

2008年4月30日

Daily comment

FOMC ではリスクバランスに注目

今週の為替マーケットは、米ドルが対欧州通貨で延伸する一方、日本円がクロス取引主導で全面的に買い戻される展開となっている。

市場の関心は本日2日目を迎えるFOMCの政策判断と声明文に向けられているため、一方的な値動きには歯止めが掛かり、昨日のNY中盤からは反動的な円安が進行している。

FOMCの政策判断については、25bpの追加利下げを最後に一連の利下げサイクルが休止され、当面は昨年9月からの累積利下げの効果を検証するというのがコンセンサスとなっている。

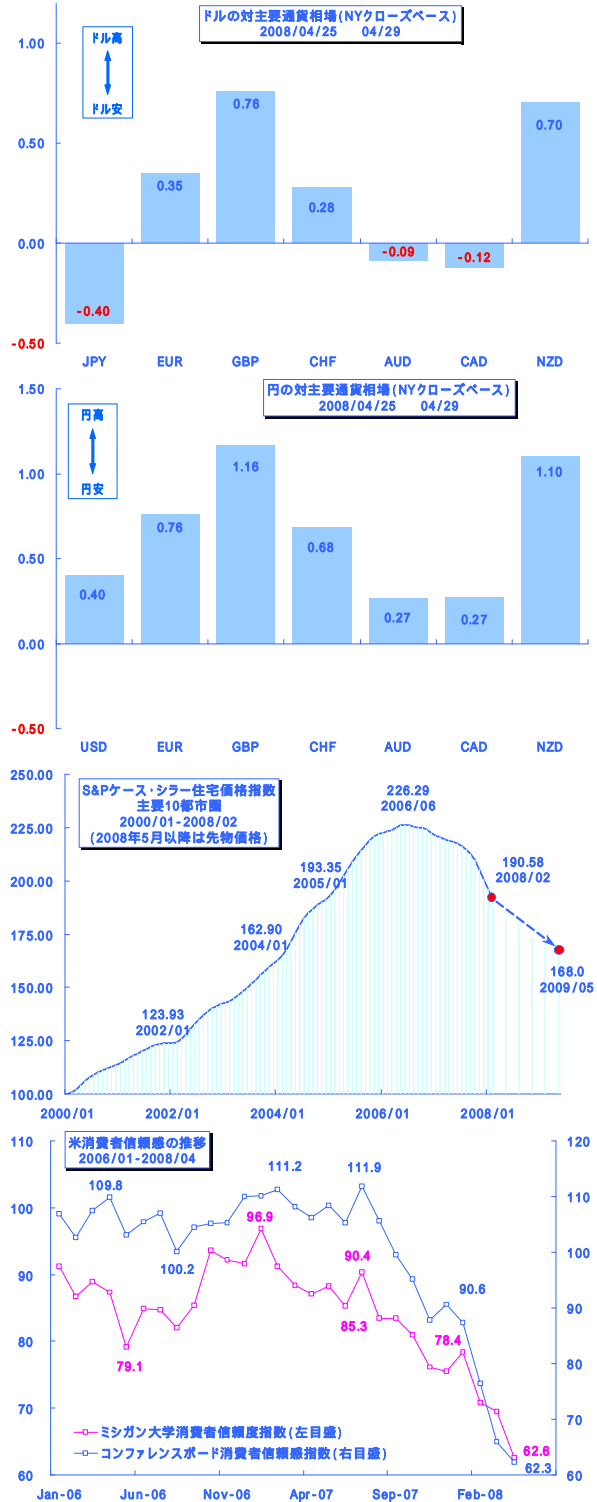
市場の米金融政策見通しを反映するFFレート先物市場は、25bpの小幅利下げ=80%、金利据え置き=20%、50bpの大幅利下げ=0%という織り込み度合いを示しており、2.00%への追加利下げの確率が先週末よりわずかに高まっている。とはいえ、「ベア・スターズ・ショック(03/16)」直後の3月17日時点ではFFレートが1.50%まで引き下げられるとの見方が織り込まれていたわけであり、この間の市場の金利観の変化が急速なドル買い戻しを促したことになる。

