

Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(10月)

～新政権閣僚の発言で揺れる金融市場：モラトリアム実施、為替介入に消極的

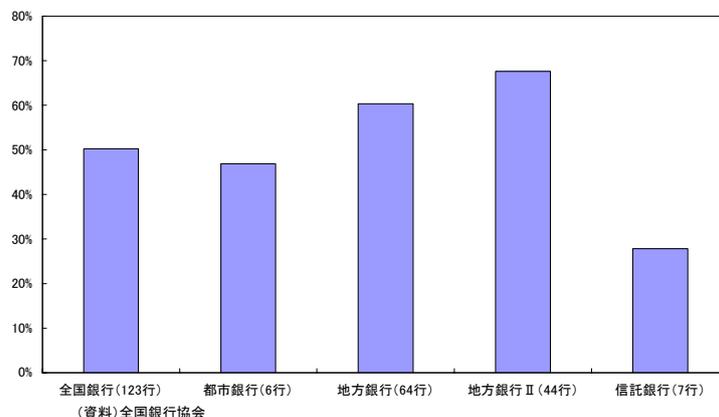
経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

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

1. 鳩山新政権が誕生し、市場はその政策を注視している。子供手当や高速道路無料化などマニフェストに盛り込まれた政策が2010年度予算策定の中でどのように実現されていくのか、経済の先行きを大きく左右するだけに注目だ。最近では閣僚の発言に市場が揺れている。
2. (日銀金融政策) 12月末に期限を迎える一連の企業金融支援策は延長・縮小の是非について意見がわかれるのは間違いなさそうだ。現状CP・社債買入はやめることもできそうだが、企業金融支援特別オペは安全弁ともなっており終了はできそうにない。筆者は①政権でモラトリアムを検討、②中小企業が引き続き苦しい金融環境にある、③日銀は景気下ぶれリスクが高いとの認識を示しており、原則再延長になると読んでいる。
3. (長期金利) 長期金利は、10年度予算策定の中で財源不足懸念から国債増発が意識されるだろうが、①海外長期金利の低位安定、②国内では円高、デフレ進行から、国内長期金利の低位安定は継続しそうだ。
4. (為替) 当面、円ドルレートは、年末にかけてもう一段の円高トライの可能性が高い。ドル金余りの中、G20で国際不均衡が議論となり市場はさらにドル安を意識しやすくなっている。

モラトリアム 経常収益の5割を稼ぐ貸出金利

業態別「貸出金利/経常収益」比率 (20年度決算)



