

Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(5月)

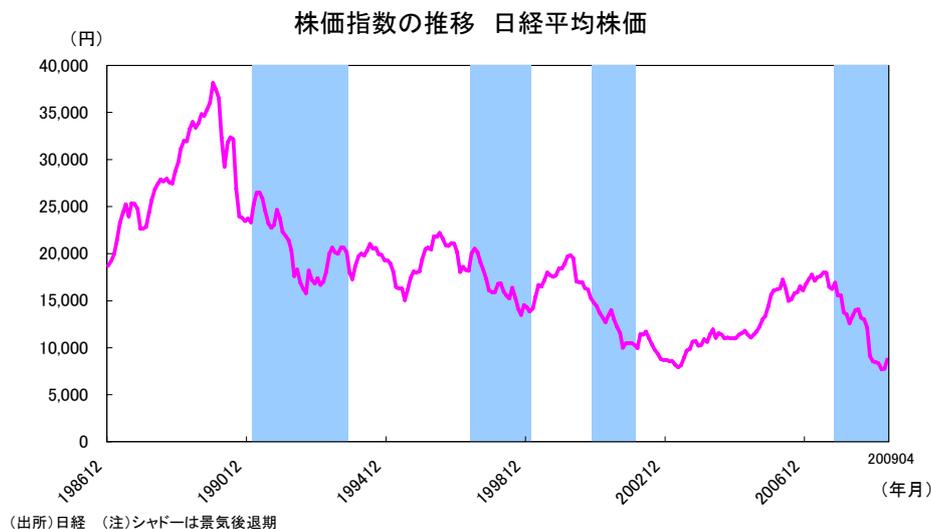
～バブル崩壊と循環的な回復、日本の失われた10年の中にも景気回復はあった

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 日経平均株価は 9000 円台を回復するなど先行き楽観論が強まっている。世界経済は短期的には回復局面に向かうだろうが、その回復力は必然的に調整圧力に押され弱いものにとどまり、まだまだ調整圧力、下方リスクが高い状況には変化はない。
2. (日銀金融政策) 4月30日に展望レポートが公表され、従来の「09年度後半からの回復シナリオ」は維持されている。しかし、①先行き雇用所得環境の悪化予想される家計部門、②デフレへの警戒トーンが上がっている。国内の要因もリスクが高まっているとの認識を示している。
3. (長期金利) 国債増発など需給面への懸念から、水準が若干上がったが、今後については金融システム不安、底這いの景気状況、デフレなどを材料に国内長期金利の低位安定基調に変化なしと読む。
4. (為替) 方向感がつかみにくい展開が続く。米国での金融不安や景気悪化に対して不安は拭えず、今後もドル高、ドル安の一方方向のトレンドはでにくい状況がしばらく続く。

失われた10年の中にも景気回復はあった



1. バブル崩壊と循環的な回復：失われた10年の中にも景気回復はあった

日経平均株価は9000円台を回復した。在庫調整の進展、中国向け輸出の回復、5月危機の回避、米国クライスラーの再建計画進展、ストレステストによる大幅な資本不足回避など、好材料が重なり市場の不安が大きく減じたことが株価上昇につながっている。

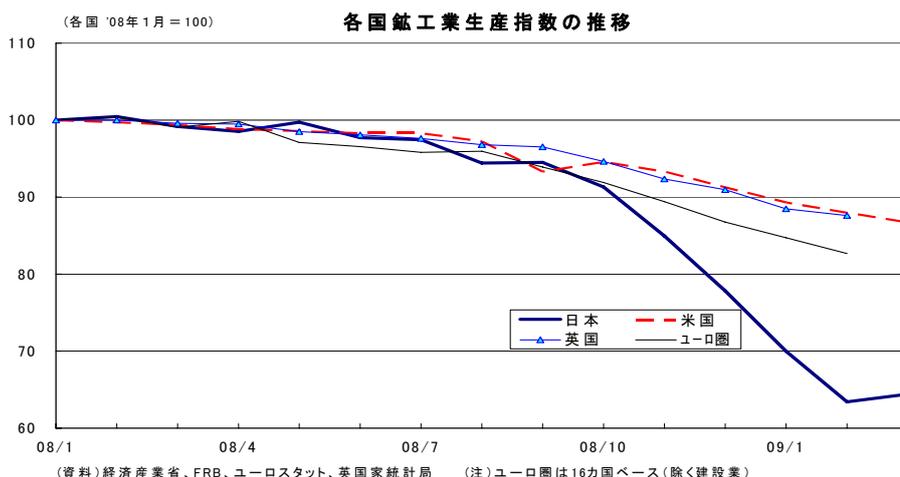
市場では金融システム問題も峠を越し、巨額財政・超低金利政策がこれから効果を発揮するとの期待も重なり、各国1-3月期を底に景気も回復に向かうとの見方も増えてきている。

