明治安田生命 経済ウォッチ

2008 年 12 月 第 4 週号

（原則、毎月第 2 週、4 週発行） 2008 年度 vol.18

〈フォーカス〉 2009 年の最初のテーマは世界デフレ

米国発の世界的な金融危機は、ここへきて、実体経済への侵食の度合いを一段と強めている。とりわけ、震源地である米国経済の悪化は深刻で、このままでは、「米国発世界デフレ」の可能性も否定できない状況だ。デフレという現象自体、あたかも伝染病のように国から国へ伝播する性質のものではないが、世界の GDP の約 3 割を占め、これまで「最後の買い手」として世界経済に君臨してきた米国経済の失速は、日本を始め、とりわけ米国頼みの成長を続けてきた国々にとって、景気悪化を通じた強いデフレ圧力となる。

サブプライム問題が表面化する前までの世界的な好景気の背景には、米国家計の過剰消費体質がもたらした経常赤字(=投資超過)の拡大と、新興国の経済発展に伴う経常黒字(=貯蓄超過)の拡大がうまくマッチしたことがあった。米国にとっては、国内の供給力を超える需要を、インフレを起こすことなく賄うことができた半面、内需が育っていない新興国でも、輸出主導の成長モデルの構築を通じ、いわば身の丈以上の高成長を享受することが可能となったためである。

新興国からの低価格品の輸出増は、財価格の抑制要因となる一方、新興国が稼いだ外貨が先進国の金融市場に還流することにより、金融資産の価格押し上げ要因となった。こうした財市場と金融市場の需給バランスの変化が、グリーンスパン前 FRB 議長が「謎」と呼んだ長期金利の低位安定の大きな要因となった。低水準の長期金利はその後の住宅バブルをもたらし、米国家計の借金依存体質を一層助長した。しかし、いまやこうした米国家計の所得・消費構造は大きな転換を迫られている。今後は、家計貯蓄率の上昇に伴い、経常赤字は縮小に向かう可能性が大きい。これは、米国が世界経済の「最後の買い手」としての座を降りつつあることを意味している。

IMF(国際通貨基金)が 10 月に発表した世界経済予測でも、米国の経常赤字が 2009 年にかけて、急速に縮小に向かう姿が示されている。大規模な財政対策が、一時的に経常赤字の縮小ペースを抑える可能性はあるが、いずれは緊縮路線への転換を余儀なくされることを考えれば、中期的なトレンドは不変だろう。米国頼みの成長を続けてきた国が、これまでの成長率を維持していくためには、内需主導型の成長への構造転換を図るしかないが、経済構造の転換は一朝一夕に行くものではない。とりわけ、元々内需に勢いがなく、物価が低水準で推移してきた日本経済は、デフレ不況への逆戻りリスクに直面することになると考えられる。結局、向こう数年の世界経済は、縮小均衡的な動きを余儀なくされるというのが現実ではないか。

(Kodama wrote)

目次

〈ﾌｫｰｶｽ〉：FRB は量的緩和政策を超えた領域に…… 1
・経済情勢概況…… 2
・日銀は「米国型量的緩和」の方向へ…… 3
・2008-2009年度経済見通しの改定について…… 8
・景気の急速な冷え込みを示した12月日銀短観…… 10
・12月15－16日開催の米FOMCについて…… 13
・各国で温度差の見られる欧州での景気対策…… 19
・普及が期待される金融 ADR…… 21
・主要経済指標レビュー…… 23
・日米のマーケットの動向…… 26

経済情勢概況（※~~取り消し~~線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日　本

日本経済は、~~後退局面入りした可能性が高まっ~~急速に悪化している。

個人消費は、雇用・所得環境の軟化を背景に低迷している。今後も企業収益の悪化が見込まれることから雇用・所得環境は厳しさを増す可能性が高く、個人消費は低調な推移が続こう。

住宅投資は、改正建築基準法の影響一巡で持ち直しの動きがみられるものの、法改正前の水準にいまだ到達しておらず、低調な推移が続いている。今後もマンション在庫の積み上がりなどから、弱めの推移が続く可能性が高い。設備投資は、期待成長率の低下などを背景に減速している。今後も、企業収益の悪化が予想されることから、減速基調が続くと予想する。公共投資は、政府の歳出削減方針に基づき、今後も減少基調が続くと予想するが、景気悪化を背景に歳出拡大要求が強まっていることから、減少ペースが和らぐ可能性があろう。

輸出は、欧米向けの減少に加えて新興国向けも弱含んでおり~~が増加基調を持続しているものの~~、~~欧米向けが弱まっていることから~~減速基調が強まっ~~し~~ている。輸出が再度勢いを取り戻すのは、米国景気が持ち直す来年度後半以降と予想する。足元の生産は弱含んでいる。今暫く米国景気の減速が続くと予想されることから生産活動は弱めの推移が続こう。

国内企業物価は国際商品市況の軟化を背景に鈍化している。川上産業における価格上昇圧力が弱まる中、川下産業でも製品価格の伸びは鈍化しており、物価の基調は弱いままである。コアCPI上昇率も、~~今後は~~引き続き上昇ペースが~~徐々に~~鈍化しよう。

米　国

米国経済は、サブプライム問題による住宅市場の回復の遅れや金融市場の混乱、新興国向け輸出の弱まりなどから、減速基調を強めている。原油価格の調整や、金融機関への公的資本注入を含めた積極的な財政・金融政策、住宅市場の底打ちなどから、2009年後半以降は持ち直しに向かうとみているが、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷、雇用環境の悪化などが下押し要因となっている。2009年には金融市場の落ち着きや住宅市場の底打ちが予想されるが、株価と住宅価格の下落に伴う逆資産効果はしばらく残り、個人消費が回復に向かうのは年後半からとなろう。

住宅市場では、貸出基準厳格化や物件差し押さえなどが回復の遅れに繋がっている。減速基調は今しばらく続きそうだが、中古住宅販売の増加や新築在庫件数の減少など、一部で底打ちに向かう兆しも見られる。人口増加社会での実需は底堅く、割高感が薄れるとともに販売や着工は上向いていくと考えられ、2009年前半には底打ちに向かうとみている。

設備投資は、企業が先行き不透明感による慎重姿勢から投資を控え、金融機関も当面は厳しめの貸出姿勢を維持すると考えられるため、弱めの推移が続くと見込まれる。ただし、企業が過剰設備や過剰在庫を抱えていないことなどから、来年後半には底堅さを取り戻そう。

原油価格の調整や景気減速基調が続く中、賃金の伸びも抑制され、コアインフレは鈍化方向に向かっている。FRBは12月に~~FFレートを0.5%まで引き下げるとみるが、さらなる利下げ余地は限定的で、金融市場の動向と景気下振れリスク、各種財政・金融政策の効果などを注視しつつ、非伝統的な政策も視野に入れた対応を模索しよう~~事実上ゼロ金利を容認し、長期国債の買い取り検討などの量的緩和政策を表明。今後もあらゆる政策手段を導入することによって、金融危機と実体経済悪化、さらにはデフレ阻止に向けた積極的な対応を続けよう。

欧　州

ユーロ圏経済は、金融不安や世界的な景気減速などの影響で、減速基調が鮮明になってきた。欧州の金融機関の経営不安も深刻化し~~てきており~~、金融不安が解消に向かうにはしばらく時間を要すると考えられることから、景気の停滞が長引く可能性が高い。金融不安の解消や、米国景気の持ち直しを受け、ユーロ圏景気が堅調な拡大ペースを取り戻すのは、2010年以降となろう。

個人消費は、金融不安に加え、改善傾向が続いていた失業率が~~ここにきて~~上昇に転じており、しばらくは減速基調が続こう。

設備投資は、域外景気の減速による企業収益悪化の影響などから、拡大ペースが鈍化している。製造業受注などの先行指標が総じて弱含んでいることから、当面低調な推移となる可能性が高い。2010年以降には、米国景気の持ち直しを受けた外需の復調により、底堅さを取り戻そう。

ECBは、10月に米・英中銀と共に50bpの協調利下げを行い、11月に50bp、12月にも75bpの利下げで政策金利を2.5%とした。ECBはこれまでのインフレ警戒スタンスを大きく後退させており、さらなる追加利下げで、政策金利を1.5%まで引き下げると予想する。

日銀は「米国型量的緩和」の方向へ

政策金利を0.1%に引き下げ

11月20,21日に開催された金融政策決定会合では、政策金利の0.1%への引き下げが決定された。政策金利の変更を含め、発表された政策の概要は下記の通り。市場の事前予想に対し、ほぼ満額回答と言える内容だったように思う。

１．金融市場調節方針
①政策金利の無担コールO/Nを0.3%から0.1%へ0.2%引き下げ
②基準貸付金利(ロンバート金利)を、0.5%から0.3%へ0.2%引き下げ
③日銀当座預金の超過準備への付利水準を、政策金利と同じ0.1%に設定(変更なし)

２．その他追加措置
①長期国債の買い入れ額を、月1.2兆円から1.4兆円へと増額。また、買い入れ対象国債の追加、残存年数別買い入れの実施。
②CPの買い切りの実施、また、企業金融にかかわるその他の商品についても対応を検討
③12月2日の臨時決定会合において実施を表明していた新規オペの開始

日銀は「動かないリスク」を意識

政策金利については、白川総裁がここのところゼロ金利の弊害を説きまわっていた影響もあって、週初までの市場では、今回は据え置きとの見方が大勢であった。しかし、16日のFOMCを境に空気は一変した。FOMCの事前予想は、FFレートは変更前の1%から0.5%の利下げ、予想を上回っても0.75%の利下げというのがほぼコンセンサスだっただけに、発表された政策は市場にとってサプライズとなった。これにより日米の政策金利水準が逆転、為替が大きく円高に振れたため、17日以降は、日銀も追随すると予想するとの期待が市場で急速に高まった。日銀にとっては結果として、前回利下げを行った10月31日同様、今回も会合直前になって方針転換を迫られる形になったと言えそうだ。

もっとも、会合当日の19日の為替相場は、18日にECBが準備預金利率の引き下げを発表したことで対ユーロでドルが買われたのに伴い、対円でも90円/ﾄﾞﾙ台を回復するなど、むしろ円安に振れていた。株価もFOMC後は比較的安定的に推移しており、その意味では、浮足立った性急な政策変更は避け、これまでの政策の効果を見極めるという姿勢を保つ選択肢もなくはなかった。しかし、市場が日銀の政策変更を見込んだうえで動いている可能性が高いことを考えると、日銀としては、利下げを見送ることで、再度円高と株安のスパイラルが昂進するという「動かないリスク」を考慮せざるをえなかったと考えられる。

0.2%という利下げ幅は、筆者の予想を含め、ほぼ市場予想通り。白川総裁は会見で、「出発点の金利水準が0.3%だから、おのずと低下の余地は限られてくる。その時に意識したことは、短期金融市場の市場機能を維持しておきたい、日本銀行の政策によって短期金融市場の機能がさらに低下していくことは避けたい。その両者のぎりぎりのバランスの中で、この0.1%という水準が適切であると判断した。」と述べており、改めて市場機能維持へのこだわりを示している。

「付利」は残される

政策金利自体がわずか0.1%まで下がったことによって、0.3%というコールレートを中心に、ロンバート金利と当預残の超過準備への付利で上下0.2%のレンジを設けるというスキームは、10月31日の政策決定会合における喧々諤々の議論の末の決定から2ヶ月弱、実際に付利が始まってからわずか1ヶ月で抜本的な変更を余儀なくされることになった。もっとも、追加利下げを行えば不要になると筆者が考えていた付利は0.1%のまま残された。したがって、準備預金の対象となる金融機関にとって、最低でも0.1%での短期資金の運用を保証されるという状況は変わらない。日銀にとっては、潤沢な資金供給を反映して、実効レートがゼロに張り付いたままになる事態は避けられる。政策金利のゼロまでの幅がたった0.1%で、しかも付利と同水準ということであれば、市場機能の働く余地はごくごく限定的ということになってしまうが、それでも、市場機能を完全に殺すことだけは避けたいという日銀の意志がうかがえる。

CPの買い切り開始、国債買い切りの増額も実施

CPの買い取りは、昨今の企業金融の引き締まりを受け、先月あたりから実施への期待が高まっていた政策である。政府の方は、政策投資銀行によるCPの買い取りを決定しているが、12月14日には、日銀にも買い取りを要請しているとの報道が流れていた。

金融機関にいくら資金を供給したところで、BIS規制に直面する銀行は、リスクを積極的に取りにいく余裕がない。とりわけ、政府からは中小企業向けの信用維持を厳しく求められているおりでもあり、結果として大企業向けの信用も絞らざるを得ない状況にあった。日銀によるCPの買い切りは、こうした企業金融の引き締まりを緩和するうえで、一定の効果が見込まれる。

ただ、日銀自身も言及しているとおり、これは、日銀自身が個別企業の信用リスクを負担するという、異例の対応にほかならない。発表文には、「政府との関係も含めどのような対応が必要かといった点からの検討を進めた」と記載されているが、具体的には政府保証の付与などを、政府との交渉の場で求めていくものと見られる。