1. 新政権閣僚の発言で揺れる金融市場：モラトリアム実施、為替介入に消極的

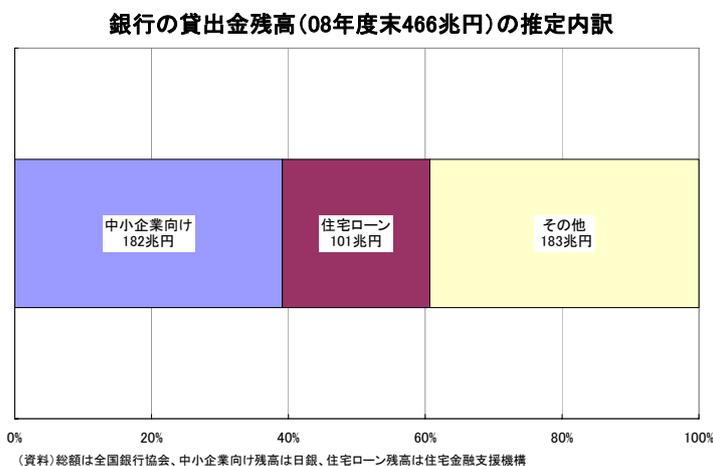
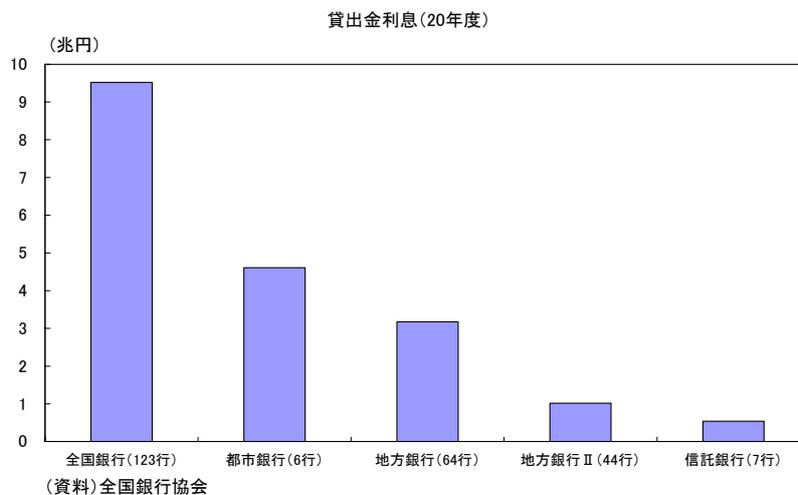
鳩山新政権が誕生し、市場はその政策に注視している。子供手当や高速道路無料化などマニフェストに盛り込まれた政策が 2010 年度予算策定の中でどのように実現されていくのか、経済の先行きを大きく左右するだけに注目だ。ただ最近では閣僚の発言に市場が揺れている。

(金融規制強化の流れ+亀井金融担当大臣の「モラトリアム」)

国内の株式市場では郵政問題・金融担当相に就任した国民新党の亀井静香代表の発言が波紋を呼んでいる。亀井担当相は中小企業による借入金や個人の住宅ローンなどの銀行への返済に一定の猶予期間（モラトリアム）を設ける制度の導入について、法案化した上で 10 月の臨時国会に提出すると会見で述べている。これを嫌気し銀行株は大幅に調整している。

どのような法案の内容になるのか、詳細は決まっていないが、金利部分も返済猶予（国が金融機関に利子補給などをしない）という内容だと、金融機関の収益には甚大な影響がでそうだ。

全国銀行ベースでは、経常収益の 5 割が貸出金利息となっている（表紙図表）。貸出残高だけというざっくりとした計算では貸出金利息（20 年度全国銀行 9.5 兆円）×61%（中小企業、住宅ローンが貸出に占める割合）=約 5.8 兆円の損が発生する（20 年度の全国銀行の業務純益は 3.5 兆円）。影響があまりに大きすぎてこの形でのモラトリアム実施の可能性は低いと思われる。



そこで元本部分だけ、金利減免債権のみ、国が金融機関に利子補給を行なうなどというマイルドな内容になっていくだろう。そうなれば金融機関への影響は少額になっていくが、制度導入で銀行は新規融資に今よりさらに審査を厳格化し、貸出金利も引き上げるなど中小企業向け融資に慎重になる可能性が高い点も影響という点では重要だ。

