

Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(9月)

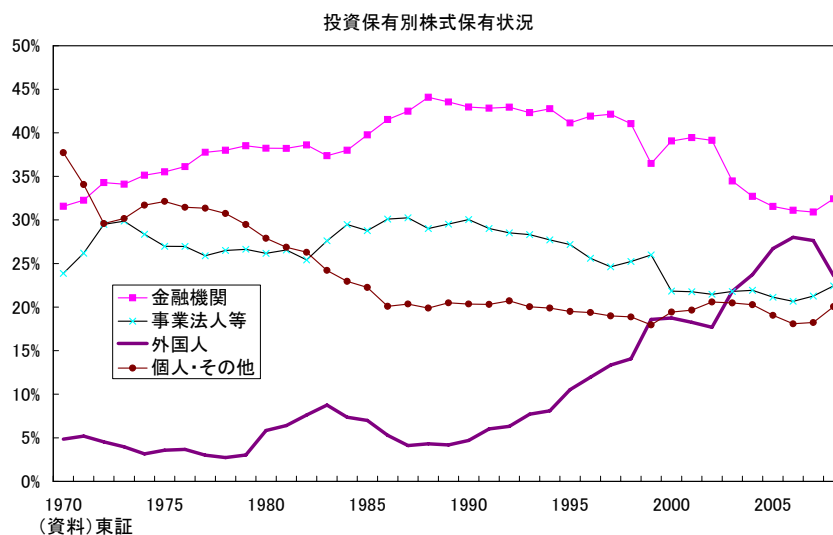
～市場は新政権の政策見極めに:人事、予算編成、自民党の政策変化などに注目

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

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

1. 国内経済・金融市場とも引き続き海外経済などの外部要因に大きく左右されそうだが、新政権への評価も今後影響を与えそう。組閣人事、予算編成の行方などが当面注目だ。
2. (日銀金融政策) 日銀は「政権が変わったからといって金融政策に変更はない」との主張を繰り返している。民主党からの発言を見ていると、自民党より日銀の政策に対する理解はあるようにも思えるが、実態は未知数。今後の経済情勢の中で揺れる可能性は十分にある。
3. (長期金利) 長期金利は、海外長期金利低下、円高、デフレ進行を背景に低下が続いている。当面低位安定が続きそう。
4. (為替) 当面、円ドルレートは、先行き楽観論の修正、民主党政権の政策運営に絡んでドル運用の見直しへの思惑が高まることで円高が意識されやすいだらう。

市場は新政権の政策見極めに、外国人投資の日本買いが戻るか?



1. 市場は新政権の政策見極めに～人事、予算編成、自民党の政策変化などに注目

(自民党に嫌気、リスクを伴うが変化を選択した国民)

衆議院選挙(8/30日)は、民主党が単独過半数の大勝となった。事前に民主党大勝との予想が各社報道から流れていたが、実際大物議員が次々に落選となり政権交代が実現すると、やはり驚きであった。今回の選挙は、国民が①自民党を拒否、②経験がないというリスクはあるが民主党の「変化」に期待した、と言えるのだろう。

民主党政権への不安・懸念は、「政権担当能力があるのかどうか？」だが、結局はやってみなければわからない。

オバマ米大統領が誕生した際には、ハネムーン期間(100日)として国民は政策を見守り表立った批判はしないとかなり寛容な姿が見られたが、日本ではそもそも政権交代の経験がなく、「気短」の反応がでてきそう。民主党は「変化」とともに政策を無難にこなすという「現実路線」も同時に求められ、さらに短期間で成果を見せるというかなり厳しいハードルが待っている。

国内経済・金融市場とも引き続き海外経済などの外部要因に大きく左右されそうだが、新政権への評価も今後影響を与えそう。

(後回しにはなりそうだが、成長戦略の重要性、自民党の立ち位置重要)