白川総裁は会見で、「主要国で個別の企業リスクをとった政策は、すべてを承知しているわけではないが、私が記憶している限りでは、日本銀行がABCPの買い入れを行ったこと、金融政策ではないが銀行保有株式を買い入れたことに続いて、今回のFRBの措置」と述べたほか、「今回、欧米の資本市場の状況は日本に比べるとより厳しいが、欧州の中央銀行はそこにはまだ踏み切っていない」と、日銀が諸外国に先んじて実施している政策であることをアピールし、「日本銀行にとってこれは非常に重い決定」と強調している。

発表文に、「企業金融にかかわるその他の商品についても対応を検討」と記載されていた点については、「CP以外の面でどのような対応を考えているかについては、今回、基本的な検討のポイントを執行部に対して指示した。それを踏まえて執行部がこれから検討する。現時点ではそれ以上の答えはない」とのことで、具体的なヒントは何も得られなかった。とりあえず、手を付け安い政策としては担保範囲の拡大などが考えられるが、買い取りの対象をCPからさらに広げる腹積もりがあるのか、現時点ではわからない。

長期国債の買い入れ増額についても、日銀発行券残高の範囲内という制限枠に余裕があったことから、実施の可能性が指摘されていた。1.2兆円から1.4兆円へと増加という金額もほぼ予想の範囲内である。発表を受け、10年債金利は、1.2%台前半まで低下している。

「量的緩和」の定義を巡る混乱

今回の定例会見では、今回日銀のとった政策が量的緩和ではないことを再三強調する姿勢も印象的だ

った。

量的緩和の定義が論者によってかなり幅が広いことに起因する議論の混乱は筆者も気になっていたところで、前号の表紙でも論じたとおりである。「デフレについて議論する場合、最初にどのような定義で議論するかを明らかにする必要がある」とは、白川総裁がデフレについて問われた時に必ず発する言葉だが、今後は「量的緩和」も、同様のリストの中に加わることになりそうだ。

白川総裁は、「当座預金の量にターゲットを定めて、これを大幅に拡張することによって、この流動性がどこかでマクロ的な景気の刺激効果を生んでいくことを期待する政策を量的緩和政策と呼んだ。当時、海外の学者が提案したのはそういう点での量的緩和だった。今回、米国はそういう点での量的緩和を採用していないし、日本銀行も今回、そうした意味での量的緩和は採用していない」と述べている。

米国の場合、政策金利の下限がゼロまで下がったとはいえ、政策目標はあくまで金利であり、金利政策との対比という意味での量的緩和策には当たらない。こうした定義で使う限り、「金利付き量的緩和」とは意味不明の用語となる。また、白川総裁はFRBが今回とった策について、「金融調節によって市場金利をできるだけゼロ%に近づけるという決定は行われていない」と、いわゆるゼロ金利政策とも異なるとし、その根拠として準備預金の付利水準が0.25%であることを挙げている。筆者も同感で、最初にFOMCの発表を聞いた時は、下限がゼロであることのみに目を奪われ、事実上のゼロ金利政策であると思ったが、後から付利水準の話を聞いて考えを改めた。準備預金の対象金融機関が最低0.25%での運用を保障されている以上、政策金利の目標水準は事実上0.25%ということになるだろう。ただし米国の場合、準備預金の対象外であるGSEが短期市場に資金を放出してくるので、これまでも実効FFレートがターゲットを下回る状況が続き、FRBは目標水準への調整に苦慮する状況となっていた。今回の政策は、今後は無理して調整しない方針を宣言した形であり、よって事実上のゼロ金利という状態が続くかもしれないが、FRBがゼロ水準への誘導をしているわけではない以上、ゼロ金利「政策」という呼び方は適切ではないと言えるだろう。強いて言えば、「ゼロ金利容認政策」である。

量的緩和の「米国型」と「日本型」

ただ、元々「量的緩和政策」という言葉自体、定義が決まっていてそれ以外の意味で用いたら誤りという性格のものではない。白川総裁は今回の会見で、「日銀が大量に資金供給をやるという意味では量的緩和的と言えるのではないか」と食い下がる記者に対し、「言葉の定義の問題ですから、定義というのはそれぞれ自分の好みで定義すればできる」と突き放している。ちなみに、元日銀審議委員の植田和夫教授は自著で、ゼロ金利に加え、将来の金融政策経路に関するなんらかのコミット、特定の資産の大量購入、中央銀行のB/Sの拡張など、「複数の政策パッケージを包括する用語」と定義づけている。

最近は、中央銀行のB/Sが拡大することを指して、量的緩和と呼ぶ傾向が増えているが、これについては白川総裁が、「バランスシートの規模を拡張していくこと自体に目標を置いているわけではない。結果として拡張することはあるかもしれないが、バランスシートを積極的に大幅に拡張することに政策の理念があるわけではない」と述べているとおりだ。たとえば当預に付利を実施することは、「結果として当預残が拡張する」好例だが、これがなんらかの金融緩和効果を発揮するわけではない。白川総裁自身、量的緩和の定義が乱立する現状に違和感を覚えていると考えられる。

では、FRBが今後FFレートから当預残高に目標を移し、日銀型の量的緩和策に移行する可能性があるかというと、その可能性は極めて低い、というよりも、ほとんど意味がない。理由はまず、前述のとおり、FRBは当預残高への付利を継続しているため、ある意味自動的に当預に資金が集中する仕組みになっているためである。第二に、FRBは既に自ら大々的にリスク資産を買い入れている。すなわち、あく

まで金融機関を通じた間接的なリスク資産への浸み出しを狙う日銀型量的緩和策より、はるかに大胆な政策を既に実施しているためだ。

日銀も「米国型量的緩和」の方向へ

日銀も基本的には類似の路線を目指すものと考えられる。政策金利の引き下げは、おそらくこれで終了ではないか。市場機能を維持することへの白川総裁のこだわりは相当に強い。ここからゼロまで下げても0.1%分の金融緩和効果しかないのに対し、金利がゼロまで下がる限界的なデメリットの増分の方がはるかに大きいと考えているだろう。従来型の量的緩和政策に逆戻りする可能性も低い。そもそも日銀自身が量的緩和策を評価していない。会見でも触れているが、かつての量的緩和は、信用不安の沈静化には一定の効果があったものの、金融緩和効果があったかどうかは極めて疑わしいというのが日銀内部における支配的な見方のように見受けられる。

日銀の発表文に「企業金融にかかわるその他の商品についても対応を検討」とある通り、今後はリスク資産を選別のうえ買い取るという形で日銀のバランスシートを活用する、いわば、「米国型量的緩和政策」の方向に進んでいくと考えられる。あとは、規模と節度をどのようにコントロールしていくかと点に市場の注目が集まっていくことになろう。(担当:小玉)

(別表)会合後の声明文の前回との比較(下線部は主たる変更箇所)

前回　2008/11/21	今回　2008/12/19
１．日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。 **無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．３％前後で推移するよう促す。**	**１．日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり、政策金利を引き下げることを決定した。また、別紙のとおり、「金融調節手段に係る追加措置」を決定した（全員一致）。** **（１）金融市場調節方針の変更（賛成７反対１）** **無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を<u>０．２％引き下げ、０．１％前後で推移</u>するよう促す（公表後直ちに実施）。** **（２）基準貸付利率の変更（全員一致）** **補完貸付については、その適用金利である<u>基準貸付利率を０．２％引き下げ、０．３％とする</u>（公表後直ちに実施）。** **（３）補完当座預金制度の適用利率（賛成７反対１）** **補完当座預金制度の適用利率については、０．１％とする（公表後直ちに実施）。**
＜筆者コメント＞ ・レポート本文参照	
２．わが国の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の減少などから停滞色が強まっており、当面、こうした状態が続く可能性が高い。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もと＋２％台半ばとなっているが、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、低下していくと予想される。先行きについては、わが国経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高いと判断される。ただし、こうした見通しに関する不確実性は高く、世界経済の減速や国際金融資本市場の動揺を踏まえると、回復への条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。	**２．わが国の経済情勢をみると、海外経済の減速により輸出が減少していることに加え、<u>企業収益や家計の雇用・所得環境が悪化する中で、内需も弱まっている。金融環境をみると、全体として厳しい方向に急速に変化している。これらを背景に、わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い。</u>物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もと<u>＋２％程度</u>となっているが、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きを反映して、低下していくと予想される。経済・物価の先行きについては、<u>物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく、との見通しに関する不確実性は高く</u>、世界経済の減速や国際金融資本市場の動揺を踏まえると、わが国経済の回復に向けた条件が整うには、相応の時間を要するとみられる。**
＜筆者コメント＞ ・景気認識は過去に例のない大幅下方修正。「景気は停滞色が強まる」から、「悪化している」へと修正されたほか、	

「当面、厳しさを増す」と先行きはさらに悪化するとの見通しを示す。
・景気減速の理由として、これまでの外需に加え内需の弱まりと、金融環境の急速な悪化が追加された。一方で、エネルギー・原材料価格高の影響は削除。
・「持続的な成長経路に復していく可能性が相対的に高い」との見通しから、「可能性が高い」が削除され、不確実性がより強調される形に。白川総裁は会見において、10月展望レポートの下方修正を認めたうえで、数量的なイメージも含めた体系的な点検を来月1月の中間評価で実施すると述べた。

３．リスク要因をみると、米欧の金融情勢や世界経済の動向次第では、わが国の景気が更に下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出姿勢や社債・ＣＰ市場の動向など金融環境が一層厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性がある。物価面では、上振れリスクは以前と比べ小さくなっている一方、景気の下振れリスクが顕在化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。	**３．リスク要因をみると、米欧の金融情勢や世界経済の動向次第では、わが国の景気が更に下振れるリスクがあることに注意する必要がある。また、金融機関の貸出姿勢や社債・ＣＰ市場の動向など金融環境が一層厳しさを増す場合には、金融面から実体経済への下押し圧力が高まる可能性がある。物価面では、景気の下振れリスクが顕在化した場合や国際商品市況が更に下落した場合には、物価上昇率が一段と低下する可能性もある。**

＜筆者コメント＞
・弱められつつあった物価上振れリスクへの指摘が完全に削除された

４．日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、適切に金融政策運営を行っていく。また、国際金融資本市場の動向を注視しつつ、年末、年度末に向けた積極的な資金供給など、適切な金融調節の実施を通じて、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく方針である。また、上記の金融環境を踏まえ、企業金融の円滑化に資する観点から、当面、ＣＰ現先オペを一層活用していく。さらに、同様の観点から、民間企業債務の適格担保としての取扱いや民間企業債務を担保とする資金供給面の工夫について速やかに検討を行い、その結果を決定会合に報告するよう、議長より執行部に対し、指示がなされた。	**４．日本銀行としては、わが国経済が、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくために、今後とも、中央銀行としてなし得る最大限の貢献を行っていく方針である。また、民間金融機関に対しては、低金利環境や様々な金融調節面での諸措置を最大限活用し、適切な対応をとられることを強く期待している。**

＜筆者コメント＞
・景気回復のために「中央銀行としてなし得る最大限の貢献」を行うという強い意志を示す。また、民間金融機関に対し、信用拡大を期待するコメントを追加

2008－2009 年度経済見通しの改定について

GDP 統計の遡及改定について

内閣府は、年に一度の GDP 確報推計を行い、その結果を 12 月 2 日に公表した。GDP 統計は、当該四半期末の約 1 ヶ月半後に 1 次速報が、その約 1 ヶ月後に 2 次速報が発表される。そして、翌年 12 月頃に確報が、その約 1 年後に確々報が公表される。今回は、2007 年度の速報値が確報値に、2006 年度の確報値が確々報値に改定された。

確報推計作業では、GDP 算出のための基礎資料として使用される工業統計調査や法人企業統計年報等、各種年次統計の最新版が公表されること、国や独立行政法人等の最新の決算書が入手できることなどから、それまで使用できなかったデータを用いて推計をやり直す。

(図表1)改定前後の実質成長率の比較

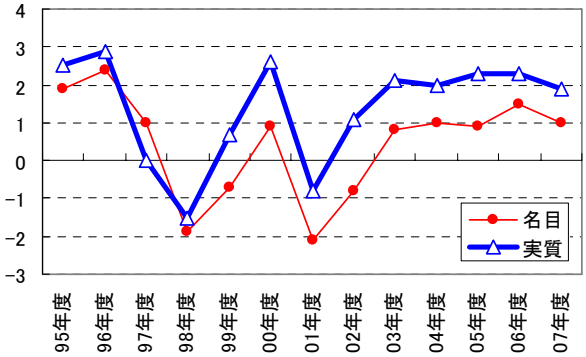
(前年度比:%)	2006年度		2007年度	
	確報値	確々報値	速報値	確報値
実質GDP	2.5%	2.3%	1.7%	1.9%
民間最終消費支出	1.8%	1.1%	1.7%	0.9%
民間住宅投資	0.2%	−0.2%	−13.3%	−13.0%
民間設備投資	5.6%	5.6%	−0.1%	2.3%
政府最終消費支出	0.1%	1.1%	0.7%	2.2%
公的固定資本形成	−9.1%	−8.8%	−1.8%	−5.8%
在庫品増加(寄与度)	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.8%	0.8%	1.3%	1.3%
名目GDP	1.7%	1.5%	0.7%	1.0%
GDPデフレータ	−0.8%	−0.7%	−1.0%	−0.9%

