

Weekly エコノミスト・ レター

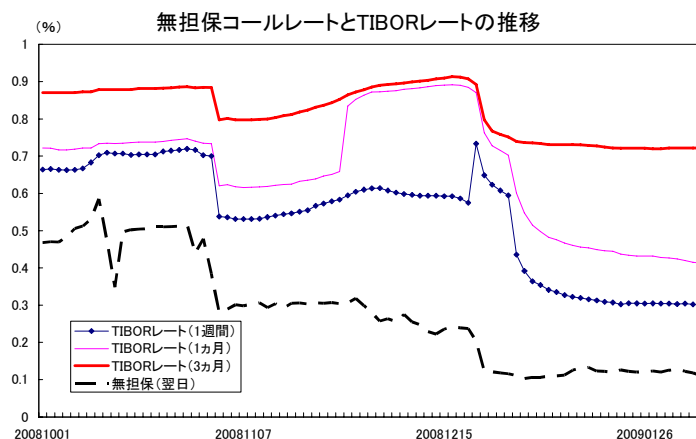
金融政策・市場の動き(2月)

～保護主義と新興国成長鈍化。欧州で国債格下げの動き

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

1. 保護主義の流れがさらに強まりそうだ。最新のIMFの世界経済見通しでは新興国の成長鈍化がさらに明確になっている。中国も8%割れ、ロシアは09年成長がマイナス(98年以来11年ぶり)に。ロシアは昨年いち早く輸入関税を引き上げたが、この国内状況からすればかなり大きな保護主義的な動きを見せる可能性が高い。
2. 欧州ではスペイン、ポルトガルなどの国債が格下げされている。この流れが何かの拍子で米国に向かうことは十分考えられる。2月にはG7、4月にはG20の中で、金融規制強化の方向性や、格付け会社のあり方といった議論が行われる見込みで注目だ。
3. (日銀金融政策)流動性の供給を行ってもターム物金利がなかなか下がらない。ゼロ金利を作ると市場機能が死んでしまうという弊害はあるが、付利をゼロにして量の拡大を明確にしなくてはならない局面になっている。
4. (長期金利)国内長期金利の低位安定基調に変化なし。景気低迷長期化、デフレ懸念の台頭などが基本的に債券需給を支える。
5. (為替)引き続きドル安・円高が急速に進むリスクが高い。米国は失業率悪化が長期化することで政権に対する厳しい見方が強まる可能性が高い。巨額な財政赤字を抱えているだけに、そうなるとドル信認というテーマがクローズアップされやすい。

ターム物金利がなかなか下がらない



1. 保護主義貿易は強まるか。欧州で国債格下げの動き

(保護主義貿易は強まるか、中国 8%成長割れ、ロシアマイナスに)

去年の11月に開かれたG20の緊急金融サミットでは、参加国が今後一年間は保護貿易を行わないということで合意をしていたはずだが、いろいろな国で「保護貿易措置」は実施されている(図表1)。