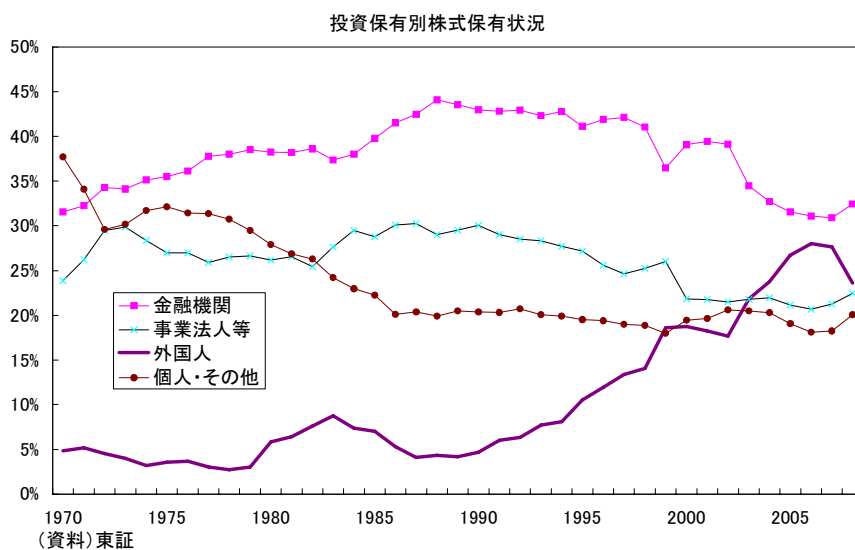
民主党は産業・企業行動の支援ではなく、家計重視に軸足を移す政治姿勢を明確にしている。選挙戦で自民党との対立軸を明確にするために家計重視を強調してきたが、その反面、成長戦略重視の政策が足りない。

少子高齢化・人口減少社会に突入している日本では、限られた資本・労働をうまく活用し、成長のパイを獲得することで、逆に財政赤字問題を緩和するなど少子高齢化・人口減少のマイナス部分を補う必要がある。

今後成長戦略がうまく打ち出せるのか、筆者は2つの点を注目している。

ひとつは成長戦略に対する外国人投資家の評価である。

国内でいくら成長戦略といっても評価が難しい面があるが、世界各国を一律に見ている外国人投資家にどう映るのかである。



日本の株式保有状況を見ると、(必ずしも自民党政権での成長戦略がうまくいったわけではないが、)自民党政権下で成長戦略が取られたことで、90年代以降外国人投資家が日本へ投資してきた。

今回の選挙は久しぶりに世界が日本に注目した。今回の内閣で内向き、規制強化、成長戦略なし、株主重視の排除などという風に見えると外国人投資家は戻ってこない。新政権は国内向けの対話も重要だが、海外にどう政権の「姿」を伝えられるか、ここもポイントになりそうだ。

もうひとつは、出直しを模索する自民党の政策だ。家計重視で大勝した民主党の政策をさらに推し進める形の主張をしてくるのか、民主党との対立軸を小さな政府、成長戦略を含め、企業、産業の復活などに求めるのか、注目したい。

(鳩山内閣が真価問われる、2010年度予算編成)

成長戦略という抜け落ちている大きな課題もさることながら、今後の日程を見るとかなり時間がない中、国民に変化を示しつつ、政策を実行する困難さも見えてくる。

民主党は、予算編成のプロセスを一変させる。自民党体制下で、予算の方向性や経済財政運営の基本方針を決めてきた経済財政諮問会議を廃止し、閣僚をトップとする「国家戦略局」を新設し、予算の骨格や重要政策を決定する。官僚が行なってきた省庁間や政府内の政策調整も、大臣ら政治家が行い政治主導を実現する。

(図表 今後の政治スケジュール)

8月31日	来年度予算 概算要求〆切
9月16日	総理指名 組閣 国会戦略室を設置
23日	国連総会、首相演説(NY)、日米首脳会談
24日から	金融サミット(ピッツバーグ)
10月初旬	来年度予算の指示
11中旬	オバマ米大統領初来日