（昨年秋以降の猛烈な「収縮経済」はなんとか逃れられそうだが、）

各国とも昨年秋以降かなりの生産調整を行い在庫の圧縮に走った。在庫調整の進展が見られいままでのような一方的な圧縮経済からは逃れられそうで、1-3月が各国で景気の底というような観測が出てきている。

特に日本の調整の早さ・大きさは凄まじく、4-6月期は日本の生産は意外に伸び、GDPも4-6月にプラスとなる可能性もでてきている。

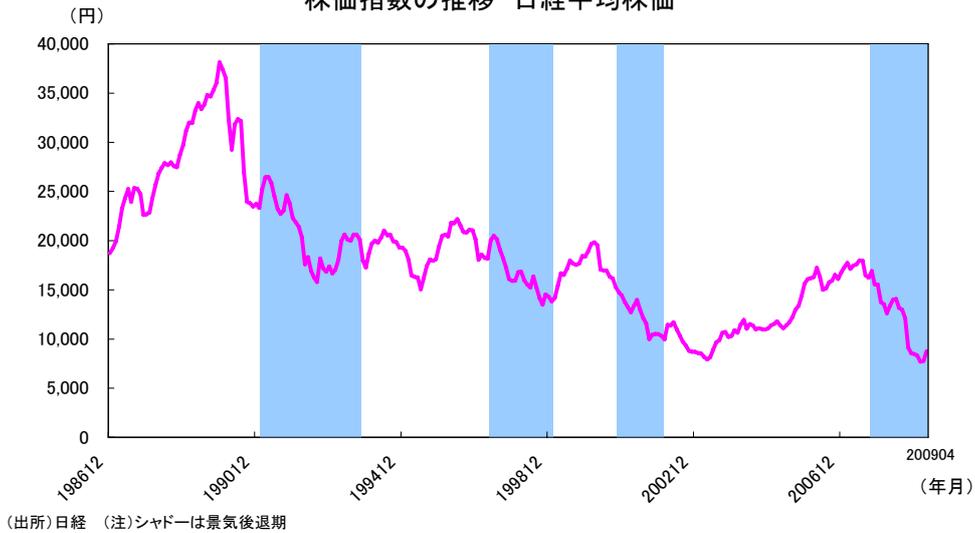
景気循環という点では、「回復」局面に向かう可能性が高まってきている。



白川日銀総裁は4月にニューヨークで「経済・金融危機からの脱却: 教訓と政策対応」とのテーマで行った講演を行い「日本経済は1990年代の低成長においても、何度か一時的な回復局面を経験したが、このことは経済がついにけん引力を取り戻したと人々に早合点させる働きをしたように思う。これは『偽りの夜明け』とも言うべきものだったが、人間の常として、物事がいくぶん改善すると楽観的な見方になりがちだ」と述べている。

日本の景気循環と株価の動向を見ると、たしかに「失われた10年」の中にも景気循環は存在していた。結局景気回復を強いものにするには、各国の家計部門、金融機関などのバランスシート調整がどの程度進展したのか、膨張したバランスシートがバブル崩壊の前の水準に戻ったかという、ある意味つまらない論点をもって判断するしかない。

株価指数の推移 日経平均株価



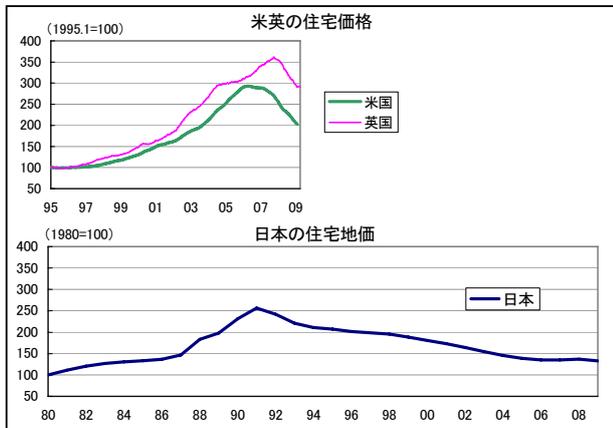
(住宅価格、家計のバランスシートからみるバランスシートの進捗状況)