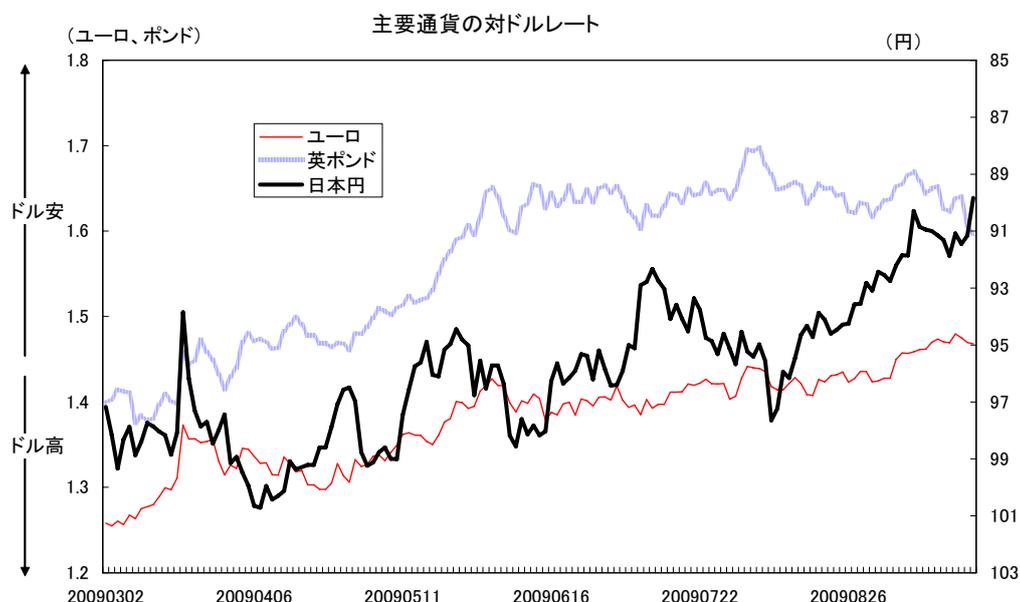
G20でも議論されたように金融機関への自己資本比率規制強化が今後予定されている。モラトリアムは貸出という銀行の資産が凍結されることを意味し、自己資本計算上のリスク資産の圧縮が難しくなることを意味する。大手金融機関は自己資本比率を引き上げるため、大型の普通株増資に傾斜しかねない。そうなれば株式市場で希薄化が意識され株価下落となり、それが銀行収益、経済へマイナスのインパクトを与えるというルートも予想される。

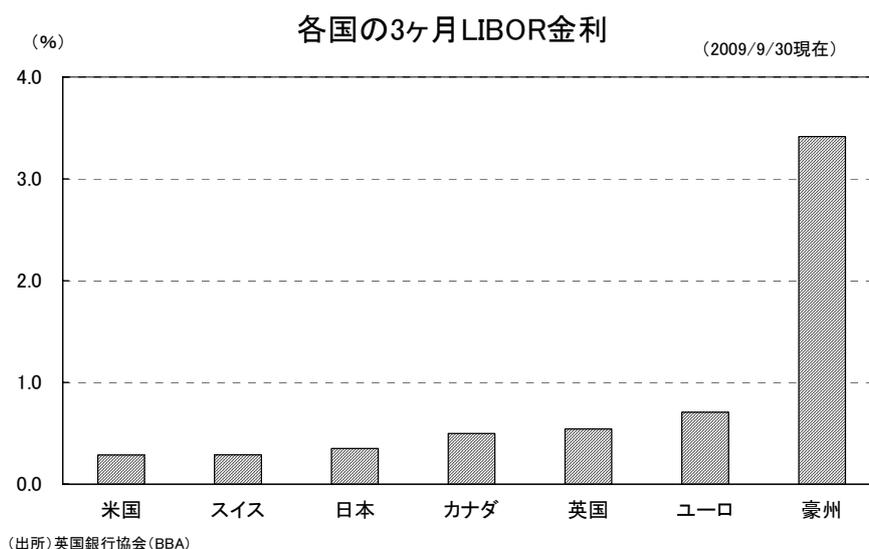
詳細が決まるまで、市場にとってこの要因はまだまだかく乱材料となりそうだ。

（ドル余りのドル安+藤井財務大臣「通貨安政策に反対だ」）

為替市場では藤井大臣が（24日）「通貨安政策に反対だ」と述べ、為替介入に否定的な姿勢を改めて表明したことが材料視され円高が進んでいる。88円台に円高が進んだことで藤井裕久財務相が為替介入に慎重な姿勢を事実上撤回し若干円安方向にふれたが、引き続き90円割れの水準だ。