今後、「総論」としては保護主義台頭は阻止すべきだとなる一方で、各国国内では、景気低迷、特に雇用悪化から保護主義が強まるだろう。

その中で各国ともに新興国向けに輸出を伸ばすことを模索しているが、最新のIMFの世界経済見通しでは、新興国の成長鈍化がさらに明確になっている(図表2)。

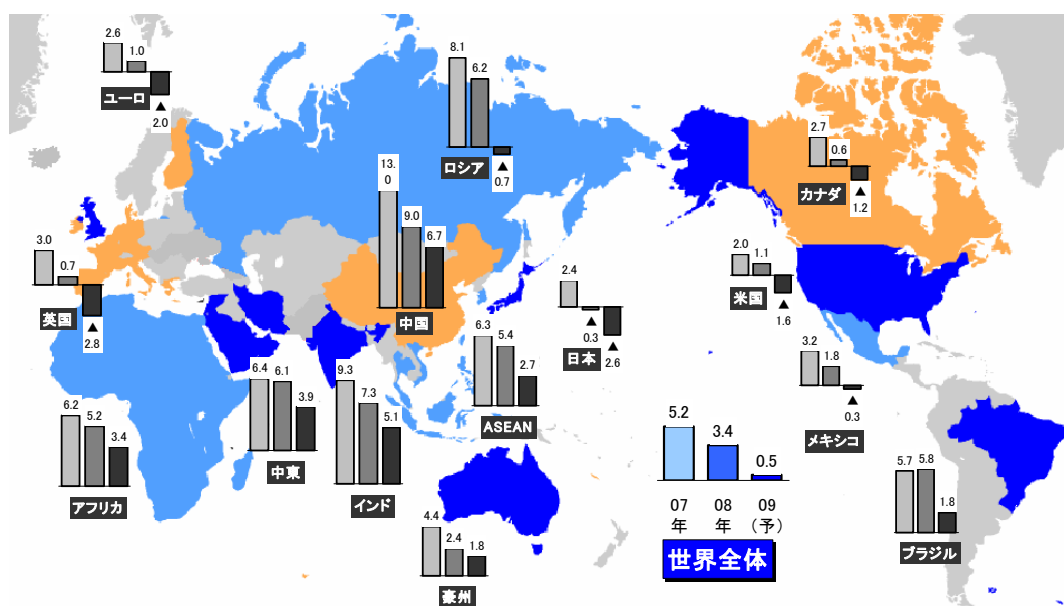
中国も8%を下回るとの見方となっているが、ロシアの急変が著しい。09年成長がマイナス(98年以来11年ぶり)になってきている。また失業者数が今年末までに、現在の2倍を超える約100万人に達するとの観測もでている。昨年いち早く輸入関税を引き上げたロシアだけに、この国内状況からすればかなり大きな動きを見せる可能性が高い。

(図表1) 昨秋以降の保護貿易措置

	実施国・地域	内容
関税	インド	鉄鋼製品の関税上げ
	南米南部共同市場(メルコスル)	ワインや靴製品など6品の関税上げ
	エクアドル	携帯電話、建設資材など940品の関税上げ
	韓国	原油の関税を1-3%上げ
	ウクライナ ロシア	一部品目に追加関税の13%を臨時適用 乗用車とトラックの関税を25%から30%に引き上げ
輸入障壁	インドネシア アルゼンチン	衣料品や玩具などを輸入できる港・空港を限定 自動車部品やテレビの輸入に許可制
輸出促進	EU	バターなど乳製品に対する輸出補助金を再開
国内産業支援	EU	航空や鉄鋼、自動車産業などへの融資
	米国	GMとクライスラーに政府融資
	カナダ	自動車産業に短期の政府融資
	スウェーデン	サーブとボルボに政府融資と債務保証
	ドイツ	自動車購入者への補助と技術開発支援
	フランス	再編基金創設とルノーとプジョーに政府融資
	オーストラリア	自動車販売業者への金融支援
	アルゼンチン	自動車産業の販売支援
	韓国	自動車部品メーカーに対する減税
	中国	自動車税の引き下げと購入補助

(資料) 日本経済新聞2009年2月1日

(図表1) IMFの最新経済見通し



(出所)IMF World Economic Outlook(2009/1), 豪州のみRegional Economic Outlook : Asia and Pacific(2008/11)

(欧州での格下げの動き、これからの国際会議での議論が注目)