日程的には、今週から社民党、国民新党との連立協議を行い、16日に特別国会で鳩山代表を首相に選出し、新内閣を発足させる予定だ。その後、国連、日米首脳会談、金融サミットなどの外交を行い、新内閣はマニフェストに掲げた政策を実現させるため、2009年度補正予算の一部執行停止、2010年度予算の編成作業に取り組む見通しだ。

(財務省、国家戦略局人事など注目)

16日に予定されている組閣人事で重要ポストがどうなるのか、国内外に鳩山民主党代表のリーダーシップ、政策の重要性の位置づけを示すだけに注目だろう。国内の政策実行に当たっては、国民、市場、官僚とかなりの対話を要求される国家戦略局、財務大臣などの人選。また対外的には民主党の不安として海外から注目されている外交のポストなどに市場の思惑は揺れるだろう。

(2010年度予算、限られた時間の中で抜本的な変革、財源捻出にも壁)

失業率が過去最悪を更新するなど景気はサイクル的には上向いたといっても家計部門は惨憺た

るものだ。自民党が野党に転落した 93 年、細川内閣は予算編成が遅れ、本予算成立が 6 月にずれ込んだ。民主党としては、2010 年度予算は何としても年内に編成し、経済への悪影響を最小限に抑えこまなければならない。大きな変化を起こそうとしている民主党にとって時間の制約がかなりありそうだ。

また財源捻出も壁がでてきそう。2010 年度について民主党の主な政策だけで 7.1 兆円の財源が必要になる。09 年度の補正予算（麻生内閣が組んだ 14 兆円の補正）から 3 兆円くらい捻出し、そのほかは埋蔵金などを利用する見込み。ただし今年度税収が当初想定（09 年度の税収が 46 兆円の予算見積もり）を下回りそう。鳩山代表は 2010 年度の新規国債発行額について、2009 年度（44.1 兆円）よりも抑制する考えを表明している。うまく財源を捻出できないと国債発行となりかねず、この点でも市場の思惑は揺れそう。

（図表 民主党のマニフェスト）

マニフェストの工程表 マニフェストの実現により、家計で使えるお金を増やし、生活不安を解消します。

項目	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度
子ども手当・出産支援 年額31.2万円の子ども手当、出産一時金	子ども手当の半額実施 2.7兆円	5.5兆円		
公立高校の実質無償化 私立高校生にも相当額助成	0.5兆円			
年金制度の改革 年金記録問題への対応、新たな年金制度の創設	記録問題への集中対応期間(0.2兆円) (年金制度に関する国民的合意)		制度設計	新たな制度の決定 (法案作成・関連法案成立)
医療・介護の再生 医師不足の解消、新型インフルエンザ対策等、介護労働者の待遇改善	医師不足解消など段階的実施 1.2兆円		1.6兆円	
農業の戸別所得補償 販売業者を対象に所得を補償	調査・モデル事業・ 制度設計	1.0兆円		
暫定税率の廃止 ガソリン税などの暫定税率の廃止・減税	2.5兆円			
高速道路の無料化 原則として、高速道路を無料化	段階的実施		1.3兆円	
雇用対策 雇用保険を非正規労働者に拡大適用、求職者支援等	0.3兆円	0.8兆円		
所要額概算	7.1兆円	12.6兆円	13.2兆円	13.2兆円
上記以外の政策 (経済高齢者医療制度廃止、大学奨学金拡充、歳出資金引き上げ、 中小企業支援等)	財源を確保しつつ、順次実施			3.6兆円

2. 日銀ウォッチ：民主党との関係未知数、年末の委員人事など注目

（民主党と日銀の関係：今聞こえてきている声なら日銀への圧力は自民党よりもなさそうだが）

日銀からは「政権が変わったからといって金融政策に変更はない」との主張が繰り返されている。

民主党からの発言を見ていると、自民党より日銀の政策に対する理解はあるようにも思えるが、実態は未知数。日銀 OB の大塚耕平政調副会長は「日銀の独立性は尊重する」と発言しながらも、「国敗れて中央銀行ありはありえない」とも発言している。長期国債の買取増額などを要請する姿勢を示しており、民主党の主張がどこにあるのかは、今後の経済情勢の中で変わる可能性は十分にある。