9月調査日銀短観では、企業の09年度想定為替レートが94.50円（下期94.08円）と実際の為替レートを下回っている。国内企業の体力は弱っており、足元の景気腰折れのリスクを踏まえるとこれ以上の円高は許容されるはずはない。ただし、介入に対する姿勢を変えてもドル安を止めることは難しい。各国通貨のバランスを見るとドルが全面安の展開となっている。LIBOR金利を見てもドル金利が最低。ドル反転の材料としてはFRBの利上げ観測が台頭するまで、ドル安・円高の圧力は止まりそうにない。





2. 日銀ウォッチ：企業金融支援策の延長是非はもめそう、展望レポートでは物価3年連続マイナスか？

(短観：2期連続の業況感判断の改善ながら、円高は織り込まず)

9月短観・大企業製造業・業況判断DIは2期連続の改善となった。政策効果の下支えもあって、生産・輸出の持ち直しから、国内景気は最悪期を脱したことが裏付けられた。ただし2009年度設備投資計画は全産業全規模で前年度比17.3%減と過去最大の減少幅となるなど回復の力強さは感じられない。また大企業・製造業の想定為替レートは94.50円と、足元の90円割れの状況と乖離があり、現状の為替水準が続くと企業収益悪化を通じて景気が下振れする可能性があるなど、今後の景気回復には依然不安材料が多く、2番底に陥るリスクを抱えている。

日銀の金融政策は、いまだ出口戦略を開始する状況になく、慎重な政策運営スタンスが継続することになるだろう。円高進行のリスクが高い局面で日銀が出口に向けて動き出すとの思惑が少しでもあれば、円高要因を日本から作り出すことにもなり、より慎重な情報発信が求められる局面にもなっている。

12月末に期限を迎える一連の企業金融支援策はかなり延長・縮小の是非について意見がわかれるのは間違いなさそうだ。現状CP買入・社債買入はやめることもできそうだが、企業債務を担保として、0.1%で無制限に資金を供給する企業金融支援特別オペは安全弁ともなっており終了はできないだろう。

筆者は①政権でモラトリアムを検討、②中小企業が引き続き苦しい金融環境にある、③何よりも景気は下ぶれリスクが高いとの認識を示しており、原則再延長になると読んでいる。

(10月末の展望レポート 物価3年連続マイナス見通しか)

10月30日公表予定の展望レポートは、今回から2011年度が予測対象となる。7月に示された予測では、「2009年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく」との見通しのもと、2010年度の実質GDP1%とプラスへ、CPIも下落幅縮小の数値が示された。成長率については、足元の景況感を上方修正している点から

みて成長率の上方修正の可能性はありそうで、2011 年度もプラス成長が示されそうだ。ただし、物価については、下方修正の可能性が高く、さらに 2011 年度についても 3 年連続のマイナスとなる可能性も高い。

回復シナリオがどのように見直されるのかとともに、新政権誕生の影響をどう見込むのかということも大きな検討課題になりそうだ。当研究所では、政権交代で成長率は 09年度マイナス、10年度プラス、物価についてはマイナスの影響がでてくると試算している。

▽政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

| | 実質 GDP | 国内企業物価指数 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) |
|-----------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2009 年度 | -3.7~-3.0 <-3.4> | -6.0~-5.8 <-5.9> | -1.5~-1.2 <-1.3> |
| 4 月時点の見通し | -3.7~-3.0 <-3.1> | -7.6~-6.9 <-7.5> | -1.6~-1.4 <-1.5> |
| 2010 年度 | +0.6~+1.1 <+1.0> | -2.1~-1.5 <-2.1> | -1.2~-0.7 <-1.0> |
| 4 月時点の見通し | +0.8~+1.5 <+1.2> | -2.4~-1.4 <-1.8> | -1.1~-0.8 <-1.0> |

新政権の経済政策による影響

| | 09年度 | 10年度 |
|----------|-------|--------|
| 実質GDP | ▲0.1% | 0.2% |
| 民間消費 | — | 1.2% |
| 政府消費 | — | ▲0.5% |
| 公的固定資本形成 | ▲3.7% | ▲10.6% |
| 消費者物価 | — | ▲0.5% |