市場の金利観を変化させた最大の要因は、米主要金融機関の1-3月期決算が警戒されたほど悪くなく、事前予想を上回るものも存在したことで、最悪期を脱しつつあるとの見方が醸成されていったことにある。

しかし、サブプライムローン問題の根っこにある住宅価格に下げ止まりの兆しは見えておらず、マクロ経済の悪化に伴ってむしろ住宅差し押さえ件数が増加している。昨日発表されたS&Pケース・シラー住宅価格指数は、2月の米1戸建て中古住宅価格が主要20都市ベースで前年比12.7%の190.58と、主要20都市中17都市で過去最大の下落していたことが示されている。同住宅価格指数の先物市場では、2月時点の190.58から2009年5月の168.0までさらに11.8%の大幅な下落が織り込まれている。

住宅価格の下落は、潜在的な住宅需要を高めるとの見方から底入れ時期を早めるとの楽観論も聞かれるが、米消費者マインドが悪化傾向にある状況下では住宅市場の底上げにつながる需要は期待しづらい。

ロイター/ミシガン大学が先週末に発表した4月の



当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における 森 好治郎 個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご留意ください。

米消費者信頼感指数(確報値)は 62.6 と、1982 年 3 月に付けた 62.0 以来の低水準となっているほか、コンファレンスボードが昨日発表した 4 月の米消費者信頼感指数は 62.3 と、2003 年 3 月以来の水準に低下している。今週末には 4 月の雇用統計が発表されるが、NFP(非農業部門雇用者数)は前月比 8 万人と 4 ヶ月連続の減少が見込まれており、雇用情勢に改善の兆しが見えない限り、住宅市場やマクロ経済の縮小均衡が続くことになる。

今回の FOMC では、こうした現状を踏まえた景気と物価のリスクバランスが焦点となってくる。

前回 3 月会合では、「景気の先行きが一段と弱く金融市場は強い緊張下にある」との認識を示しながらもインフレに関する記述を顕著に増やし、リスクバランスを「中立」方向へ微妙に近づけていた。

この点については、FOMC メンバーのうち 2 名が大幅利下げに反対票を投じていたという事情から、インフレ警戒を強めるメンバーへの配慮が微妙なリスクバランスの修正につながったとする見方が存在している。

今回の声明文が、景気と物価のリスクバランスにおいてインフレ警戒感をより強く打ち出す場合には、むしろスタグフレーションのリスクが意識されるため、持続的なドル買いとはなりづらい。

持続的なドル買いを促すベストシナリオは、声明が信用収縮や景気への警戒感を緩和すると同時に、インフレ警戒感も緩めることであるが、FOMC メンバー等は講演を通じて景気下振れとインフレ高進のリスクに言及しており、ジレンマを抱える苦しい事情を露見するリスクを孕んでいるといえよう。

こうした観点からは、今回の FOMC が 25bp の小幅な利下げにとどめ、声明文がリスクバランスを均衡させ当面の金利据え置きを示唆したとしても、市場の関心は米国経済の重要先行指標である ISM 製造業景気指数(05/01)や FRB がインフレ指標として注視するコア PCE 価格指数、そして雇用統計(05/02)に向かうため、仮にドル買いで反応したと一時的な動きにとどまるものとみておきたい。

尚、本日午後には日銀が今後の政策を見極める上でみているシナリオとリスク判断を示す「展望レポート」が発表される。リスクシナリオのなかで米国経済をどのように位置付けているのか、今晚の FOMC 声明のバイアスを占う上で注目されよう。特に「展望レポート」を受けた欧州勢の反応に注目したい。

(4月30日 11:20 記)

米サブプライム・ショック前後の米主要経済指標(改定の場合は修正済み)