(出所)内閣府

2007 年度の実質 GDP は小幅上方修正

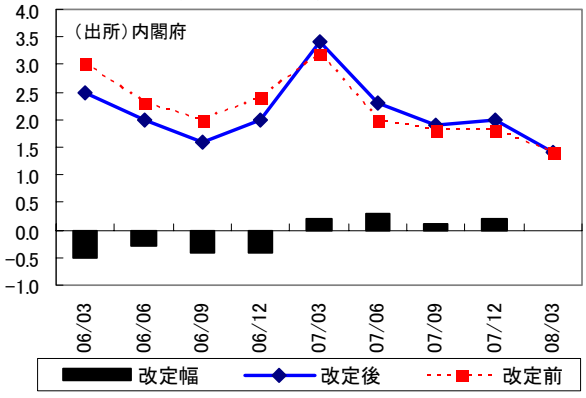
再推計によって、過去の実質 GDP 成長率は図表 1 のように変化した。2006 年度の実質 GDP 成長率が前年比で 0.2%ポイント下方修正される一方、2007 年度は 0.2%ポイント上方修正された。この結果、日本経済は 2003 年度以降、5 年にわたって 2%近辺で安定的な成長が続いたことになる（図表 2）。

前年度比(%)　(図表2)GDP成長率の推移



(出所)内閣府

前年度比%　(図表3)実質GDP成長率の改定状況



2006 年度の数値を需要項目別に見てみると、政府消費支出の寄与度が 0.2%ポイント上方修正されたが、個人消費が 0.4%ポイント下方修正された結果、成長率が押し下げられた。2007 年度についても、2006 年度同様に個人消費の下方修正が目立っており、最大の押し下げ要因となっている(0.5%ポイント下方修正)。他には、公共投資も 0.2%ポイント下方修正されたが、設備投資が 0.4%ポイント、政府消費支出が 0.3%ポイント、在庫投資が 0.1%ポイント上方修正されたことで、成長率は押し上げられた。

四半期ベースの改定結果をみると、2007 年度は 2008 年 1－3 月期を除く 3 つの四半期で成長率が上方修正されており（図表 3）、2008 年度の実質 GDP の発射台となる、いわゆる「ゲタ」の部分は 0.88%から 0.93%へ 0.05%ポイント上昇している。

経済見通しの改定について

一方、12 月 9 日に公表された 2008 年 7－9 月期 GDP の 2 次速報では、7－9 月期の成長率が前期比で 0.4%ポイント下方修正されたほか、4－6 月期も同 0.1%ポイント下方修正された。7－9 月期に関しては、在庫投資が最大の下方修正要因となったほか、政府消費支出が小幅ながら下方修正されたことが影

響した（図表4）。この結果、GDP成長率に対する内需の寄与度が▲0.3%、外需の寄与度が▲0.2%となり、景気牽引役が不在となっている現状が改めて浮き彫りになった。

当Gでは、11月20日に「2008－2009年度経済見通し」を対外発表したが、上述のとおり、推計する際の基礎データであった過去の数値が変化したこと、海外景気の減速を背景に国内の経済指標が悪化傾向を強めていることなどから、改めて経済見通しを作成し直した。その概要が図表5である。

（図表4）当Gの実質GDP成長率予測と実績

（前期比）	1次QE実績		2次QE実績		2次QE当G予想	
	08Q3	寄与度	08Q3	寄与度	08Q3	寄与度
実質GDP	**-0.1**	―	**-0.5**	―	**-0.1**	―
前期比年率	-0.4	―	-1.8	―	-0.6	―
民間最終消費支出	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1
民間住宅投資	4.0	0.1	3.9	0.1	3.8	0.1
民間設備投資	-1.7	-0.3	-2.0	-0.3	-1.9	-0.3
政府最終消費支出	0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.0
公的固定資本形成	0.4	0.0	0.4	0.0	0.4	0.0
在庫品増加(寄与度)	―	0.0	―	-0.2	―	-0.0
純輸出(寄与度)	―	-0.2	―	-0.2	―	-0.1
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	0.7	0.1	0.8	0.2	0.9	0.1
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	1.9	-0.3	2.3	-0.4	1.8	-0.2
名目GDP	-0.5	―	-0.7	―	-0.5	―
前期比年率	-2.1	―	-2.7	―	-2.2	―
GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年比)	-1.6	―	-1.6	―	-1.6	―

（出所）内閣府資料等より明治安田生命作成

改定経済見通しでは、2008年度の実質GDP成長率が前年度比▲0.9%と、11月予測から0.5%ポイントの下方修正となった。先述のとおり、2008年度の「ゲタ」は小幅上昇したものの、2008年度前半の成長率が大きく下振れたほか、景気の悪化基調が足元で一段と強まっていることなどから、下方修正に至った。2009年度の実質GDP成長率も同▲0.8%と、11月予測から0.5%ポイント下方修正した。

今暫くは低成長が続く見通し

2009年度にかけての日本経済は、金融危機の後遺症や世界景気の悪化を背景に輸出の減速が予想されることに加え、これまでの原材料高や円高の影響で企業収益は大幅減益が見込まれることなどから、設備投資や個人消費の低迷が続く可能性が高い。景気牽引役が見当たらない中、国内景気は当面低迷を余儀なくされると予想する。

もっとも、2009年度後半には米国経済が徐々に持ち直しへ向かうと予想されることから、日本経済も次第に底入れの時期を探るような展開となってこよう。ただし、米国経済の回復ペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高いことから、国内景気についても潜在成長率を下回る低成長が続くと予想する。（担当：大広）

（図表5）日本のGDP成長率予測（改定版）

（前期比）	2008年12月10日時点（2次QE反映後）			2008年11月20日時点（1次QE公表後）		
	2007年度（実績）	2008年度（予測）	2009年度（予測）	2007年度（実績）	2008年度（予測）	2009年度（予測）
実質GDP	1.9%	**-0.9%**	**-0.8%**	1.7%	-0.4%	-0.3%
民間最終消費支出	0.9%	**0.2%**	**0.2%**	1.7%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	-13.0%	**-4.0%**	**0.4%**	-13.3%	-3.5%	0.9%
民間設備投資	2.3%	**-4.1%**	**-4.5%**	-0.1%	-3.2%	-2.8%
政府最終消費支出	2.2%	**-0.4%**	**0.3%**	0.7%	0.2%	0.7%
公的固定資本形成	-5.8%	**-5.6%**	**-2.1%**	-1.8%	-5.7%	-2.0%
在庫品増加(寄与度)	0.1%	**-0.1%**	**0.4%**	0.0%	-0.1%	0.3%
純輸出(寄与度)	1.3%	**0.2%**	**-0.5%**	1.3%	0.2%	-0.3%
財貨・サービスの輸出	9.3%	**0.2%**	**-3.6%**	9.5%	1.0%	-1.0%
財貨・サービスの輸入	1.8%	**-1.0%**	**-0.6%**	2.0%	-0.7%	1.5%
内需(寄与度)	0.7%	**-1.0%**	**-0.3%**	0.5%	-0.7%	0.1%
名目GDP	1.0%	**-2.1%**	**-0.9%**	0.7%	-1.7%	-0.5%
GDPデフレータ	-0.9%	**-1.3%**	**-0.2%**	-1.0%	-1.2%	-0.2%

（出所）内閣府資料等より明治安田生命作成

景気の急速な冷え込みを示した12月日銀短観

企業景況感は急激に悪化

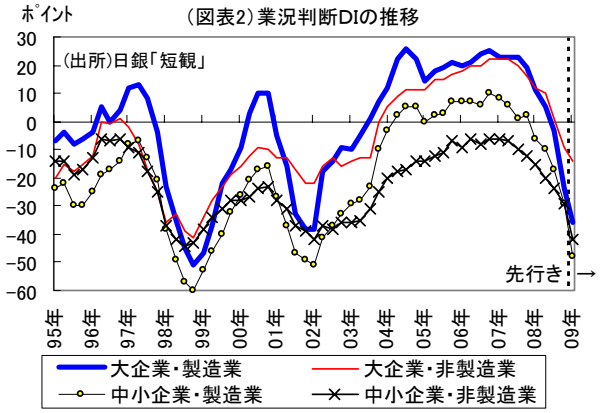
12月調査の日銀短観では、発表されるデータの中で最も注目度の高い大企業・製造業の業況判断DIが▲24と、前回9月調査から21ポイントの大幅悪化となった（図表1、2）。21ポイントのマイナスは、調査開始以来2番目の低下幅。前回調査が行われた9月は、今回の金融危機の発端となった米リーマン・ブラザーズ社の破綻があったが、それ以後も世界各国で金融機関の破綻や再編が相次いだことが企業マインドを急激に押し下げた。これまで堅調に推移してきた新興諸国の景気が、欧米景気の腰折れによって大きな影響を受けるといった見方が増えつつあり、世界同時不況の様相を呈してきている点も下押し材料になったと考える。

（図表1）日銀短観業況判断DIの推移

	9月調査実績		12月調査実績				12月調査の当グループ予測			
	9月 実績	12月 予測	12月 実績	変化	3月 予測	変化	12月 予測値	変化	3月 予測値	変化
大企業	0	▲ 2	▲ 16	▲ 16	▲ 25	▲ 9	▲ 15	▲ 15	▲ 19	▲ 4
製造業	▲ 3	▲ 4	▲ 24	▲ 21	▲ 36	▲ 12	▲ 21	▲ 18	▲ 28	▲ 7
非製造業	1	▲ 1	▲ 9	▲ 10	▲ 14	▲ 5	▲ 8	▲ 9	▲ 10	▲ 2
中小企業	▲ 21	▲ 29	▲ 28	▲ 7	▲ 44	▲ 16	▲ 34	▲ 13	▲ 39	▲ 5
製造業	▲ 17	▲ 25	▲ 29	▲ 12	▲ 48	▲ 19	▲ 33	▲ 16	▲ 41	▲ 8
非製造業	▲ 24	▲ 31	▲ 29	▲ 5	▲ 42	▲ 13	▲ 34	▲ 10	▲ 38	▲ 4

（出所）日銀「短観」等より明治安田生命作成

（図表2）業況判断DIの推移



業種別にみると、15業種すべてで同DIが低下しており、業種を問わず景況感が悪化している様子がうかがえる。なかでも、販売不振が続く自動車や、輸出減速の影響を受けた一般機械、電気機械、商品価格の下落を反映した石油・石炭製品、非鉄金属などの落ち込みが目立っている。

大企業・非製造業の同DIは▲9と、9月調査から10ポイント悪化し、2003年9月調査以来のマイナスに転じた。業種別にみると、製造業同様、軒並み悪化しているが、特に落ち込みが顕著なのが個人消費関連業種である。飲食店・宿泊や対個人サービス、卸売、小売などの悪化幅が大きく、雇用・所得環境の悪化などを反映して家計が生活防衛意識を強めている様子がうかがえる。その他の業種では、建設、不動産が低下し、建設需要の低調ぶりを示したほか、ロイター短観でDIの低下が顕著だった運輸、通信などでも大きく悪化した。

先行き3月の予測DIについては、大企業・製造業で12ポイントの悪化、大企業・非製造業も5ポイントの悪化が見込まれている。製造業の予測DIを業種別にみると、素材業種、加工業種ともに悪化が予想されており、世界的な景気減速を背景に、一段と需要が鈍るとの見方が強まっているようだ。

中小企業の業況判断DIは9月調査から製造業で12ポイント、非製造業で5ポイント悪化し、大企業同様に企業マインドが悪化している様子が示された。DIの低下幅は大企業よりも小幅だったが、先行きDIに関しては、製造業で19ポイント、非製造業で13ポイントの悪化が見込まれており、大企業より悲観的な見通しとなっている。大企業の下請けが多い中小企業の方が景気減速のわりを食いやすく、先行きに対する不安感を強く抱いている様子がうかがえる。

各種DIも大きく悪化

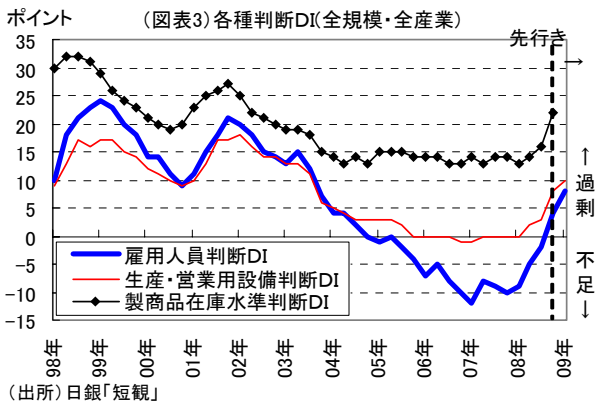
その他の判断DIを見ると、雇用人員判断DI（雇用過剰－雇用不足）は全規模・全産業ベース（以下同）