オバマ政権への期待がまだ高く、ドル安や米国金利上昇といったリスクへの危機感はまだ低いように思える。

ただ欧州ではスペイン、ポルトガルなどの国債が格下げされている。この流れが何かの拍子で米国に向かうことは十分考えられる。

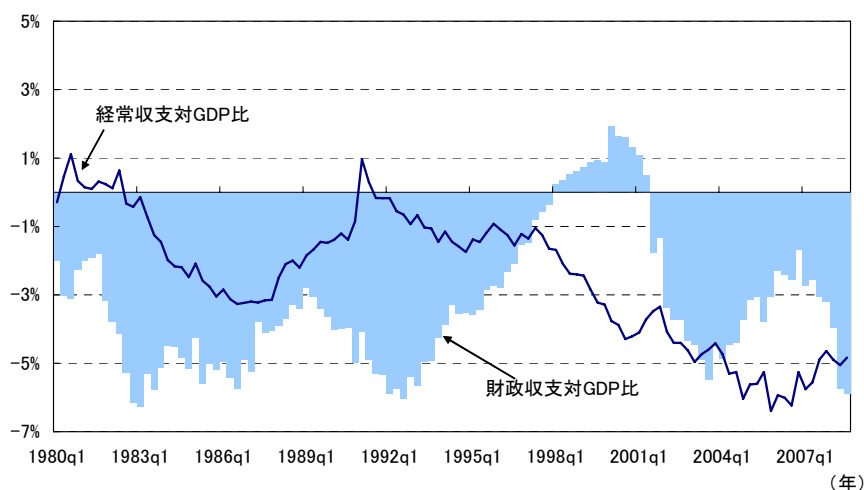
米国の09会計年度財政赤字のGDP比は過去最悪だった1980年代の6%台を上回るの確実。オバマ新政権の8850億ドルの景気対策を加えれば10%近くにまで拡大するとの観測も出ている。また経常赤字の水準もプラザ合意の時をはるかに越える(図表3)。

オバマ政権の政策期待が高いうちは、将来の成長でこの巨額の赤字を減らすことは可能だとの論調が幅を利かす。しかし経済対策が打たれたが、やはり失業の流れが収まらないとなれば、政権に対する厳しい見方は強まるだろう。

そうすると巨額財政赤字⇒ドル安、米国金利上昇といった米国債ファイナンスを巡るリスクが一気に噴出する可能性がある。

2月にはG7、4月にはG20の開催が予定されている。この流れの中で、金融規制強化の方向性や、格付け会社のあり方といった議論が行われる見込みで注目だ。

(図表3) 米国財政収支・経常収支の推移



2. 日銀ウォッチ：銀行保有株式買入再開、ターム物金利が下がらない

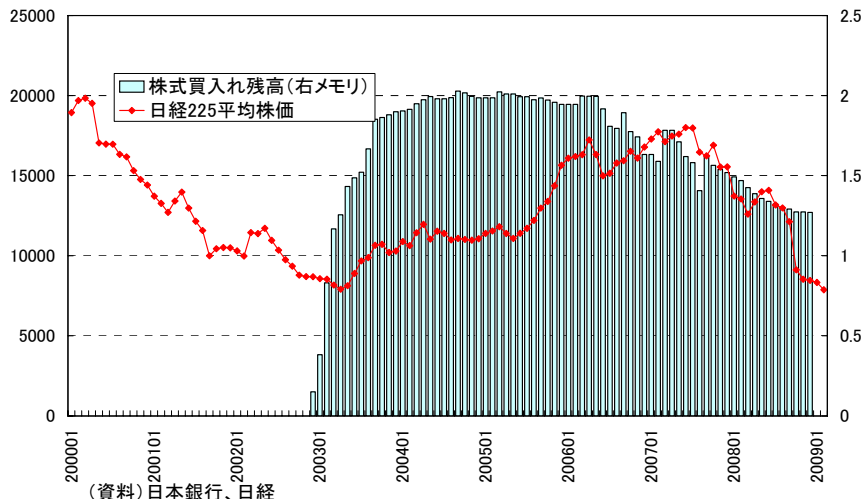
(銀行保有株式買入を再開、安心感を与える効果には期待したい)

日銀は3日に開催した政策委員会・通常会合で、金融機関保有株式の買い入れを年度内に約4年半ぶりに再開することを決定した(図表4)。

政府は既に銀行などから最大20兆円分の保有株を買い取る方針を決めており、日銀も歩調をそろえた格好だ。

買入総額は1兆円、買入期間は2010年4月末までの時限措置とした。今回の措置は金融政策決定会合ではなく、通常の政策委員会での決定。日銀としては金融機関の健全化を目的とするプルーデンス