(注)従来の政策が継続した場合との差

さらに注目点としては、①潜在成長率は足元低下しているのか、②物価下落の状況について、どういう解釈、判断が示されるのか、③上ぶれ下ぶれリスクの変更(9 月会合では、下振れのリスク要因から国内の金融環境を削除、新興国の回復といった上振れを追記している)を入れ込んでくるのか、などだ。

3. 金融市場（9月）の動き：ドル全面安、一時88円台に

（10年金利）

9月の動き

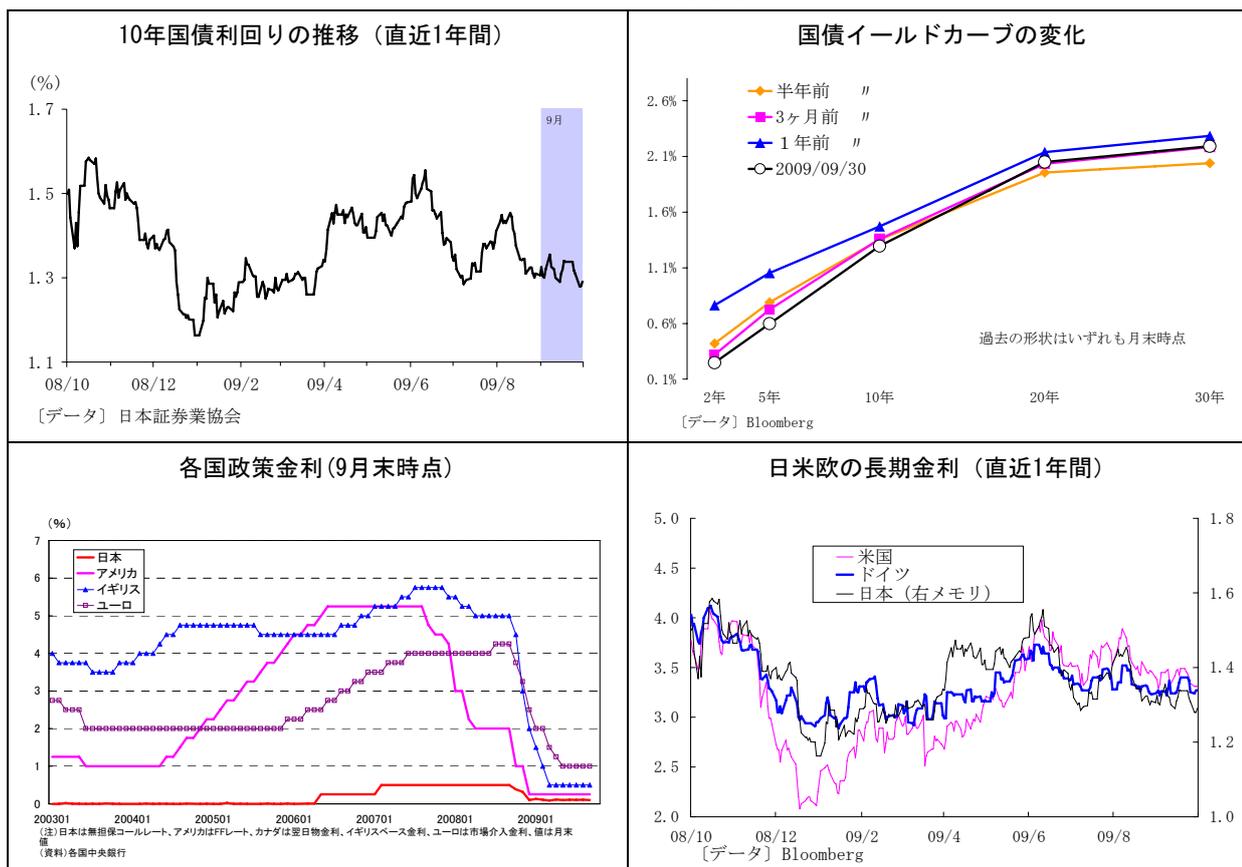
10年国債利回りは、月初1.3%前後からスタート、月末1.29%台に。

長期金利は月初から景気慎重論、世界的な株安進行、週末の米雇用統計の悪化を織り込み1.3%前後での推移が続く。米雇用統計において非農業部門での雇用減少幅が縮小したことで週初7日は1.355%まで上昇。しかし、その後、入札が順調に行なわれ、米国長金利が低下傾向となり1.3%近辺で推移。23日にFOMCでモーゲージ担保証券と政府機関債の購入ペースを緩めるものの、購入期限を今年末から来年3月末まで延長する方針を示したことで米国の長期金利は低下し、円高が進んだことで、日本の長期金利も1.3%割れとなり月末となった。

当面の予想

長期金利は、10年度予算策定の中で財源不足懸念から国債増発が意識されるだろうが、①海外長期金利の低位安定、②国内では円高、デフレ進行から、国内長期金利の低位安定は継続しそうだ。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