で＋4と、9月調査の▲2から悪化した（図表3）。同DIの悪化は4四半期連続であり、2004年9月調査以来の雇用過剰感を示す結果となった。先行きの予測DIは＋8とさらなる悪化が見込まれており、雇用環境は今後も悪化基調が続く見通しだ。

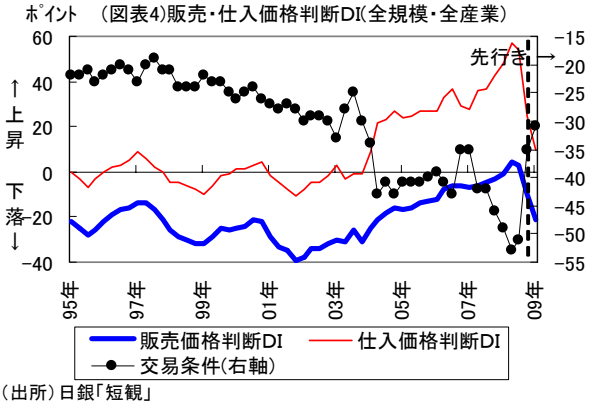
設備判断DI（設備過剰－設備不足）は＋8と、3四半期連続で悪化した。9月調査の＋3から5ポイントの悪化となっており、雇用過剰感だけでなく、設備過剰感も徐々に高まってきている。先行きの予測DIは＋10と12月調査から2ポイントの悪化が見込まれており、景気の先行き不透明感が強まる中で、企業は新たな設備投資に慎重な姿勢を強めている様子がうかがえる。

在庫水準判断DI（在庫過大－在庫不足）は＋22と、前回調査から6ポイント悪化し、在庫過剰感が急激に高まっている様子が示された。足元の生産は減産傾向が急速に強まっているが、そうした動きに即した形と言える。製造工業生産予測調査における予測修正率をみると、このところ大幅マイナスが続いており、企業が想定していた当初の生産計画を大幅に修正しなければならない事態が生じている様子が示されている。生産を減らしても、出荷がそれ以上に落ち込んでいるため在庫は徐々に増えてきており、在庫面からくる生産調整圧力は次第に高まってきている。

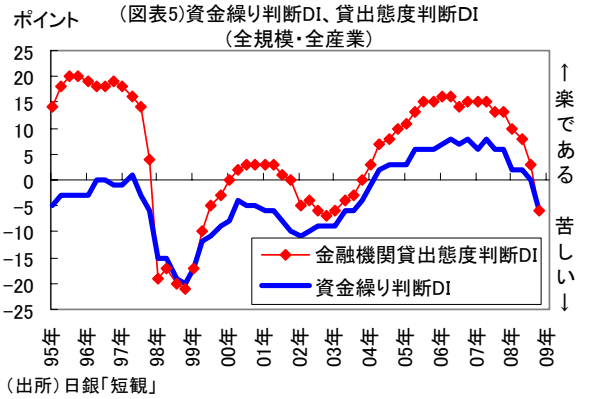
仕入価格判断DI、販売価格判断DI（価格上昇－価格下落）は、前者が前回調査から29ポイント低下、後者が13ポイント低下した（図表4）。仕入価格判断DIよりも販売価格判断DIの低下幅が小さかった点は、川下産業において交易条件が改善している様子を示しているが、業種・規模を問わず業況判断DIが悪化している現状を踏まえれば、世界的な景気減速に伴う需要の減少によって交易条件の改善効果は打ち消されてしまう可能性が高い。



（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」

資金繰り判断DI（楽である－苦しい）、金融機関の貸出態度判断DI（緩い－厳しい）についても前回調査から低下した（図表5）。前者は2004年3月調査以来、後者は2003年9月調査以来となるマイナスに転じており、金融市場が逼迫している現状を示唆する結果となった。大企業、中小企業別にみると、DIの水準は中小企業の方が低いものの、足元の低下ペースは大企業が上回っており、企業規模に関わらず資金繰りが厳しくなっている様子がうかがえる。

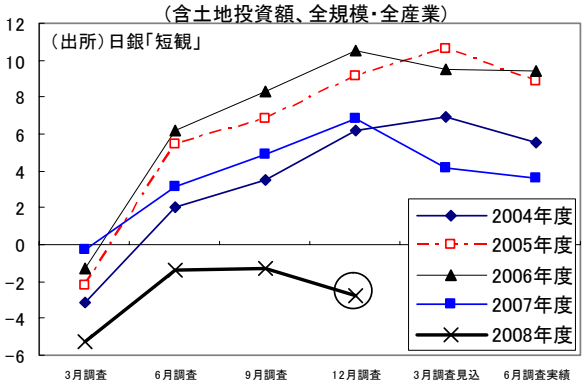
各種計画は下方修正、特に経常利益計画の修正が顕著

注目の2008年度設備投資計画は（以下、全規模・全産業ベース）前年度比▲2.8％となり、前回9月調査（同▲1.3％）から下方修正された（図表6、7）。前年12月調査の2007年度計画である同6.8％増も大きく下回るなど、12月調査としては過去5年間で最も低い結果となっており、設備投資の増勢は弱まっ

ている。海外景気の減速が見込まれる中、企業の期待成長率の低下が予想されることから設備投資は今後も減速基調が続こう。

2008年度の売上・収益計画は、前回9月調査から一段と厳しい内容となった。2008年度の売上高見通しは前年度比1.5%増と増収見込みをキープしたが、前回9月調査の同3.0%増、前年12月調査の2007年度計画である同3.4%増は下回った。経常利益見通しは同19.1%減と、前回9月調査の同8.1%減から大幅に下方修正されたほか、前年9月調査の2007年度計画である同1.1%増も大きく下回っている（図表8）。これまで行ってきた製品価格の値上げ効果によって増収が見込まれているものの、原材料価格の上昇などによって企業収益が大きく圧迫されており、結果的に大幅減益見通しとなっている。今回の計画の前提となっている2008年度の円／ドル想定レートは103.32円（上期：105.50円、下期：101.04円）と、現実のレートより大幅な円安水準が計画の前提となっている点も、後々企業収益のさらなる押し下げ要因となる可能性がある。

前年度比(%)　（図表6）過去5年間の設備投資計画
（含土地投資額、全規模・全産業）

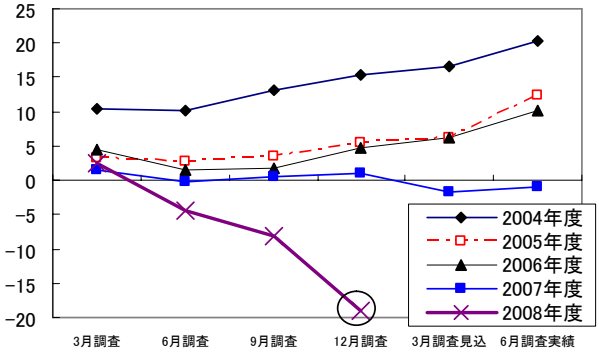


（図表7）当Gの日銀短観設備投資計画予想（全産業・前年比）

	07年度実績	08年度計画				
		3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	
					実績	当G予測
	%	%	%	%	%	%
全規模	3.6	▲ 5.3	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 2.8	▲ 2.9
大企業	4.9	▲ 1.6	2.4	1.7	▲ 0.2	▲ 0.8
中小企業	2.1	▲ 24.2	▲ 20.2	▲ 12.9	▲ 11.6	▲ 11.4

（出所）日銀短観等より明治安田生命作成

前年度比(%)（図表8）経常利益計画(全規模・全産業)



（出所）日銀「短観」

目先の国内景気は一段の悪化を予想

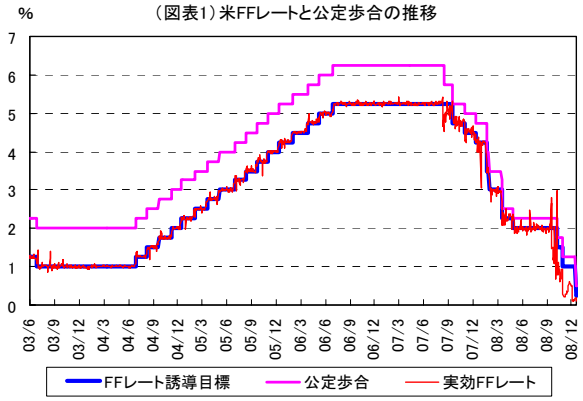
以上のように、今回の短観では、企業景況感が大幅に萎縮し、景気後退色が一段と強まっている様子が示された。今後の国内景気持ち直しのカギを握るのは米国をはじめとした海外景気の動向だが、欧米景気は金融市場の混乱長期化などにより、少なくとも来年前半までは低成長が続く見込みであり、特に1－3月期にかけてはマイナス成長が続く可能性が高いと予想している。新興国景気についても、OECD景気先行指数を見る限り、足元で低下傾向が鮮明になりつつあり、これまでのように景気の下支えを期待しにくい状況となってきている。このため、国内景気も目先は一段の悪化が予想される。新年度に入っても暫くは低成長が続く可能性が高く、景気回復の時期は2010年以降となりそうだ。（担当：大広）

12月15－16日開催の米FOMCについて

FFレート誘導目標を0.0－0.25%に設定

12月15－16日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を1.0%から75－100bp引き下げ、0.0－0.25%に設定することが、全会一致で決定された（図表1）。利下げ幅は、大方の市場予想であった50－75bpを上回る形となった（当Gでも50bpの利下げを予想していた）。同時に、公定歩合は0.50%へと75bp引き下げられた。

（図表1）米FFレートと公定歩合の推移



（出所）米FRB

誘導目標は0.0－0.25%というレンジ設定になったが、当座預金残高への付利を0.25%に設定していることと合せて考えると、FRBは本音ではFFレートを0.25%に近いところで維持したいのではないだろうか。米国民はMMFを銀行口座のように利用しているため、CPなどの短期金融商品で運用しているMMF市場から資金が大量に流出するなど、金利が全く無くなってしまうと短期金融市場の機能を損ないかねないという懸念が根底にはあるものと思われる。ただし、当預残付利の対象とならないGSEからの資金放出などにより、実効FFレートは既にほとんどゼロ%に近い水準で推移していた（図表1）。誘導目標に0.0－0.25%と幅を持たせたのは、0.25%に目標を設定しても、オペレーションで実際のFFレートを0.25%に維持することは困難という技術上の理由も大きいと考えられる。下限を0.0%としたことで、事実上ゼロ金利を容認したと言ってもよいだろう。したがって、今回の誘導目標の引き下げは現状を追認したに過ぎず、利下げ効果自体に期待できるものではない。

そこで会合後の声明文では、「FFレートの異例な低水準をしばらくの間維持」という、いわゆる「時間軸効果」を狙った表現が盛り込まれたほか、「長期国債の購入などFRBのバランスシート拡大」を通じた量的緩和策に言及している。「すべての利用可能な手段を導入する」という積極的な姿勢からも、金融危機と実体経済悪化、さらにはデフレ阻止に向けたFRBの強い意志がうかがえる。

景気の見通しは一段と弱まる

FOMCの声明文はこれまで、「景気の現状と見通し」、「インフレの現状と見通し」、「リスクバランスと今後の政策の方向性」といった3つのパラグラフで構成されていたが、今回は「今後の政策の具体的な手段」について言及した長いパラグラフが追加された。

まず、景気の現状と見通しに関するパラグラフでは、ほぼ全文が書き直されているが、個人消費、設備投資、鉱工業生産が減少していることや、信用市場が引き続きタイトであることに触れている点は、基本的に変わっていない。これに「労働市場の悪化」が追記され、「全般的に経済活動の見通しは一段と弱まった」という認識である。

インフレ圧力は減退し、むしろデフレへの警戒も

インフレの現状と見通しに関するパラグラフでは、「インフレ圧力は目に見えて減退した」という現状認識が冒頭に挿入された。ちなみに、前回はインフレの現状に関する記述はなかった。実際、11月のCPIでは前月比が4ヶ月連続のマイナスとなり、前年比は7月の5.6%をピークに1.1%まで鈍化している。また、エネルギー・食品を除くコア指数も、前月比はここ3ヶ月ほぼ横ばいで、前年比は7－9月の2.5%をピークに2.0%まで鈍化してきている。

先行きの見通しに関しては、「エネルギーや他の商品価格の低下と、経済活動の見通しの弱まりに照らし、委員会はインフレ率が今後数四半期でさらに鈍化すると予想している」と、前回同様の鈍化見通しとなっているが、前回は「今後数四半期で物価安定に見合う水準まで鈍化する」となっていたのが、今回は「今後数四半期でさらに鈍化する」とされている。これは、インフレ率が安定水準を通り越して、むしろデフレ状態に突入することを警戒している表現に見える。