(円) (図表4) 日銀の株式買入れ残高と日経平均の動き (兆円)



(資料) 日本銀行、日経

政策の一環としての位置づけだ。

今回の政策で日銀も危機感を共有したことで、「一定程度の安心感」を市場に与えることはできるのではないかと。

ただ、政府の20兆円分に対して今回は1兆円と少なく、時価での買い取りとなると銀行が本当に売却に向かうのかなど問題もあり、「大きな効果」はやはり期待できない。マインドを多少支えるという程度だ。

(銀行間金利の高止まり、利下げをして付利をなくしたほうが、)

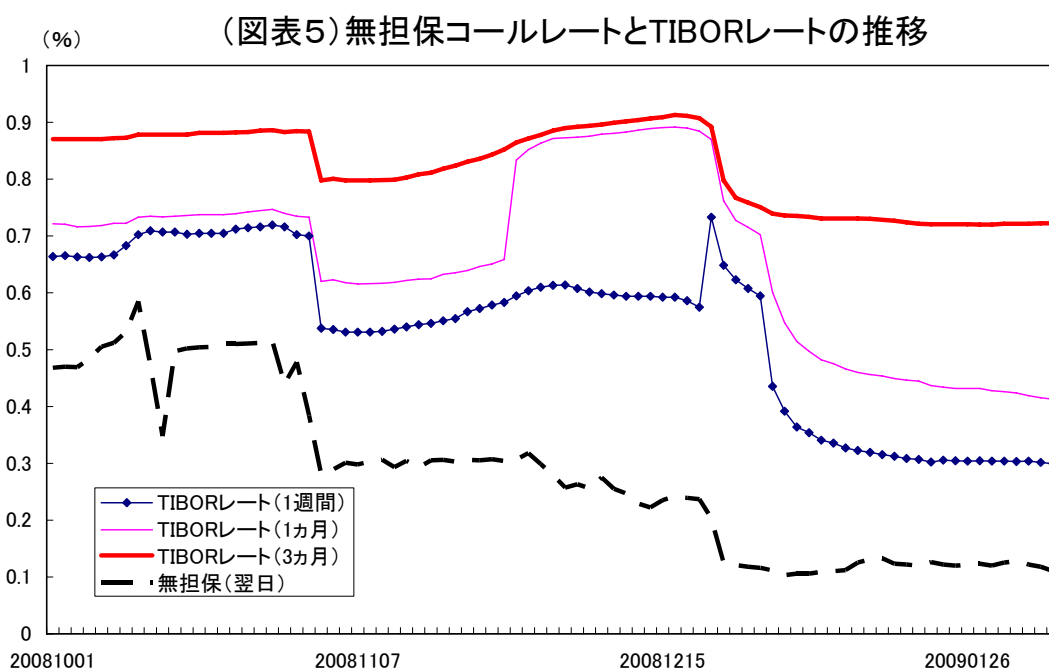
ターム物金利がなかなか下がらない (図表5)。

5日講演を行った水野委員は「日銀は適格担保の範囲内でいろいろなオペを打って、年度末を越える資金供給を行っているが、ユーロ円TIBORなどは、銀行のバランスシートや資本の制約がある中、そのレートが下がるかどうかという、現状は極めて難しい」と述べている。

その上で「今のように誘導金利と付利金利が同じ水準にあると、なかなか全ての金利に目配せしながら細かい調節をやっていくというオペレーションではないため、全体としては流動性の供給を全体としては相当潤沢にやっているが、各市場にまんべんなく毎日のように回っているかというそうではない」と述べた。

筆者は現在の状況から判断して年度末に追加の緩和策を打たざるを得なくなると見ている。

その際、リスク資産の買取というここ数ヶ月の路線の他に、付利をゼロにして、長めのオペを大規模に行う路線を打ち出す可能性が高いと見る。FRBもそうだがいまの緩和方法では分かりにくい。