9月の動き

円ドルレートは、月初め 93 円台前半からスタートし、月末 89 円台半ばに。

月初、円ドルレートは、世界的な株安、さらに 30 日の衆議院議員選挙で民主党が圧勝したことを受け円は一時 91 円台半ばにまで上昇。その後 4 日の米国雇用統計で雇用者減幅が縮小していたことを受け、景気慎重論の修正が起こり 93 円台に。その後米国金利が低下傾向を鮮明にすると全面的にドル安が進行し、11 日は 90 円台となる。24 日開幕の G20 で「国際的な不均衡是正」に向けて各国が協調する可能性が強まったこと、藤井裕久財務相が（24 日）「通貨安政策に反対だ」と述べ、為替介入に否定的な姿勢を改めて表明したことが材料視され 26 日には 88 円台となった。その後、藤井裕久財務相が為替介入に慎重な姿勢を事実上、撤回したことで、若干円安方向にふれたが、月末は 89 円台半ばとなった。

当面の予想

年末にかけては円高圧力が高いと読む。ドル金余りの中、G20 で国際不均衡が議論となり市場はさらにドル安を意識しやすくなっている。今後米国の雇用所得環境が悪化する中で、その先の米国の利上げ観測が台頭するまでドル安圧力は高いだろう。

(ドルユーロレート)

9月の動き

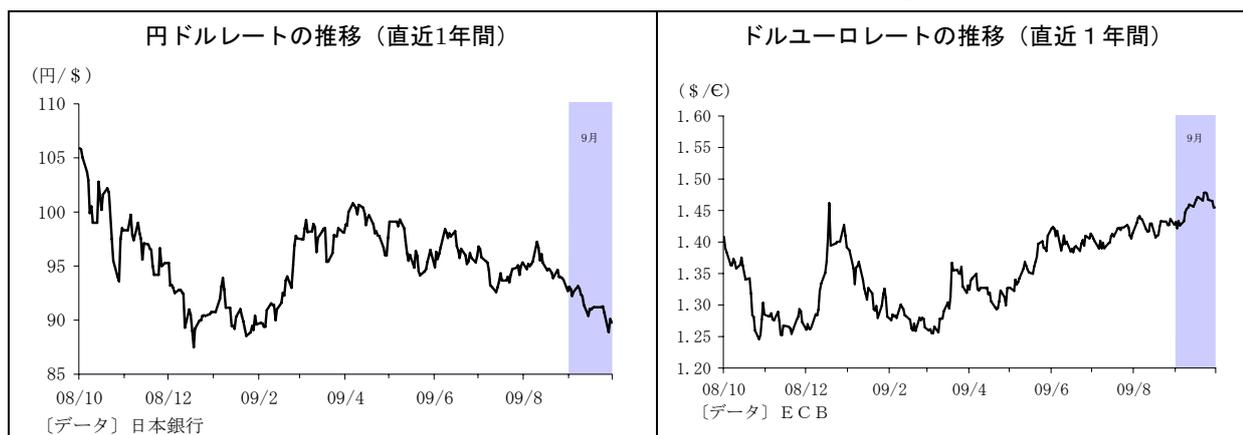
ドルユーロレートは、月初め 1.43 台前半でスタート、月末 1.46 台後半に。