その点で財務大臣など金融関係の重要人事が直近の注目点だが、民主党として以下のような問題に今後どのようなスタンスで望んでくるのか、関心が高まるだろう。

- ① 12 月末まで延長した CP 買取などの企業金融支援策の再延長の是非
- ② 審議委員の後任人事：現在日銀の審議委員が 1 名空席の状態となっている。さらに 12 月には水野審議委員も任期切れとなる。

3. 金融市場（8月）の動き： 円高 92 円台、長期金利 1.3%割れ

（10 年金利）

8月の動き

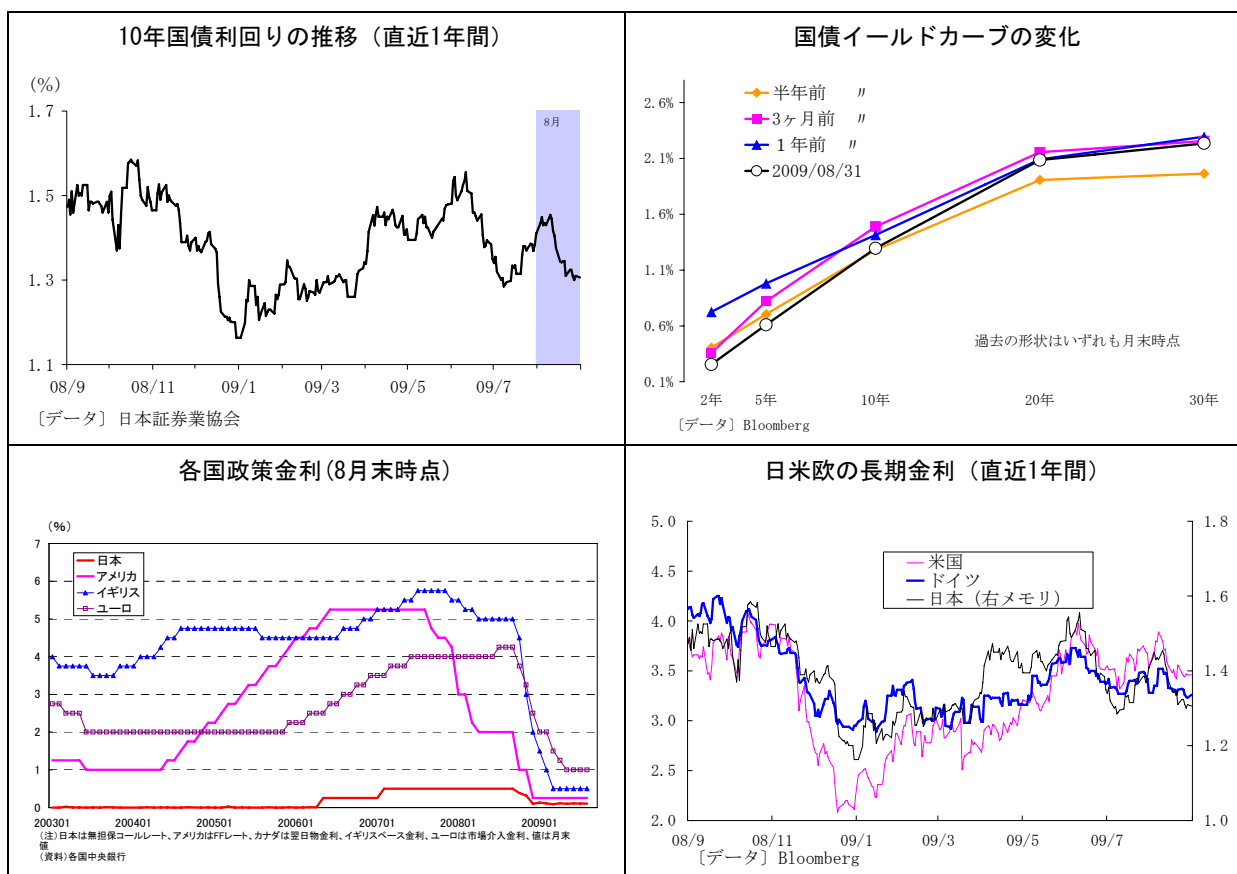
10 年国債利回りは、月初 1.4%前半からスタート、月末 1.3%前半に。

長期金利は株価堅調、米雇用統計（7日）が改善したことで1.46%まで上昇した。しかし、12日の米FOMCで現行の政策金利を先行き一定期間継続することが表明され、米の7月小売売上高の予想外の減少、米消費者信頼感指数の悪化などから米国個人消費に対する不安が高まり、1.3%台半ばまで低下した。その後、中国株の下落、円高進行などを材料に月末にかけて低下し、1.3%を割り込んだ。

当面の予想

長期金利は、海外長期金利低下、円高、デフレ進行を背景に低下が続いている。また株式市場の頭が重くなりつつある中、債券関係の需給は良好といえる。当面低位安定が続きそうだ。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