3. 金融市場（1月）の動き：一時13年ぶりの円ドル87円台

（10年金利）

1月の動き

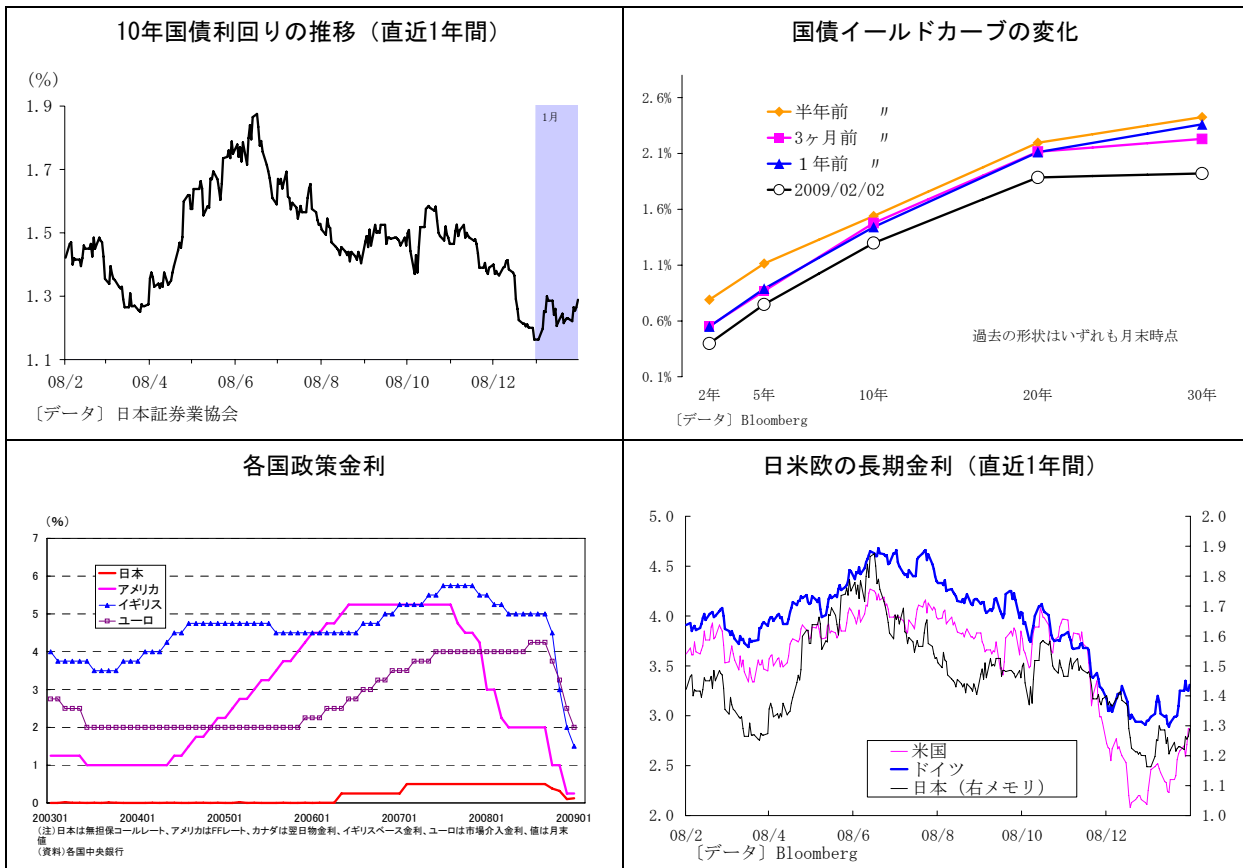
10年国債利回りは、月初1.1%後半からスタート、月末1.2%台後半に。

月初からオバマ新政権への期待から株高・円安の動きとなり、8日に1.3%台となった。15日の機械受注が大幅に悪化し、日経平均が一時8000円を割り込むと長期金利は1.20%近辺まで急低下した。その後米国長期金利上昇から一旦は1.2%台後半となったが、22日の日銀金融政策決定会合で日銀の先行き見通しが大幅に引き下げられ、社債買い入れ検討が報じられると、再び1.2%前半に。その後米国でバットバンク構想が報じられ金融不安が和らぎ、米FOMC（28日）で長期国債の買い入れが具体的に示されなかったことで米長期金利が上昇し、1.2%台後半まで上昇した（図表6）。