住宅のバブルを「価格」という点で見よう。日本の場合、「地価」で見るとバブル収束に、20年（1986-2006年）を費やしている。欧米の状況はどうだろうか。

米国については、今回の米国の住宅バブルが「いつから」はじまったかによって評価は割れそうだが、03年くらいからという判断では、だいぶ住宅市場の調整はいい水準まで来ているという見方もできそう。しかし、家計部門の負債比率といった「実額」でバブルを見れば、まだまだ調整圧力は高そうだ。

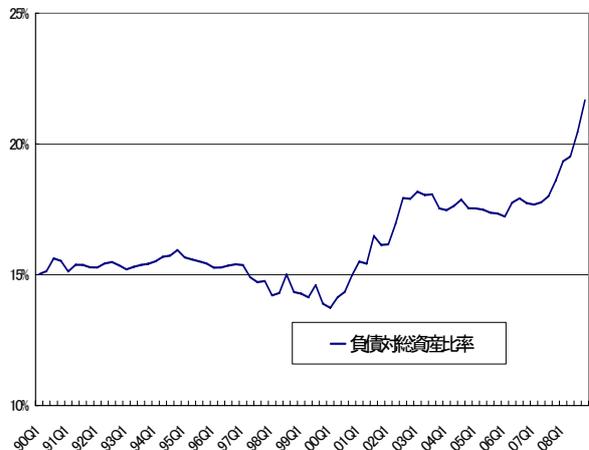
欧州については「まだまだ」という評価しかなさそう。市場では欧州の金融システムなどについて不安が高まっているが、住宅価格という点でも、今後も調整は必至ということが言えそうだ。よく言われることだが次の金融システム問題の中心は欧州に移りそうだというシナリオもかなり意識せざるをえない。

日米英の住宅価格の推移



(資料) S&P, Nationwide, 国土交通省

米国家計の負債比率(対総資産)



(金融機関のバランスシート：ストレステストの結果とIMF推計のギャップ)

F R Bはストレステストの対象となった米大手銀行19行のうち10行に対し746億ドルの資本増強を要求した。この不足資本額は既に政府が銀行にいている優先株を普通株に転換すればこの金額は足りる水準だ。大幅資本不足となり、政府が現在用意している金融安定化法の残高1300億ドルを超えて再び議会を通し混乱が高まるとのシナリオはこれで回避された。

ただし、悲観的な見解をとる筆者からすれば、ストレステストの前提が甘いなどの点もあるが、どうも数の帳尻が合わないと感じてしまう。

IMFの最新の推計によれば、米国の処理必要額は2.7兆ドルとなっている。日本の不良債権処理額もバブル崩壊後110兆円程度、すなわちGDPの20%台だったが、最近のIMFが示す米国金融機関の損失見通し水準もこのレベルに達してきており、損失額は終盤に差し掛かってきたと思える。

しかし、今後の資本増強についてIMFは米銀の場合で2,750~5,000億ドルと試算しているが、今回のストレステストは大手19行とはいえ、746億ドルとIMFの1/4以下だ。

4-6月以降の銀行の利益下振れ、損失拡大などにより、この先再び大規模な資本増強が必要になるという慎重な見方はそれなりの説得力があると思える。

(図表) IMFの推計表：

	日米欧合計			
		米国	欧州	
金融セクター計	40,540	27,120	11,930	1,490
銀行	24,700	16,040	7,370	1,290
保険会社	3,010	2,180	750	80
政府系金融他	12,830	8,900	3,810	120

(資料)IMF

今回の世界で起きたバブルは、住宅のバブルとクレジットバブルが重なったものと理解されることが多い。クレジット市場もいまだ回復しておらず、家計、金融部門のバランスシート調整も道半ばである。バブルの終結はまだ見えない。