すべての手段を導入し、しばらくの間低金利を維持するという時間軸効果を狙った表現も

今後の政策に関するパラグラフでは、前回あった「利下げをはじめとしたこれまでの様々な政策が、信用状況の改善と緩やかな経済成長への回帰を促進するはずである。とはいえ、経済成長の下振れリスクは残る」という前半部分が丸ごと削除された。

そして、「持続可能な経済成長」と「物価安定」という2つの目的を達成するために、前回の「必要に応じて行動する」からさらに踏み込み、「すべての利用可能な手段を導入する」と、より強い行動をとる方針を示している。

また、「とりわけ、弱い経済状況がFFレートの異例な低水準をしばらくの間正当化する可能性が高い」と、しばらくの間低金利状態が続くと市場予想に働きかける、いわゆる「時間軸効果」を狙った表現も盛り込まれた。もっとも、ここでは「しばらくの間」と言っているだけで、かつて日銀が「CPIの前年比が基調としてゼロを上回るまで」としたような目標のコミットには至っていない。したがって、時間軸政策としては弱いものにとどまるが、目標とする指標に何を置き、目標数値をいくつに設定するかといった点については、今後のFOMCで議論される可能性がある。目標とする指標としては、FRBが注視するコアPCE（エネルギー・食品を除く個人消費支出）デフレーターなどが考えられよう。

長期国債の購入などバランスシート拡大を通じた量的緩和政策に言及

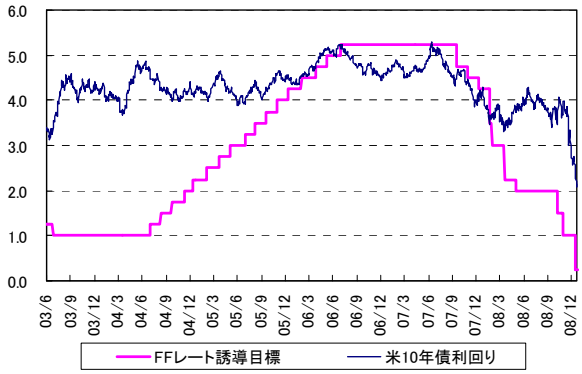
今回は、今後の政策の具体的な手段についての長いパラグラフが追加された。まず冒頭では、「今後の政策における焦点は、公開市場操作やその他FRBのバランスシートの大きさを高水準で維持する手段を通じて、金融市場の機能を支援し、景気を刺激することである」と述べ、その後にバランスシート拡大の具体的手段をいくつか挙げている。

具体的には、「住宅市場を支援するために、今後数四半期にわたって、大量の機関債と住宅ローン担保証券を購入する」と述べ、さらに、「長期国債を購入することの潜在的な利点の評価を行っている」と、長期国債の買い取りを示唆、市場への大量の資金供与と長期金利の低位安定を狙った、量的緩和策の拡充を表明している。また、「来年の早い時期には、家計と中小企業への信用拡大を支援するために、FRBはターム資産担保証券ローン・ファシリティー制度も導入する」とし、FRBの資金供給を通じて、貸し渋りが目立つ家計や中小企業に対する信用供与を支援することも明記した。

もっとも、これらの具体策は、既に発表されていた内容でもある。FRBは11月25日、ファニーメイやフレディマックといったGSEが発行あるいは保証するMBS（住宅ローン担保証券）を最大6,000億ドル買い取ることと、消費者ローンや自動車ローンなどを裏付けとしたABS（資産担保証券）を担保に、ABS保有者へ最大2,000億ドルの貸し付けを実施する計画があることを発表した。この発表を受けて住宅ローン金利は急低下し、11月最終週の住宅ローン申請件数は、前週比＋112%という過去最大の増加を記録した。金融機関の貸出姿勢が厳格化される中、申請件数がそのまま貸出につながるとは限らないが、潜在的な住宅需要を刺激するという効果は既に出ているようだ。さらに、消費者ローン・自動車ローンなどを裏付けとしたABS市場への貸し付けと合わせ、金融システム維持が図られることで、個人の資金繰り改善につながるという効果も期待できる。

また、バーナンキFRB議長は12月1日の講演会で次のように述べていた。「FFレートを現行1%から更に引き下げることも確かに実行可能であるが、現時点においては従来の金利政策によって経済をサポートする余地は明らかに限定的だ。一つのオプションとして考えられるのは、FRBが長期国債や機関債を市場から大量に購入する事である。このアプローチはそれら債券の利回りに影響をもたらし、総需要を刺激する可能性がある」。FRBは、機関債（主にGSEが発行あるいは保証するMBS）の買い取りに関しては既に11月25日に発表していたが、この時は長期国債を買い取ることにも言及したため、その後、米国10年債の利回りは2%台まで急低下した（図表2）。

（図表2）FFレートと米10年債利回り



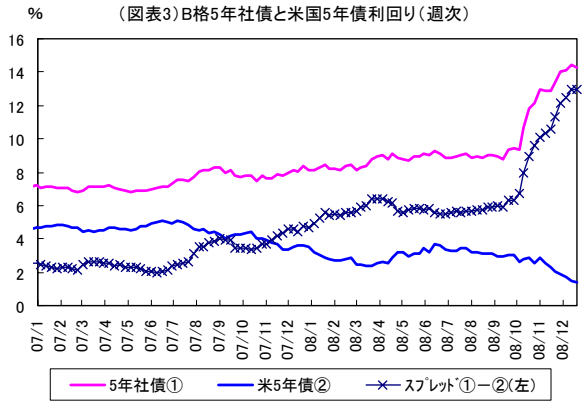
（出所）米FRB、ファクトセット

日銀がかつて導入した量的緩和策は、金融機関が日銀に預ける当座預金残高を一定の水準に維持することを目安にしていたが、これはあくまで日銀の定義である。当座預金への付利により、このところFRBの当預残も積み上がっているが、残高目標は設定していない。日銀の当預残目標について効果があったかどうかは疑問視される向きも多く、FRB幹部も「（FRBの量的緩和策は）日銀の量的緩和策とは違う」とコメントしている。

今後の課題は貸出量の拡大と信用スプレッドの縮小

今後の課題は、企業金融のさらなる支援である。長期国債の利回りが低下しても、社債の利回りはむしろ上昇し、信用スプレッドが拡大しているというのが現状である（図表3）。金融機関への公的資本注入は進んでいるが、実体経済回復のためには、貸し渋りをなくし、経済の血液であるマネーの流れを活性化する必要がある。これについては政府・議会による対応も重要となるが、注入された公的資本が貸出に回るように、金融機関に対して貸出の伸びの数値目標を課しながら、一方で、貸出には一定の公的信用保証を付けるといった政策も必要かもしれない。

（図表3）B格5年社債と米国5年債利回り（週次）



（出所）Bloomberg

FRBは、これまでの利下げや各種流動性供給策、新政権下での大規模な追加景気対策などの効果も見極めながら、すべての利用可能な手段を導入するとしている。その中で、信用スプレッドの抑制を図るために、新たに社債や商業用不動産ローン担保証券の買い取りといった政策が導入されることも考えられよう。（担当：高橋）

● FOMC声明文　（筆者訳、下線部は前回と今回の相違点）

前回　2008/10/28-29	今回　2008/12/15-16
The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 50 basis points to 1 percent.	The Federal Open Market Committee decided today to establish a target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent.
FOMCは本日、FFレートの誘導目標を1.0%へと	FOMCは本日、FFレートの誘導目標レンジを0%

50bp引き下げることを決定した。	から0.25%に設定することを決定した。
The pace of economic activity appears to have slowed markedly, owing importantly to a decline in consumer expenditures. Business equipment spending and industrial production have weakened in recent months, and slowing economic activity in many foreign economies is damping the prospects for U.S. exports. Moreover, the intensification of financial market turmoil is likely to exert additional restraint on spending, partly by further reducing the ability of households and businesses to obtain credit.	Since the Committee's last meeting, labor market conditions have deteriorated, and the available data indicate that consumer spending, business investment, and industrial production have declined. Financial markets remain quite strained and credit conditions tight. Overall, the outlook for economic activity has weakened further.
経済活動のペースは、個人消費の減少を主因として、著しく減速してきた模様だ。企業の設備投資と鉱工業生産はここ数ヶ月で弱まり、多くの海外での経済活動の減速は米国の輸出見通しを下押ししている。さらに、金融市場の混乱の激化は、一部、家計と企業が信用を得る能力を一段と低下させることにより、支出を一層抑制させる可能性がある。	委員会の前回会合以降、労働市場の状況は悪化し、入手可能なデータは個人消費や企業投資、鉱工業生産が減少したことを示している。金融市場は引き続きかなりの緊張下にあり、信用状況はタイトである。全般的に経済活動の見通しは一段と弱まった。
In light of the declines in the prices of energy and other commodities and the weaker prospects for economic activity, the Committee expects inflation to moderate in coming quarters to levels consistent with price stability.	Meanwhile, inflationary pressures have diminished appreciably. In light of the declines in the prices of energy and other commodities and the weaker prospects for economic activity, the Committee expects inflation to moderate further in coming quarters.
エネルギーや他の商品価格の低下と、経済活動の見通しの弱まりに照らし、委員会はインフレ率が今後数四半期で物価安定に見合う水準まで鈍化すると予想している。	一方で、インフレ圧力は目に見えて減退した。エネルギーや他の商品価格の低下と、経済活動の見通しの弱まりに照らし、委員会はインフレ率が今後数四半期でさらに鈍化すると予想している。
Recent policy actions, including today's rate reduction, coordinated interest rate cuts by central banks, extraordinary liquidity measures, and official steps to strengthen financial systems, should help over time to improve credit conditions and promote a return to moderate economic growth. Nevertheless, downside risks to growth remain. The Committee will monitor economic and financial developments carefully and will act as needed to promote sustainable economic growth and price stability.	The Federal Reserve will employ all available tools to promote the resumption of sustainable economic growth and to preserve price stability. In particular, the Committee anticipates that weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time.
本日の利下げ、各国中央銀行による協調利下げ、異例の流動性供給策、公的な金融システム強化策	FRBは、持続可能な経済成長の再開を促進し、物価安定を確保するために、すべての利用可能な手

を含め、最近の政策行動は、時間とともに信用状況を改善させ、緩やかな経済成長への回帰を促進する助けになるはずである。とはいえ、経済成長の下振れリスクは残る。委員会は、経済と金融動向を注意深く監視し、持続可能な経済成長と物価安定を促進するために、必要に応じて行動するつもりである。	段を導入するつもりである。とりわけ、弱い経済状況がFFレートの異例な低水準をしばらくの間正当化する可能性が高いと、委員会は見込んでいる。
	The focus of the Committee's policy going forward will be to support the functioning of financial markets and stimulate the economy through open market operations and other measures that sustain the size of the Federal Reserve's balance sheet at a high level. As previously announced, over the next few quarters the Federal Reserve will purchase large quantities of agency debt and mortgage-backed securities to provide support to the mortgage and housing markets, and it stands ready to expand its purchases of agency debt and mortgage-backed securities as conditions warrant. The Committee is also evaluating the potential benefits of purchasing longer-term Treasury securities. Early next year, the Federal Reserve will also implement the Term Asset-Backed Securities Loan Facility to facilitate the extension of credit to households and small businesses. The Federal Reserve will continue to consider ways of using its balance sheet to further support credit markets and economic activity. 今後の委員会の政策における焦点は、公開市場操作やその他FRBのバランスシートの大きさを高水準で維持する手段を通じて、金融市場の機能を支援し、景気を刺激することである。以前に発表した通り、住宅ローンおよび住宅市場を支援するために、FRBは今後数四半期にわたって、大量の機関債と住宅ローン担保証券を購入するつもりであり、条件が正当化される限り、機関債と住宅ローン証券の購入規模を拡大する用意がある。委員会はまた、長期国債を購入することの潜在的な利点の評価を行っている。来年の早い時期には、家計と中小企業への信用拡大を支援するために、FRBはターム資産担保証券ローン・ファシリティー制度も導入するつもりだ。FRBは、信用市場と経済活動を一段と支援するために、バランスシートの活用方法を引き続き検討していく。
Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F.	Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Christine M.