当面の予想

国内長期金利の低位安定基調に変化なし。各国巨額財政支出で格下げ懸念が出ているが、景気低迷長期化、デフレ懸念の台頭などが基本的に債券需給を支える。

図表6 金利関係図表



(円ドルレート)

1月の動き

円ドルレートは、月初め 90 円半ばからスタートし、月末 89 円台後半に。

月初はビックスリーへのつなぎ融資が決定され、さらにオバマ新政権への期待が高まったことでドルが買い戻され 7 日には 94 円台に。その後は 20 日に就任を控えるオバマ新政権を見極めたいとの見方から 90 円台での様子見の展開が続いた。21 日に欧米金融機関への不安が高まり NY 市場で 13 年ぶりとなる 87 円台前半の円高となる。その後月末にかけては 88-90 円台でのみみ合いが続いた (図表 7)。

当面の予想

引き続きドル安・円高が急速に進むリスクが高い。オバマ政権への期待からドル安の流れは抑えられているが、米国の失業悪化が長期化することで政権に対する厳しい見方が強まる可能性が高い。巨額な財政赤字を抱えているだけに、そうなるとドル信認というテーマがクローズアップされやすい。

(ドルユーロレート)

1月の動き

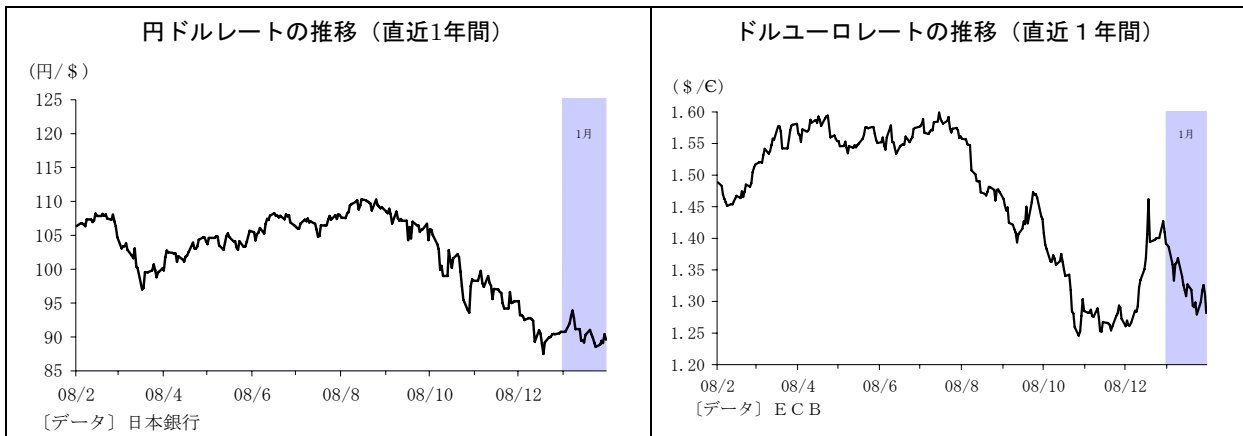
ドルユーロレートは、月初め 1.38 台後半からスタート、月末には 1.28 台後半に。

月初は中東情勢の緊張からユーロ高の水準から始まるが、6 日にユーロ C P I が予想よりも低い伸び、15 日の ECB 理事会での利下げを織り込むかたちで 1.30 台までユーロ安が進む。ECB で利下げが実施されると一旦様子見の展開となり 1.32-1.33 での取引が続く。欧州委員会が 09 年ユーロ圏の成長率がマイナスになるとの見通しを示し、1.28 台までユーロ安が進む。その後バークレーズ銀行が資本注入必要ないと報道が流れ、ドイツ IFO 景況感が予想外の改善を示したことに反応し一旦は 1.32 近辺までユーロが戻したが、月末にかけては再び弱含み 1.28 台後半となった (図表 7)。