短期的には回復局面に向かうだろうが、その回復力は必然的に調整圧力に押され弱いものにとどまり、まだまだ調整圧力、下方リスクが高い状況には変化はない。

2. 日銀ウォッチ：強めだが国内リスクも示す展望レポート

(展望レポート：強めのトーンだが、家計部門、デフレのリスクへの警戒感が高まる)

4月30日に展望レポートが公表され、成長率、物価とも1月時点よりも下方修正されている。ただし、先行きについては、米欧の金融システムの建て直しがどのように進むのか、また、新興国も含め世界需要がどの程度のテンポで回復していくのか、といったことが重要な着目点となるとしながらも、これらが一定程度改善することを前提に、従来の「09年度後半からの回復シナリオ」は維持している。

ただ今回展望レポートの詳細を前回と読み比べると、前回との比較で、①先行き雇用所得環境の

悪化予想される家計部門、②デフレへの警戒トーンが上がっているように感じられる。

引き続き外部要因に大きく左右される状況にはあるが、国内の要因も強めの回復シナリオとは逆にリスクが高まっているとのニュアンスは示してきているようだ。

政策委員の大勢見通し（4月決定会合時点）

対前年比、%、< >内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	▲3.2～▲3.1 <▲3.2>	3.3	1.2
2009年1月時点の見通し	▲2.0～▲1.7 <▲1.8>	3.0～3.2 <3.1>	1.1～1.2 <1.2>
2009年度	▲3.7～▲3.0 <▲3.1>	▲7.6～▲6.9 <▲7.5>	▲1.6～▲1.4 <▲1.5>
2009年1月時点の見通し	▲2.5～▲1.9 <▲2.0>	▲7.0～▲6.0 <▲6.4>	▲1.2～▲0.9 <▲1.1>
2010年度	0.8～1.5 <1.2>	▲2.4～▲1.4 <▲1.8>	▲1.1～▲0.8 <▲1.0>
2009年1月時点の見通し	1.3～1.8 <1.5>	▲1.5～▲0.8 <▲0.9>	▲0.6～0.0 <▲0.4>

(資料) 日銀

(銀行券ルール：やり方としてはいくつかありそうだが、)

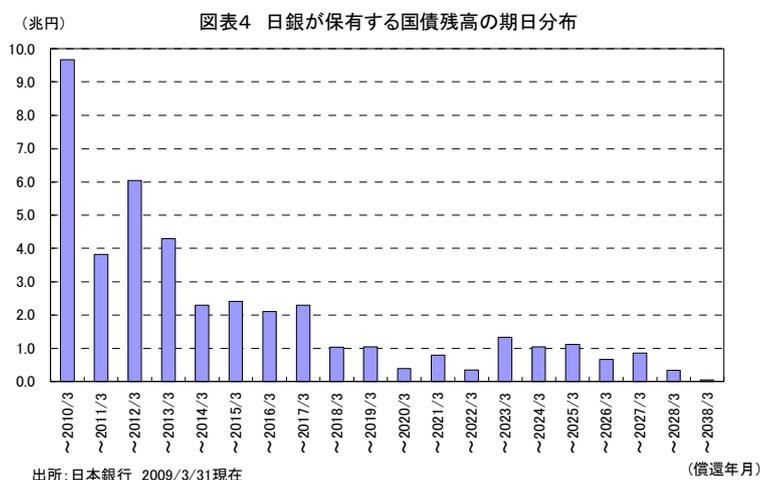
3月分の生産統計が示すように景気悪化ペースは足元緩やかになりつつあり、また懸念されていた5月危機も企業への公的資金導入などが法案成立したこともあり、不安が和らいでいる。しかし、景気は急回復が望めない中、消耗戦を余儀なくされており、依然下振れリスクが高い。

日銀は大きなショックがなければ、現在の政策金利維持の中、企業金融支援策を少しずつ強化するとのスタンスだろう。

経済・物価の下振れ要因が顕在化した場合に、政策手段としては「国債買い入れ増額」が検討項目に上がってくる。2008年度決算で剰余金の15%を自己資本の中核である法定準備金に繰り入れることも決まりそうで、政府からも国債買い入れ増額要請が強まるのは必至だ。

日銀内にある「国債買い入れ増額をしても効果が限定的」という見方は正しいだろうが、「日銀は動かない」という姿勢を市場、政府に示すことは避ける動きになるはずと読む。

買い入れ増額に伴い銀行券ルールの見直しが検討され、「なおがき」対応や長期国債の定義（残存1年未満の長期国債を短期国債と同列とみなす）の読み替えなどで対応することになるだろう。