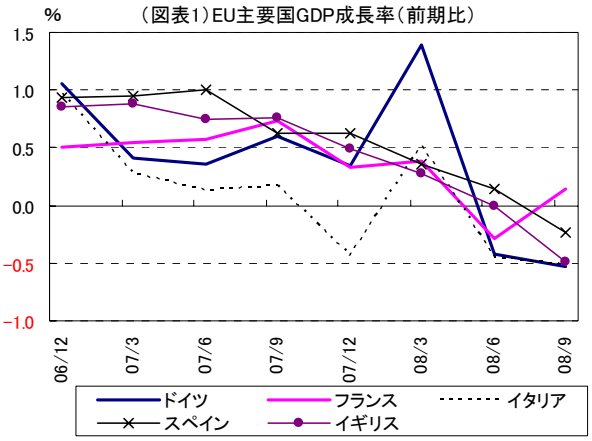
Geithner, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Richard W. Fisher; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh.	Cumming; Elizabeth A. Duke; Richard W. Fisher; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh.
このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、バーナンキ議長、ガイトナー副議長、デューク理事、フィッシャー総裁、コーン副議長、クロズナー理事、ピアナルト総裁、プロッサー総裁、スターン総裁、ウォーシュ理事。	このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、バーナンキ議長、カミング第一副総裁、デューク理事、フィッシャー総裁、コーン副議長、クロズナー理事、ピアナルト総裁、プロッサー総裁、スターン総裁、ウォーシュ理事。
In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 50-basis-point decrease in the discount rate to 1-1/4 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Cleveland, and San Francisco.	In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 75-basis-point decrease in the discount rate to 1/2 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of New York, Cleveland, Richmond, Atlanta, Minneapolis, and San Francisco. The Board also established interest rates on required and excess reserve balances of 1/4 percent.
関連する措置として、理事会は全会一致で公定歩合を1.25%へと50bp引き下げることを承認した。この措置を取るにあたり、理事会はボストン、ニューヨーク、クリーブランド、サンフランシスコの各連銀によって提出された要請を承認した。	関連する措置として、理事会は全会一致で公定歩合を0.50%へと75bp引き下げることを承認した。この措置を取るにあたり、理事会はニューヨーク、クリーブランド、リッチモンド、アトランタ、ミネアポリス、サンフランシスコの各連銀によって提出された要請を承認した。また理事会は、所要分および超過分の準備預金に0.25%の金利を設定した。

各国で温度差の見られる欧州での景気対策

景気の急減速で各国は景気対策を発表

欧州経済は、金融不安や世界的な景気減速などの影響で、減速基調が鮮明になってきている。先般発表されたユーロ圏と英国の7－9月期GDPはともに前期比マイナス成長となった。ユーロ圏の主要4ヶ国別では、フランスが何とかマイナス成長を免れたものの、ドイツ、イタリア、スペインは軒並みマイナス成長となった（図表1）。9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、欧州の金融機関の経営不安が深刻化するなか、足元では一段と景気の減速基調が強まっている。

（図表1）EU主要国GDP成長率（前期比）



（出所）各国統計局

こうした中、各国からは相次いで景気対策が発表されている。ドイツが約500億ユーロ、フランスが約260億ユーロ、イギリスが約200億ポンドという形だ。欧州委員会は、2,000億ユーロ規模の景気刺激策を各国に要請、発表している（図表2）。欧州委員会のバローゾ委員長は、「異例な危機への異例の対応だ」と述べ、財政規律を守ることを定めた安定成長協定を一時緩め、加盟各国が協力して景気対策に取り組んでいく必要性を強調した。今回の欧州委員会、および各国政府の対応が、急速に悪化している景気の下支えになることが期待されている。

（図表2）各国の景気対策

	規模	GDP対比	主な内容
EU（欧州委員会）	2000億ユーロ（約24兆円）	約1.5%	・加盟各国が1700億ユーロ、EUと欧州投資銀行で300億ユーロ ・VATの引き下げを各国に要請 ・EUからは自動車業界に50億ユーロの金融支援 ・欧州投資銀行が低利融資を150億ユーロ拡大
ドイツ	500億ユーロ（約6兆円）	約2.0%	・中小企業の資金繰り支援 ・減価償却制度の見直し、新規の自動車税の減税 ・雇用維持へ助成拡大
フランス	260億ユーロ（約3.1兆円）	約1.3%	・インフラ整備、研究、地方自治体支援 ・企業への資金支援 ・家計向け支援
イタリア	800億ユーロ（約9.6兆円）	約5.0%	・低所得者への現金還付 ・公共投資 ・変動金利型住宅ローンの金利に上限を設定
スペイン	110億ユーロ（約1.3兆円）	約1.1%	・公共投資 ・自動車産業支援 （今回の対策以前に既に約400億ユーロの景気対策を実施済み）
イギリス	200億ポンド（約2.8兆円）	約1.5%	・VATの引き下げ ・法人税の引き上げ見送り ・公共投資の前倒し

（出所）各国政府　　※1ユーロ＝120円、1ポンド＝140円で計算

各国の景気対策には温度差

ただし、問題点も少なくない。各国の景気対策の概要は図表2の通りだが、実際の支出を伴わない対策も多く、実質的な財政支出額である、いわゆる「真水」部分は発表されている規模より小さい。特にドイツでは、「真水」部分が発表額よりかなり小さいと言われており、フランスやイギリスからは批判が出ている。また、欧州委員会は各国の協調の必要性に言及しているが、欧州委員会が提案する景気刺激策に対する協調姿勢には各国でかなり温度差がある。欧州委員会が発表した2,000億ユーロの景気対策のうち、1,700億ユーロは各国の負担となり、具体的な運営は各国政府に委ねられている。欧州委員会は各国にVAT（付加価値税）の引き下げを提案しているが、イギリスでは既にVATが引き下げられている一方で、ドイツなどは引き下げに難色を示している。

主要各国での景気対策への温度差の背景のひとつには、景気悪化の深刻さの違いが挙げられる。イギリスでは住宅バブルの崩壊に加え、金融・サービス業の経済に占めるウェイトが大きいため、

金融危機の影響をモロにうける。したがって、各国に比べて景気の減速が深く、長くなることが見込まれる。ドイツでも景気の減速は鮮明だが、住宅バブルがみられなかったことや、いまだに失業率の改善が続いていることなどから、財政赤字を拡大する景気対策には消極的な意見が多い。

また、中東欧諸国などはこれといった対策を打ち出していない国が多く、ここでも主要国と比べると温度差が感じられる。中東欧諸国には経常赤字国が多く、資本流入がストップすることによる通貨危機が連想されることで、逆に資金の流出が進んだ国が多く、ハンガリーのようにIMFの支援を受けるなど、既に自国では手を打てない国がほとんどである。

安定成長協定を棚上げにすることにも各方面から異論が出ている。ドイツは財政赤字の拡大を懸念する立場から反対の姿勢を示しており、ECB（欧州中央銀行）からもトリシェ総裁をはじめとして安定成長協定の順守の重要性を説く発言が出ている。EU財務相理事会は、安定成長協定の弾力運用を決定する一方で、あくまで一時的な措置としている。

ドイツでのさらなる景気対策が望まれる

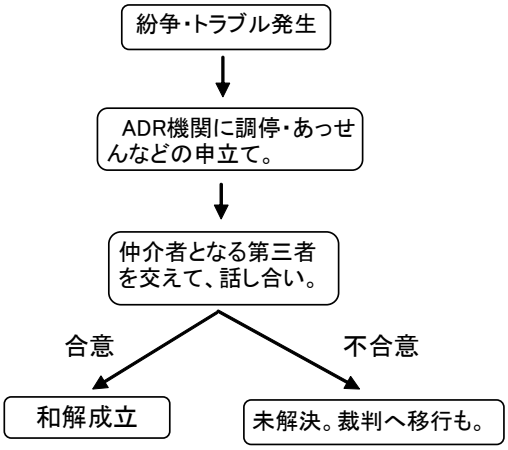
数ある問題の中でも、もっとも懸念されるのはやはりドイツの景気対策への姿勢である。ドイツの景気対策への消極的な姿勢は、ドイツにさらなる景気対策を求める欧州委員会、およびフランスやイギリスなどの周辺国との間に不協和音を生みだしている。たしかに2008年初の時点ではまだドイツ経済は比較的堅調で、いわゆるデカップリング論が説かれていた時期もあった。しかし、足元ではドイツ景気も急速に減速してきており、改善が続いている失業率も早晩悪化に転じることが予想される。また安定成長協定を棚上げすることにドイツは反対しているが、100年に1度と言われる現在の状況は平時とはかけ離れており、一旦は安定成長協定を緩め、あらゆる対策を実行することが必要とみられる。ドイツ政府は、1月末までに追加の景気対策の是非を検討すると発表しているが、大規模かつ大胆な対策の実行が望まれるところだ。（担当：吉川）

普及が期待される金融ADR

簡易・迅速な解決手段

裁判によらない紛争解決方法であるADR（Alternative Dispute Resolution,裁判外紛争解決手続き）が注目されている。ADRは、裁判所、消費者生活センターや国民生活センターなどの行政機関、弁護士会や業界団体などの民間といった多様な主体によって実施されており、仲裁、調停、あっせんなどの解決手段がある。ADRの手続きの基本的な流れを見ると、紛争が発生し、解決が困難なとき、当事者がADR機関に解決の申立てを行う。その後、仲介者である専門家を交えた当事者間の話し合いの場が設定され、解決案が提示される。双方が解決案に合意すれば解決し、不合意の場合は裁判に移行することもある。

（図表1）ADRの基本的な流れ



（出所）当社にて作成。

ADRには、裁判と比べ次のような利点がある。まず、裁判では解決まで何年もかかることがあるが、ADRでは紛争解決までにかかる期間が3ヶ月程度と、かなり短期ですむ。次に、裁判では着手金、成功報酬など弁護士費用が数十万かかるのが一般的だが、ADRは費用が数千円程度で済むケースが多い。また、裁判は公開が原則で、プライバシーの保持に関し難点があるが、ADRは非公開なので個人や企業が席につきやすい。加えて、ADRでは、その分野の事情をよくふまえた中立な立場の専門家が間に入り、双方の話をよくきいたうえで解決策を提案するため、納得のいく解決に至りやすい。このように、ADRには迅速性、低廉性、機密性、中立性、専門性といった特徴があり、法に拘束されないで紛争の実情に合った解決が期待できる。

ADRは一般的な民事紛争、医療過誤など様々な場面で活用されているが、最近は特に、金融商品・サービスに関するトラブルを簡易・迅速に解決する手段として、ADRを積極的に利用しようという動きが見られる。その背景として、金融商品・サービスの内容が多様化・複雑化するとともに、苦情・紛争の発生件数が増加傾向にあることが挙げられる。

ADR促進法の施行

ADRは裁判よりも利用しやすく、柔軟に解決をはかることができるが、裁判所の調停はよく利用されているものの、民間事業者の行うADRは定着が遅れている。そこで、ADR促進法（裁判外紛争解決手続きの利用の促進に関する法律）が、2007年4月に施行された。ADRの定着が遅れている理由として、情報が国民に十分いきわたっていないことに加え、民間のADRの提供体制や解決の中立性・公平性についての不安感などがあると考えられており、このため、業務の適正さを確保するための一定の要件に適合していることを法務大臣が認証する制度を設けた。認証を受けた事業者への和解手続きの請求により、放置すれば時効成立により請求できなくなる場合でも、時効の進行が止まる（時効の中断効）などの効果が認められ、利用しやすくなった。ただし、認証を受けるかどうかは、民間事業者の判断に委ねられ、認証を受けない事業者も引き続きこれまで同様、裁判外紛争解決手続きを行うことができる。

金融審議会の報告書

金融審議会（首相の諮問機関）は、紛争解決に関する利用者の納得感が十分に得られるよう、金融ADR

の制度化に向け、年内にも報告書を公表する予定である。金融ADR機関が取り扱う金融商品・サービスの範囲は、銀行、保険、貸金業など業法ごとに規定されている金融機関の業務を範囲とすることを基本としつつ、より幅広い金融商品・サービスを取り扱うことや、より専門性の高い分野を範囲とすることも可能とする方針だ。統一的・包括的な金融ADR機関の設置も検討されたが、確かに利用者利便の観点からは望ましいものの、専門性や迅速性の確保が難しく、導入コストが大きいことから、将来的な課題とされた。ただ、金融分野で複数の金融ADR機関が成立することとなるので、各機関の連携や利便性向上のために振り分けを行う窓口の共通化が図られる見込みだ。

金融市場の発展に寄与

金融ADRの普及には、当事者にとって納得感のある解決という実績を積み重ね、制度の信頼性を高めることが欠かせない。それには、金融機関に、事情の説明、資料の提出、提案される解決策の尊重などの義務を課すことが望ましい。また、実務に精通し、バランスのとれた解決策を提示できる専門家の育成も重要である。

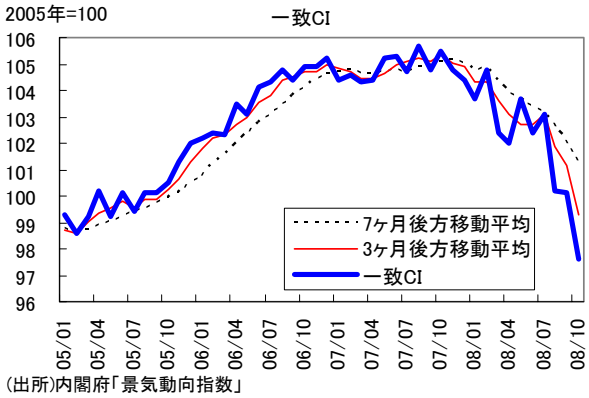
金融取引に関する紛争では、金融機関と比べ、顧客（特に個人）は知識面、資金面で圧倒的に不利である。金融ADRには、こうしたアンバランスを是正し、実質的公平を保つ効果が期待される。また、金融ADRが円滑に機能することは、金融取引に対する消費者一般の信頼を高め、健全な金融市場の発展にも寄与するものと思われる。（担当：心光）