8月の動き

円ドルレートは、月初め 94 円台後半からスタートし、月末 92 円台後半に。

3 日米 ISM 製造業景況指数が 11 ヶ月ぶりの高水準となり、米雇用統計（7 日）が市場予想を上回ると 97 円台までドルが買われる。しかし、現行政策金利を一定期間据え置くことを示唆する FOMC の声明（12 日）を受け、円は 95 円台に。その後、米国の消費関連の統計悪化が示され、日米株価が下落したことで一時 93 円台後半となった。21 日の米住宅指標が改善しバーナンキ FRB 議長の楽観的な発言に 94 円台後半に下落。月末にかけて中国株が軟調に推移し、リスク回避的な動きから 92 円台まで円高が進む。

当面の予想

年末にかけては円高圧力が高いと読む。世界的に景気のリバウンドが見られるが市場は先行きかなり楽観的になってきたがこの行き過ぎの修正が入りリスク回避的な円買いの思惑が高まる、民主党政権の政策運営に絡んでドル運用の見直しへの思惑が高まることで円高が意識されやすい。

(ドルユーロレート)

8月の動き

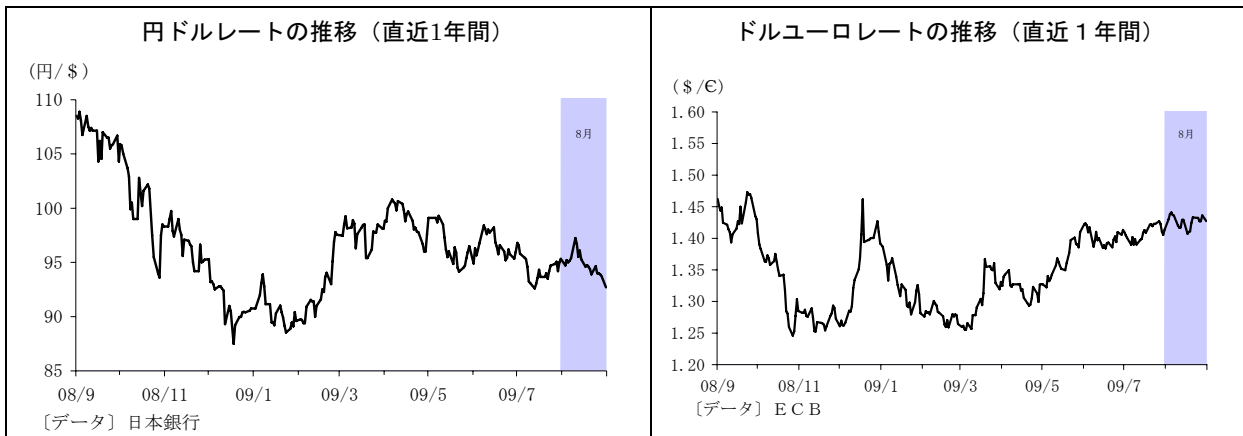
ドルユーロレートは、月初め 1.43 台前半でスタート、月末 1.42 台後半に。