3. 金融市場（4月）の動き： 国債増発懸念から長期金利が上昇

（10年金利）

4月の動き

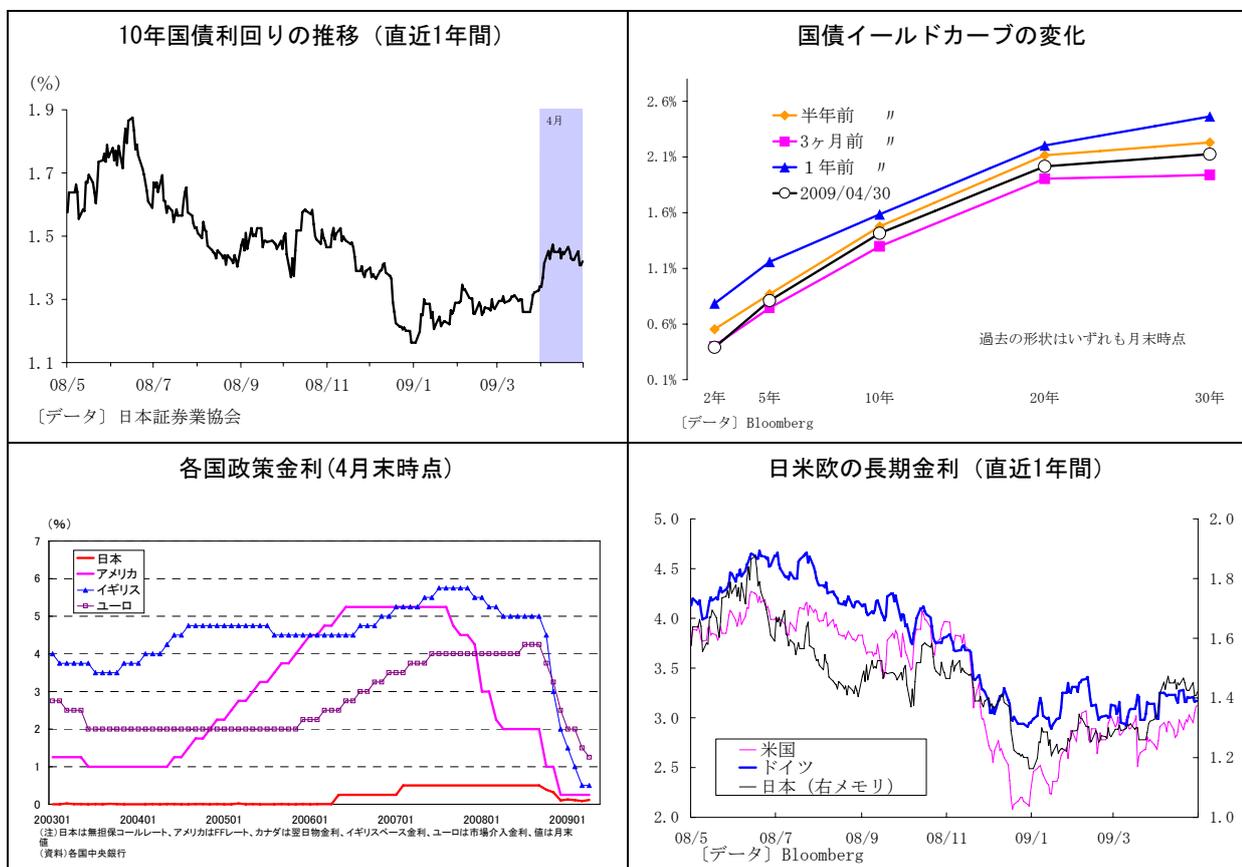
10年国債利回りは、月初1.3%台半ばからスタート、月末1.42%近辺に。

月初から追加経済対策に伴う国債増発懸念が強い中、米国金利上昇、株価上昇を受け3日には、1.4%台に。6日麻生首相が追加経済対策をGDP2%を超える真水にするように指示すると国債増発懸念が高まり、10日に追加経済対策が発表されると1.49%台となる場面もあった。その後も追加経済対策に伴う国債の増発に対する警戒から1.4%台後半で推移。21日に与謝野財務相が09年度補正予算案の概要を報告し、国債の発行額内容が報じられると低下し、23日には一時1.41%に。その後も税込減見込みなど国債増発を連想させるニュースに反応し27日に1.4%後半となる場面もあったが月末には再び低下し1.42%程度となった。

