が5,650億ドル（約57兆円）にのぼり、商業用不動産や企業融資などを含めると累積損失は約9,450億ドル（約96兆円）に及ぶと試算しており、損失計上はさらに拡大する見込み。国際金融市場の混乱は長期化の様相を呈している。一方で、3月のベアー・スターンズ救済では、大型破綻は防ぐという暗黙の公的関与姿勢が示されたことが市場に安心感を与えている上、最近の欧米金融機関決算も想定範囲内に止まったことから金融危機は最悪期を脱したとの楽観論もきかれるが、先行き予断を許さない状況である。
- 米国経済は個人消費の失速に加え、1-3月の非農業部門雇用者数が23万2千人も減少したことや3月の住宅着工件数が17年ぶりの低水準となったことを受けて、既に景気後退（リセッション）入りしているとの見方が多くなってきている。FRBのバーナンキ議長も、2日の議会証言で米国が景気後退に陥る可能性に初めて言及した。マイナス成長に転じれば、01年第3四半期以来となる。ただ、FRBは「政府の減税対策や金融緩和の効果で、今年後半から景気は持ち直し、09年には持続可能なペースに戻る」との見通しを立てている。市場では29、30日に開かれるFOMCで、0.25%の追加利下げを予測する向きが多い。ただ、インフレへの警戒感も高まってきている上、原油先物価格の一段の上昇など金融緩和の副作用も目立ってきている。利下げの打ち止めは近いとの見方も浮上しており、FRBは難しい舵取りを迫られている。さらに、欧州でもインフレリスクの高まりで利下げ観測が後退している。
- 4月9日に白川方明副総裁が日銀新総裁に就任し、3月19日以来続いていた総裁空席という異常事態がようやく解消した。白川新総裁は9日の会見で、「国内経済について、生産・所得・支出の好循環メカニズムは足元弱まっているが、途切れてはいない。当面減速を続けるものの、その後は潜在成長率並みの緩やかな成長経路をたどる」との見方を示した。日銀が30日にまとめる「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、08年度の実質GDP伸び率について前回10月時点予想の2.1%から1%台半ばへ下方修正し、09年度は1%台後半とする模様で、いずれも1%台半ば~後半の潜在成長率並みとなる見込み。金融政策運営については、前回の「徐々に金利水準の調整を行う」との表現を改めて、「上下両方向のリスクについて予断を持つことなく点検し機動的かつ柔軟に対応」との中立的なスタンスを示すものとみられる。

- ①国際金融市場の混乱が峠を越えたとの見方や、②世界的なインフレ傾向の高まり、③白川氏の総裁就任で金融正常化路線が継続される可能性が高まったとの見方などを背景に、市場ではこれまで織り込まれていた利下げ観測が急速に後退している。先物金利やOIS取引では、利下げも利上げも織り込まない中立水準ないし若干の利上げを織り込む水準となっている。
- 白川総裁下の日銀は、持続的な経済成長のためには物価の安定が重要との姿勢を強めてくるものと予想される。①現在の金利は潜在成長率や物価水準に照らして十分緩和的であること、②量的緩和政策時の経験を踏まえ、現水準からさらに金利を引き下げても景気浮揚効果は乏しいこと、③利下げで物価をコントロールできないリスクが高まること、預金利息減少が消費マインドを冷やすことや短期金融市場の機能が低下することなどデメリットがあることなどの理由から、デフレスパイラルに再び陥るような不測の事態が生じない限り、日銀が利下げに踏み切ることはないと思われる。
- ただ、先行きの景気不透明感が強く、利上げを視野に入れる環境も当面見込めないことから政策金利の据え置きは続くものと予想される。この間、日銀は利下げも含めた柔軟な政策対応姿勢を示しながら、中長期を含めた金利水準の低位安定を図り、景気の成長軌道への復帰を後押しするものとみられる。米国経済の底打ちと国内経済の成長経路への復帰が確認されれば、早ければ秋から年末にかけて、09年の利上げ観測が高まってくる可能性もあろう。

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、確実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。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入