月初 1.43 台前半でスタートし 7 日の米雇用統計を睨んで小動きの展開となった。11 日に発表された独・消費者物価指数が 22 年ぶりにマイナスとなったことで 1.41 台までユーロが売られた。しかし、13 日に発表されたユーロ圏 GDP が市場予想を大きく上回ると 1.42 ドル後半となった。その後もユーロ圏景気先行指数、独 Ifo 企業景況感指数など良好な統計発表が相次ぎ 1.43 ドル台後半となったが、月末にかけて若干調整し 1.42 台後半となった。

当面の予想

ユーロ堅調の動きが続いているが、ユーロ圏での金融機関に対する懸念、中東欧問題、圏内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先送りされている感が強く、早晚ユーロ安局面への転換が起これと読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

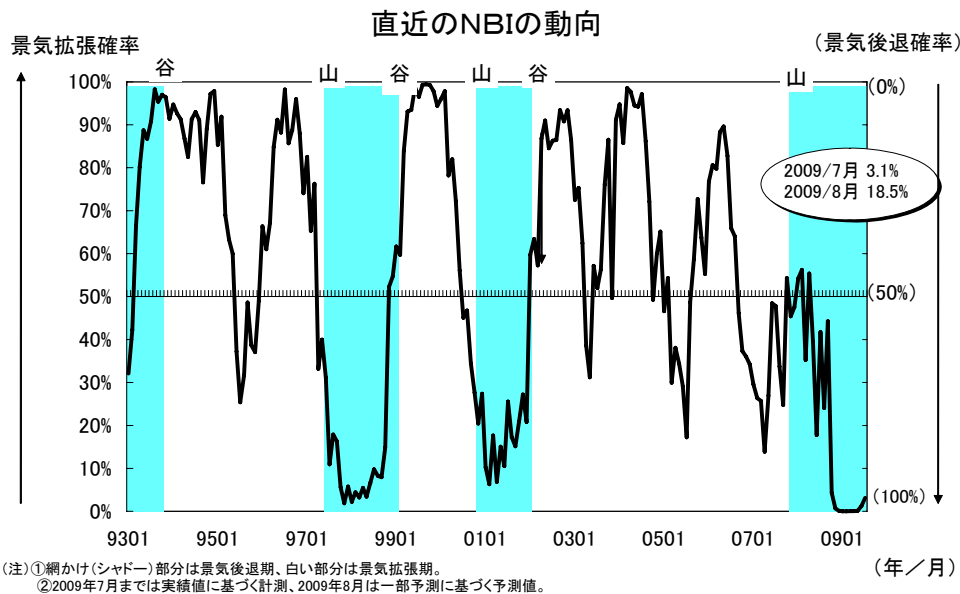


金利・為替予測表 (2009年9月3日現在)

	2009年			2010年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	
	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)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
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)	3.3	3.6	3.8	4.0	4.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.4	3.4	3.6	3.8	4.0
円ドル	(平均)	97	94	90	95	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.36	1.42	1.36	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	132	133	122	124	124

<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7月：3.1%、8月（予測値）：18.5%



	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
08/7	41.8%	560,186	▲0.2%	24.5%
08/8	24.0%	554,232	▲1.1%	18.3%
08/9	44.3%	558,091	0.7%	33.5%
08/10	4.3%	557,403	▲0.1%	42.4%
08/11	0.7%	535,660	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	521,594	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	521,114	▲0.1%	11.0%
09/2	0.0%	520,910	▲0.0%	-47.4%
09/3	0.0%	522,966	0.4%	-49.6%
09/4	0.1%	523,447	0.1%	-49.8%
09/5	0.1%	523,866	0.1%	-49.5%
09/6	1.3%	527,047	0.6%	-49.3%
09/7	3.1%	525,773	▲0.2%	-49.2%
09/8	(予測値) 18.5%			-49.2%
09/9				-49.9%

(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。
- 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証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。