当面の予想

長期金利は国債増発など需給面への懸念から、水準が若干上がったが、今後については金融システム不安、そこ這いの景気状況、デフレなどを材料に国内長期金利の低位安定基調に変化なしと読む。一時的に金利上昇となっても、景気・金融システムが急速に回復する見込みがない中では、時間の経過とともに、上昇圧力は沈静化すると見る。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

4月の動き

円ドルレートは、月初め 98 円台後半からスタートし、月末 97 円台半ばに。

1 日の日銀短観の悪化で円安に。その後金融サミット（2 日）で景気刺激策が各国で協調され、米では時価会計基準の緩和が示されると金融不安が和らぎ約半年ぶりの 100 円台となった。その後は欧米決算が本格化する 13 日の週を睨んで様子見の展開に。米金融機関の決算が事前予測を上回るとの観測からドル高となったものの、米小売売上高が事前予想を下回り 15 日 1 ドル=98 円台に。その後米決算内容を見極めたいとの思惑が強く、17 日中国の GDP が 10 年ぶりの低成長となるなど材料はあったが、総じてみれば 99 円台での推移が続く。その後米金融機関のストレステストへの警戒感など金融不安が高まったことで円は 1 ドル=98 円前後でもみ合った。22 日日本の貿易統計で輸出額の減少が低下し 97 円台に。GWを前に新型インフルエンザの感染拡大、米国金融機関が資本増強の必要性を指摘されたとの報道、クライスラー破綻への思惑が高まり、28 日には 95 円台後半まで円高が進む。月末にかけては株価堅調などから 97 円台半ばまでドルが戻す。

当面の予想

方向感がつかみにくい展開が続く。米国での金融不安や景気悪化に対して不安は拭えず、今後もドル高、ドル安の一方方向のトレンドはでにくい状況がしばらく続く。

(ドルユーロレート)

4月の動き

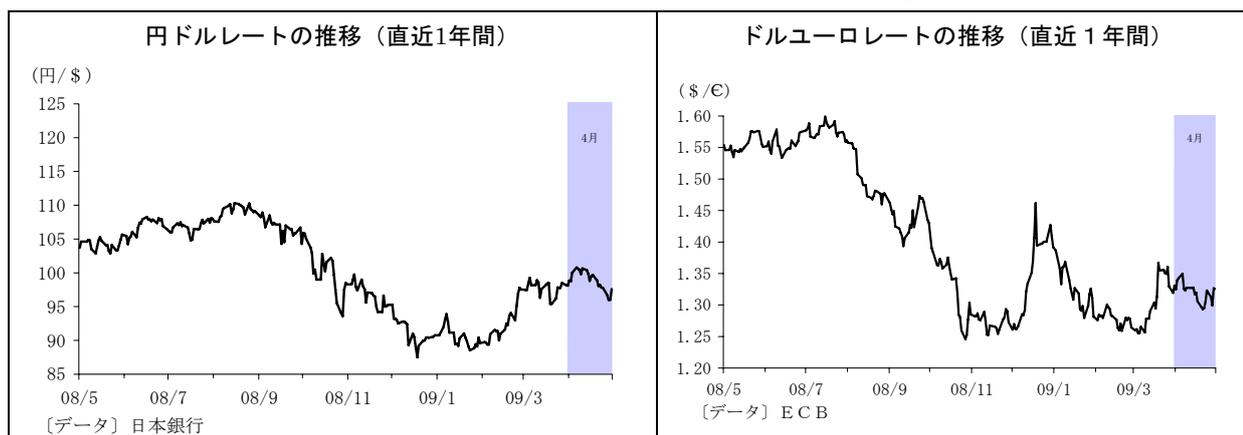
ドルユーロレートは、月初め 1.32 台半ばスタート、月中ユーロ安に振れるが月末 1.32 台半ばに。