主要経済指標レビュー（12/8～12/19）

≪日　本≫

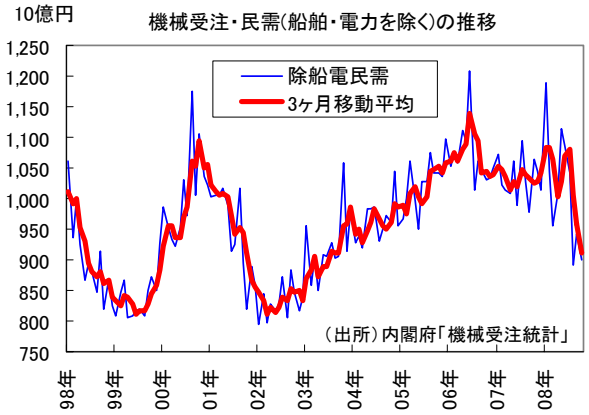
○ 10月景気動向指数速報（12月9日）

10月の景気動向指数では、一致CIが前月比2.5%減と大きく低下し、3ヶ月連続のマイナスとなった。10月の生産指数が大幅マイナスとなったほか、雇用関連統計が悪化したことなどが響いた。基調変化の定着度を示す7ヶ月後方移動平均が8ヶ月連続で低下し、かつマイナス幅が拡大傾向にあることが示すように、一致CIは徐々に下げ足を強めている。世界的な金融危機の影響が国内景気に影を及ぼしている様子を示していると言えよう。足元では欧米景気が予想以上のスピードで悪化しており、輸出減速に伴う生産の減少によって今後も一致CIの低下傾向が続くことが予想される。国内景気は当面低成長が続く可能性が高い。



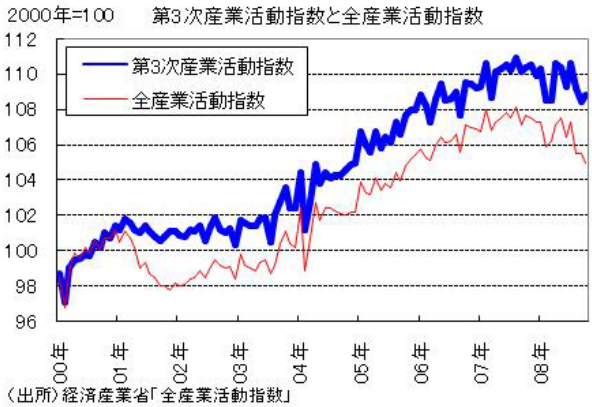
○ 10月機械受注（12月10日）

10月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比4.4%減と2ヶ月ぶりに減少した。7－9月期対比では6.1%減となり、内閣府の10－12月期見通し（前期比1.2%増）の達成には早くも暗雲が立ち込めている。業種別にみても、製造業、非製造業ともに減少傾向が続いており、牽引役が見当たらない状況だ。今月の注目点は、外需が前月比37.2%減と大幅マイナスになった点。外需は08年1月をピークに低下基調をたどってきたが、足元で低下傾向が急速に強まっており、世界的な金融危機の影響が顕在化している様子がうかがえる。企業の期待成長率の低下を背景に、今後、設備投資は減速基調を強める可能性が高い。



○ 10月第3次産業活動指数（12月16日）

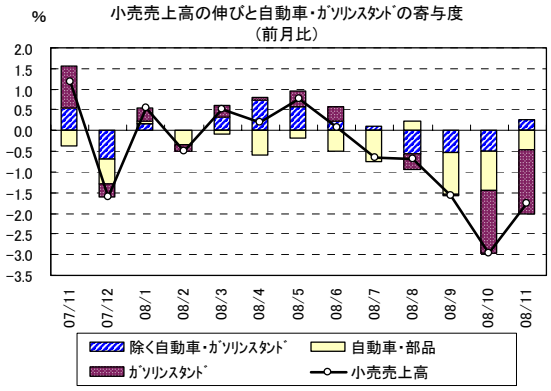
10月の第3次産業活動指数は前月比0.4%増と、3ヶ月ぶりに増加した。しかしながら、7－9月期対比では0.5%減と低下トレンドは変わっておらず、第3次産業の活動は弱まっていると判断できる。業種別にみると、主要11業種中7業種がプラスとなったが、今回最大の押し上げ要因となった情報通信業の動きに見られるように、前月に大きく落ち込んだ反動で増加した業種も多い。運輸業では荷動きが鈍っている様子が、飲食店・宿泊業、サービス業などでは家計の生活防衛意識が高まっている様子がうかがえ、景気減速を反映する格好となっている。今後も雇用・所得環境の悪化を背景に個人消費は冴えない展開が続くとみられること、金融不安への懸念がくすぶっていること、世界景気の減速基調が続くと予想されること等を踏まえれば、第3次産業活動指数は低下基調をたどる可能性が高い。



≪米　国≫

○ 11月小売売上高（12月14日）

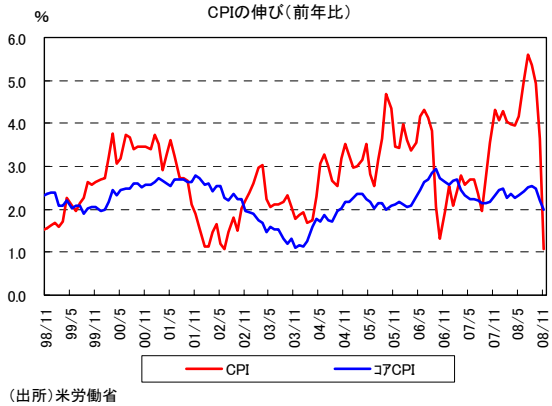
11月の米国小売売上高は前月比▲1.8%。減少は5ヶ月連続で、1992年の統計開始以来最長。前年比では▲7.4%とマイナス幅が一段と拡大した。自動車関連は前月比▲2.8%と、引き続き全体を押し下げた。ガソリン売上は同▲14.7%と過去最大の落ち込みとなり、11月も一番の押し下げ要因に。一方、自動車とガソリンを除いたベースでは、同＋0.3%と4ヶ月ぶりのプラスとなった。感謝祭明けの大幅な値引きセールで、薄型テレビといった家電（同＋2.8%）や衣料品（同＋0.8%）などが増加に転じた。百貨店売上も同＋2.1%と5ヶ月ぶりに増加した。年末商戦のスタートは堅調だったようだが、消費者はさらなる値引き待ちの姿勢を強めている。12月は一旦中弛み状態となった後、もう一段の値引きを受けて年末近くに盛り返すとみるが、年末商戦全体としてはここ数年で最も冴えない結果が予想される。



（出所）米商務省

○ 11月CPI（消費者物価指数）（12月16日）

11月の米CPIは、前月比が10月の▲1.0%から▲1.7%へとさらなる大幅低下。1947年の調査開始以来最大だった10月の下げ幅を更新した。前年比も＋3.7%→＋1.1%と、7月の＋5.6%をピークに鈍化傾向が加速。エネルギー価格が10月以上に大幅な下落となり、食品価格も鈍化方向に向かい始めた。エネルギーと食品を除くコアCPIは、前月比が▲0.1%→＋0.0%と、ここ3ヶ月ほぼ横ばい。前年比は＋2.2%→＋2.0%と、7−9月の3ヶ月連続＋2.5%をピークに鈍化方向に進んでいる。エネルギー価格の低下に景気減速が重なり、インフレ率は総合・コアとも明確に鈍化してきている。FRBはゼロ金利政策に舵を切り、当面は低金利を維持、今後もデフレ予防に向けた積極的な行動を示そう。

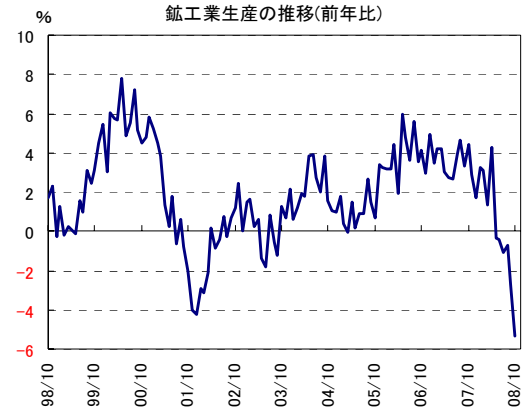


（出所）米労働省

≪欧　州≫

○ 10月ユーロ圏鉱工業生産（12月12日）

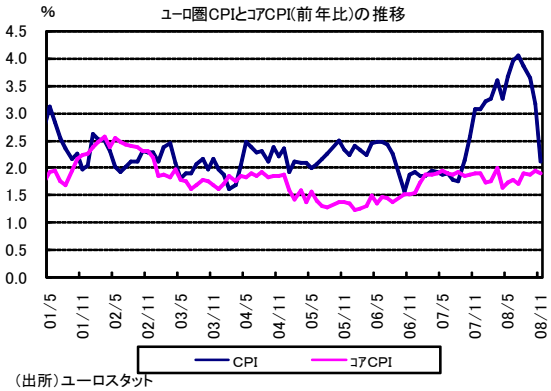
10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比1.2%減と、2ヶ月連続での前月比マイナスとなり、市場予想（同1.0%減、ブルームバーグ調査）も下回った。前年比も5.3%減と6ヶ月連続でマイナスとなり、マイナス幅が急速に拡大している。世界的な景気減速を背景に、減速基調が強まっている様子を示した形だ。財別の内訳を見ると、資本財は9月の前月比1.9%減から2.0%減へ、中間財は同3.0%減から2.0%減へと、ともに2ヶ月連続での前月比マイナスとなった。一方、消費財は9月の同0.7%減から横ばいにとどまっている。ユーロ圏の生産活動は、先行指標となる製造業PMIや製造業受注など、先行きのさらなる弱まりを示唆する指標が目立つことから、今後も低調な推移が続く可能性が高い。



（出所）ユーロスタット

○ 11月ユーロ圏CPI（確定値）（12月17日）

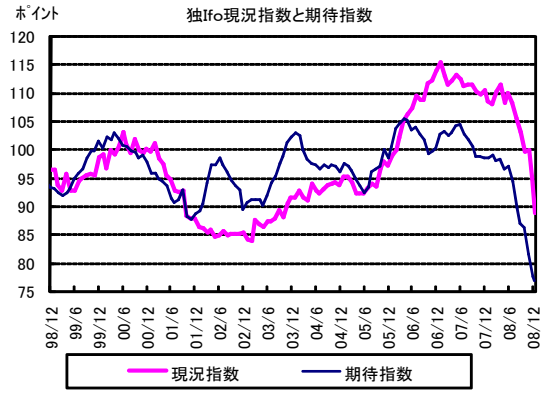
11月のユーロ圏CPI（確定値）の伸びは、速報値通り前年比2.1%となり、ユーロ導入後で最大の上昇率だった7月の同4.0%から、4ヶ月連続での鈍化となった。これまで押し上げ要因となってきたエネルギー・食品価格が、ともに調整色を強めていることが大きい。それらを除いたコア指数は同1.9%と、8月以降横ばいが続いている。原油価格の調整に加え、景気の減速基調が鮮明となってきていることから、今後も総合指は伸びの鈍化が見込まれるほか、コア指数も鈍化方向に転じる可能性が大きい。ECBはこれまでのインフレ警戒スタンスを大きく後退させており、さらなる追加利下げに踏み切るとみている。



（出所）ユーロスタット

○ 12月ドイツIFO景況感指数（12月18日）

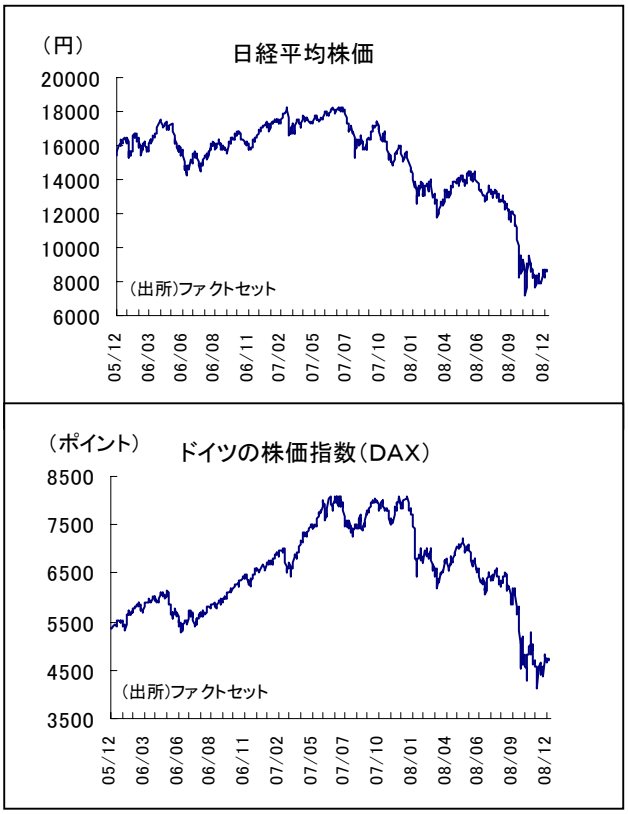
12月のドイツIFO景況感指数は、前月の85.8ポイントから82.6ポイントへと低下した。市場予想（84.0、ブルームバーグ調査）も下回り、7ヶ月連続での低下。1991年の統計開始以来の最低水準となった。現況指数は94.9→88.8へ、期待指数は77.6→76.8へと共に低下している。セクター別に見ると、小売業は2.6ポイント上昇したものの、建設業が0.3ポイント、卸売業が4.2ポイントの低下。ドイツ経済の牽引役である製造業は10.7ポイントの大幅低下となった。新興国でも景気の減速傾向が鮮明となりつつあり、輸出がさらに減少するとの懸念が高まっていることを反映していると考えられる。