2007年7月~	7月	12月	1月	2月	3月	4月
ISM製造業景気指数	52.3	48.4	50.7	48.3	48.6	
ISM非製造業景気指数	55.9	54.4	41.9	50.8	52.2	
シカゴPMI景況指数	53.4	56.4	51.5	44.5	48.2	
NY連鎖製造業景況指数	26.46	9.80	9.03	11.72	22.23	0.63
フィラデルフィア連鎖景況指数	9.2	1.6	20.9	24.00	17.40	24.90
非農業部門雇用者数・万人	9.3	4.1	7.6	7.6	8.0	
失業率・%	4.6	5.0	4.9	4.8	5.1	
時間当たり賃金・ドル	17.45	17.70	17.75	17.81	17.86	
CPIコア指数・前年比%	2.2	2.4	2.5	2.3	2.4	
PPIコア指数・前年比%	2.3	2.0	2.3	2.4	2.7	
コアPCE価格指数・#	1.9	2.2	2.0	2.0		
CB・景気先行指数(LEI)	138.1	136.5	135.8	135.0	102.0	
CB・消費者信頼感指数	111.9	90.6	87.3	76.4	65.9	62.3
小売売上高・コア前月比%	0.7	0.5	0.4	0.1	0.1	

<2008年3月18日開催のFOMC声明の要旨>

FOMCは、FFレートの誘導目標を75bp引き下げ年率2.25%とした。(8対2で決定) 公定歩合も75bp引き下げ年率2.50%とした。

- (1) 景気認識: 景気の先行きが一段と弱く金融市場は強い緊張下にある
 - <01/31> 金融市場はかなりの緊張下であり企業や家計にとって信用は一段と収縮(前回) 最近の情報は住宅市場の一段の収縮と労働市場の若干の軟化を示す
 - <03/18> 最近の情報は経済活動の見通しが一段と弱まったことを示している(今回) 与信条件の厳格化と住宅収縮の深刻化が経済成長を圧迫する
- (2) 物価認識: インフレに対する圧力は高まっている
 - <01/31> 今後数四半期にわたるインフレが緩和すると予想するが注意深く監視する
 - <03/18> インフレ見通しをめぐる不確実性は高まっており引き続き注意深く監視する
- (3) 政策運営: 必要に応じて迅速に行動する
 - <01/31> 成長への下振れリスクは引き続き存在する これらのリスクに対処するため、必要に応じてタイムリーに行動する
 - <03/18> 成長に対する下振れリスクは引き続き存在する 持続可能な経済成長や物価安定を促すため必要に応じて迅速に行動する

日銀「展望レポート(経済・物価情勢の展望)」の構成

基本的見解

- ▼経済・物価情勢の見通し
 - 翌年度にかけて可能性が高いとみる経済や物価のシナリオを提示
- ▼上振れ・下振れ要因
 - 経済や物価のシナリオに変化を与える可能性のある要因を分析
- ▼金融政策運営
 - 経済・物価の見通しを踏まえて今後の金融政策運営方針を説明

背景説明

消費など個別の項目ごとに詳細な背景を説明

「2007年10月・展望レポート」のポイント

- <経済展望> 生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されおの長い拡大を続ける
- <リスク要因> 国際金融市場の変動やそれに伴う米国景気の下振れリスク 緩和的な金融環境が続くも金融・経済活動の振幅拡大のリスク
- <政策運営> リスク要因を点検しながら経済・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

「日銀展望レポート」政策委員見通しの中央値

対前年度比、%	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価(除く生鮮食品)
07年度	2007年10月 +1.7~+1.8 <+1.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	+0.0~+0.1 <+0.0>
	4月時点見通し +2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	+0.0~+0.2 <+0.1>
08年度	2007年10月 +1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
	4月時点見通し +2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

資料:2007年10月31日、対前年度比%、<>内は政策委員見通しの中央値

当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における 森 好治郎 個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご留意ください。