ECB 理事会（2 日）で市場予想よりも利下げ幅が少なかったことで、1.35 台のユーロ高となる。その後事前予想を下回るユーロ圏 GDP が公表（7 日）され 1.32 台のユーロ安に振れ、欧米決算の本格化を前に様子見となる。16 日には ECB 政策当局者間の意見不一致が懸念され、ユーロ安が進む。17 日には東京で行われたトリシェ総裁が会見で追加利下げへの可能性を示唆し、1.29 台までユーロ安が進む。その後 23 日にはユーロ圏サービス業景気指数と製造業景気指数の縮小幅が鈍化したことから 1.31 ドル台前半までユーロが戻す。その後米金融機関のストレステストの結果への警戒感からユーロが買われ月末は 1.32 台半ばとなる。

当面の予想

ECB による利下げが一服するというユーロ安要因は剥落するものの、ユーロ圏での金融機関に対する懸念、中東欧問題、ユーロ圏の財政格差拡大によるユーロに対する信認低下などユーロ安に対する根本的な問題は山積。一方ドルのほうも景気・金融、産業再生面で急速な回復は難しいが、米欧の相対的な景気・金融サイクルからみて、欧州の遅れが緩やかなユーロ安を進展させると読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

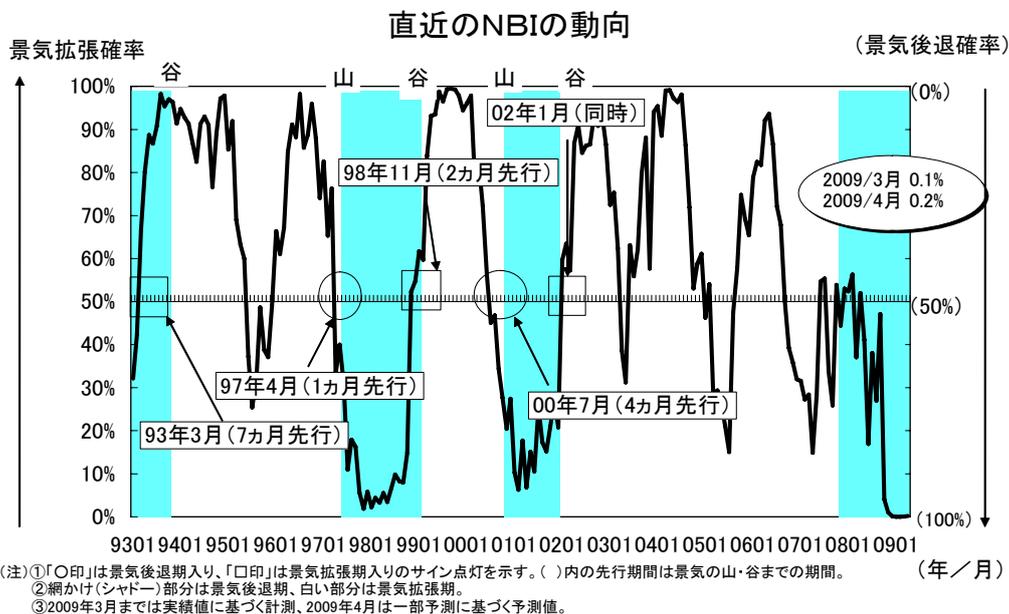


金利・為替予測表 (2009年5月7日現在)

	2009年				2010年	
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
	実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
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)	2.7	3.1	3.2	3.3	3.4
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3
円ドル	(平均)	94	98	92	90	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.30	1.30	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	122	127	115	113	119

<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) ~09年3月: 0.1%、4月 (予測値): 0.2%



	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
08/3	37.1%	567,283	▲0.9%	29.1%
08/4	52.0%	563,759	▲0.6%	29.2%
08/5	41.1%	563,837	0.0%	28.3%
08/6	16.9%	558,744	▲0.9%	18.9%
08/7	38.1%	561,970	0.6%	24.5%
08/8	27.0%	556,329	▲1.0%	18.3%
08/9	47.2%	559,583	0.6%	33.5%
08/10	4.1%	559,415	▲0.0%	42.4%
08/11	1.0%	537,356	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	523,122	▲2.6%	43.4%
09/1	0.01%	514,663	▲1.6%	11.0%
09/2	0.00%	513,735	▲0.2%	-47.4%
09/3	(予測値) 0.1%	520,738	1.4%	-49.9%
09/4	0.2%			-50.0%
09/5				-48.8%

(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2009-05-01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。