当面の予想

今後ユーロの景気悪化から ECB の大幅な利下げとともに、ゼロ金利への思惑が高まる。さらに欧州債格下げの動き、金融機関の決算の厳しさなどが材料にされユーロ安の動きが再び出てくると予想する。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

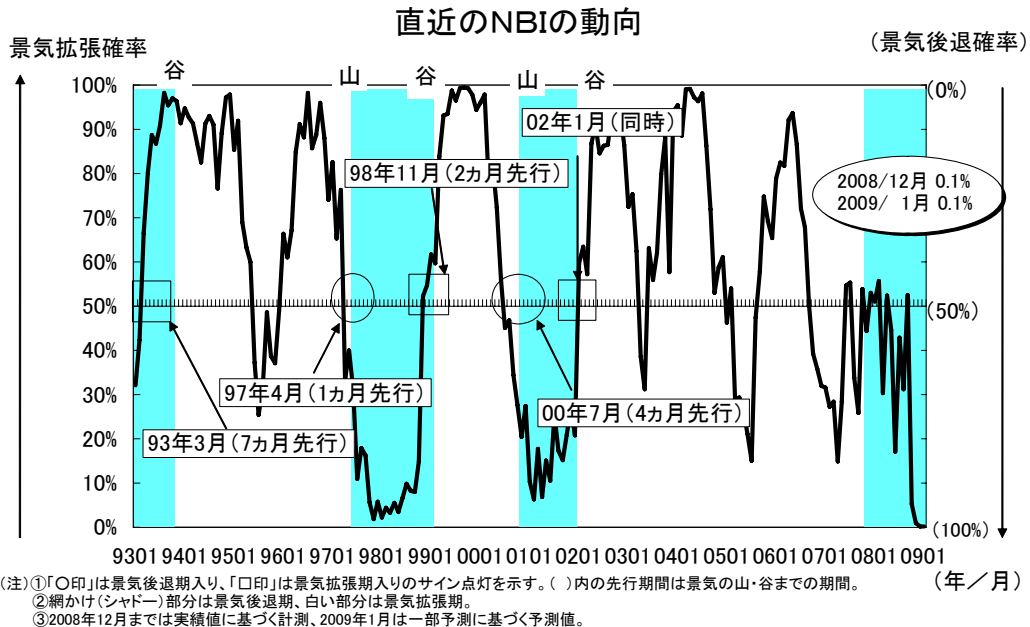


金利・為替予測表 (2009年2月5日現在)

		2008年	2009年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.30	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
	10年金利 (平均)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	3.2	2.7	2.8	3.0	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	2.5	1.5	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.5	3.1	3.2	3.4	3.4
円ドル	(平均)	96	87	85	90	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.32	1.28	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	127	111	106	113	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) ~08年12月 : 0.1%、09年1月 (予測値) : 0.1%



	ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
07/12	53.0%	565,872	▲0.2%	19.5%
08/1	51.0%	566,893	0.2%	18.4%
08/2	55.7%	571,104	0.7%	15.3%
08/3	30.3%	565,296	▲1.0%	29.7%
08/4	52.4%	564,469	▲0.1%	29.6%
08/5	44.6%	564,380	▲0.0%	27.8%
08/6	17.1%	559,109	▲0.9%	18.7%
08/7	42.9%	561,343	0.4%	23.0%
08/8	31.2%	555,959	▲1.0%	18.0%
08/9	52.5%	558,405	0.4%	32.8%
08/10	5.3%	559,554	0.2%	42.8%
08/11	0.9%	538,766	▲3.7%	47.1%
08/12	0.1%	526,839	▲2.2%	43.8%
09/1 (予測値)	0.1%			13.5%
09/2				-46.2%

(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2009-1-30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障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。