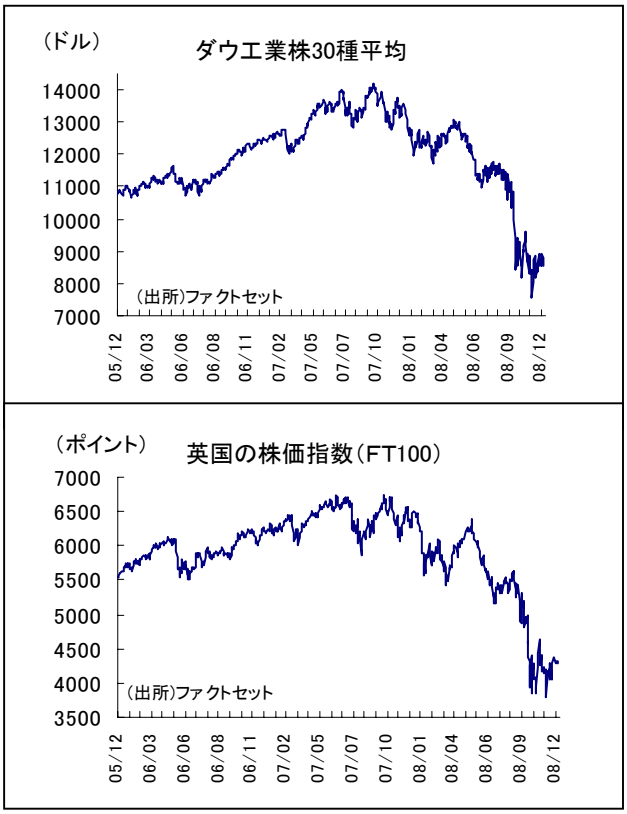


（出所）Ifo経済研究所

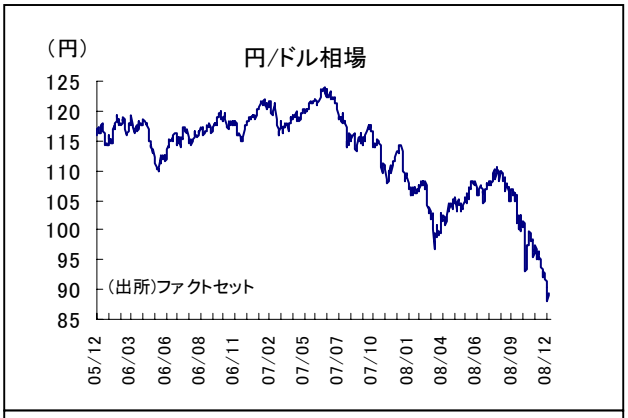
日米欧マーケットの動向　（2008年 12月19日現在）

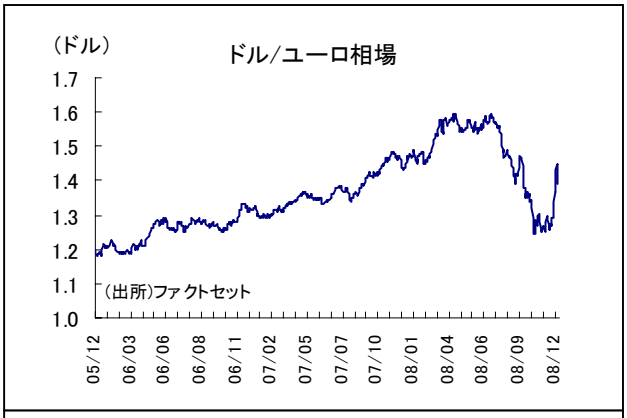
▽各国の株価動向

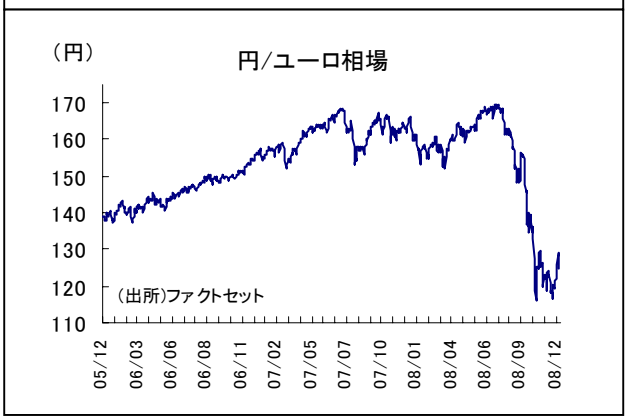


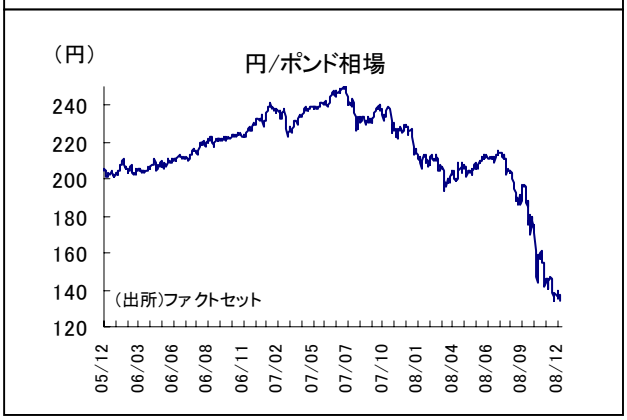


▽外為市場の動向

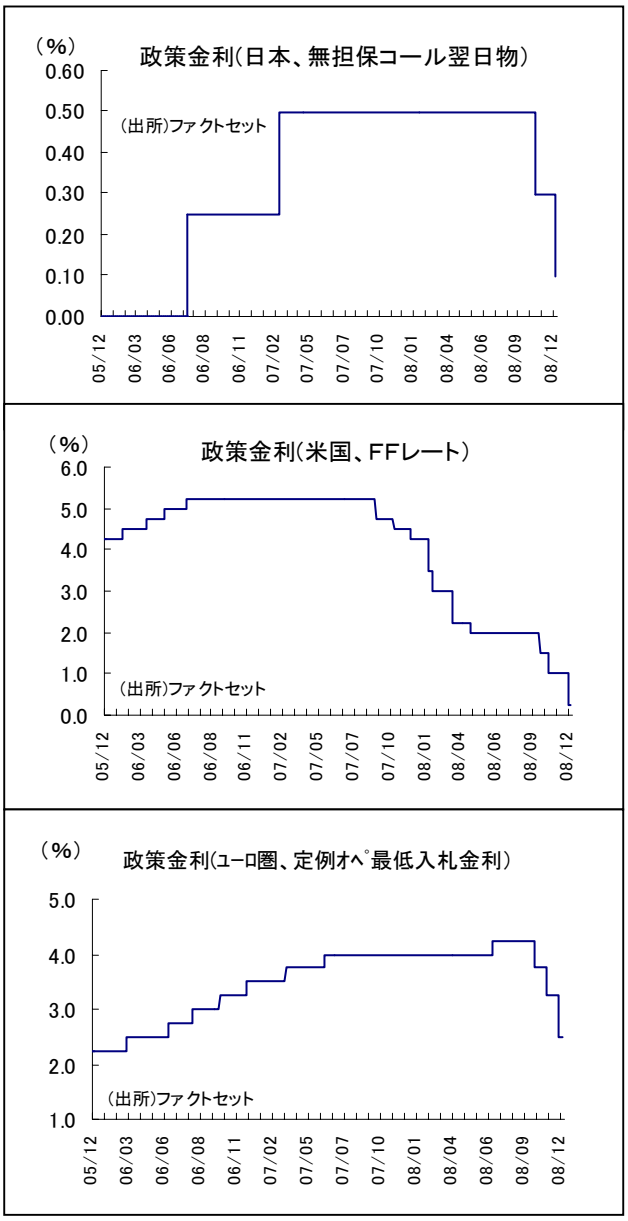


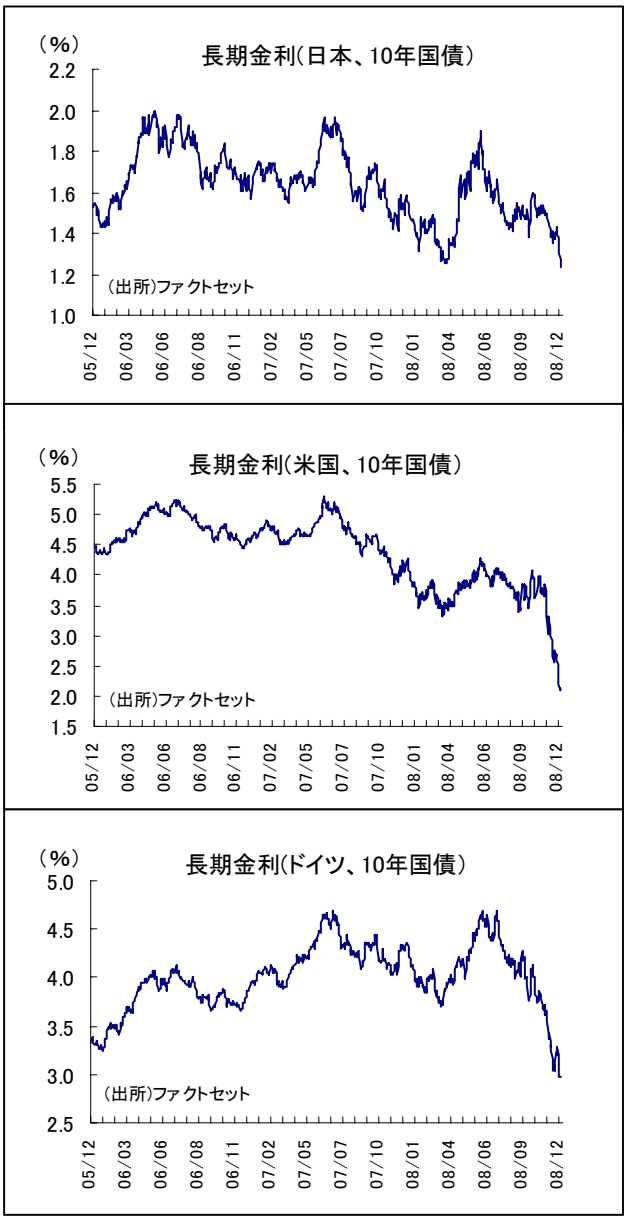




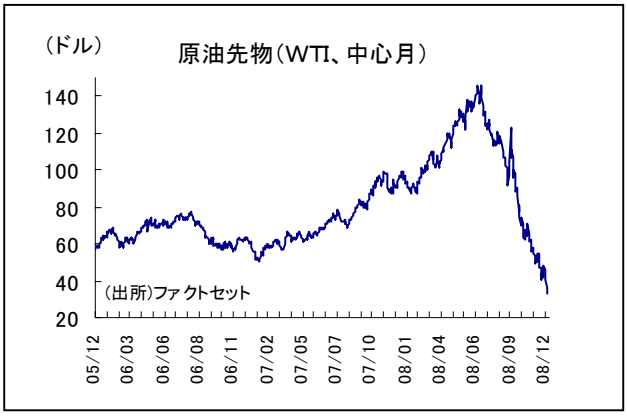


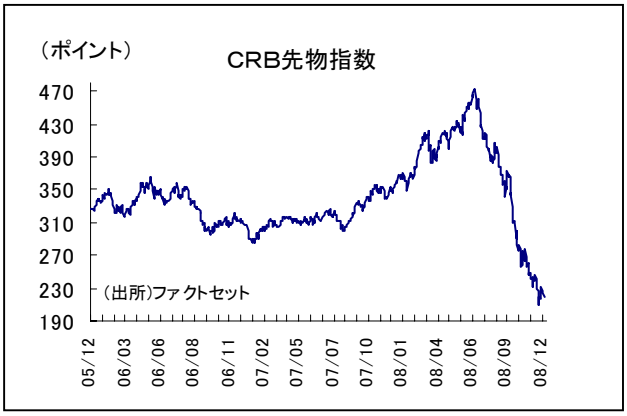
▽各国の金利動向





▽商品市況の動向





本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は執筆担当者の個人的見解に基づくものであり、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　明治安田生命保険相互会社　運用企画部 運用調査グループ
東京都千代田区丸の内２－１－１ TEL03-3283-1216
執筆者：小玉祐一、高橋俊明、心光勝典、大広泰三、吉川隼人