月初 1.43 台前半でスタートししばらく 1.43 を挟んだ展開となった。7 日の独・製造業新規受注（7 月）が 5 ヶ月連続で上昇し、ユーロ買いが進む。その後も市場ではドルの金余りが意識される中、世界的な景気回復期待がドル安圧力を高め、また 24 日開幕の G20 で「国際的な不均衡是正」に向けて各国が協調する可能性が強まったことでユーロ堅調相場が続き 1.46 台後半となる。

当面の予想

ドル安が全面的に続く中、ユーロ堅調の動きが続いている。短期的にはドル安の材料が山積となっているが、中長期的には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、ユーロ安局面への転換が起こると読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

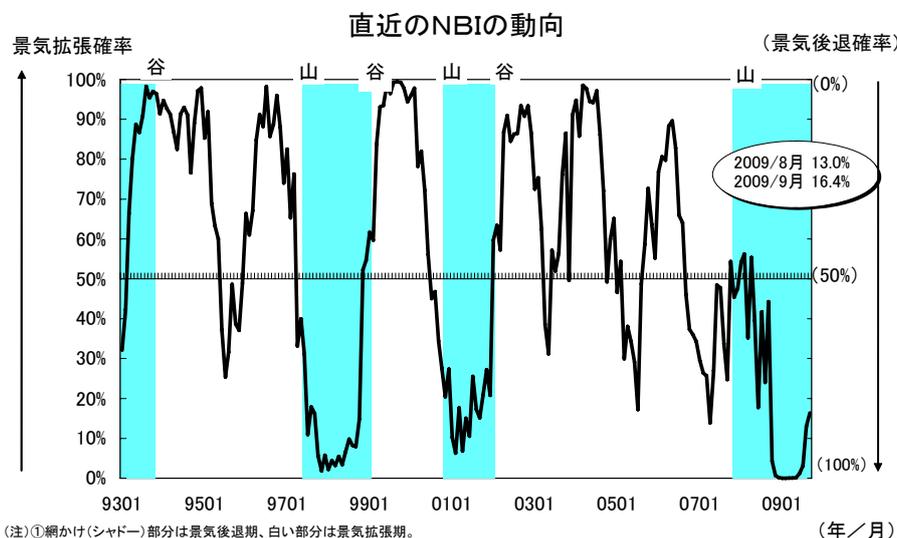


金利・為替予測表 (2009年10月1日現在)

| | 2009年 | | 2010年 | | | |
|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|------|
| | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | |
| | 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 | 1.5 | 1.5 |
| アメリカ | FFレート (期末) | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0.50 |
| | 10年金利 (平均) | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.9 | 4.0 |
| 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) | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.8 |
| 円ドル | (平均) | 94 | 90 | 90 | 95 | 95 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.42 | 1.45 | 1.45 | 1.40 | 1.35 |
| 円・ユーロ | (平均) | 133 | 131 | 131 | 133 | 128 |

＜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8月：13.0%、9月（予測値）：16.4%



(注)①網かけ(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
②2009年8月までは実績値に基づく計測、2009年9月は一部予測に基づく予測値。

| | 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 |
| 08/8 | 24.0% | 553,471 | ▲1.2% | 18.3% |
| 08/9 | 44.3% | 557,664 | 0.8% | 33.5% |
| 08/10 | 4.3% | 557,460 | ▲0.0% | 42.4% |
| 08/11 | 0.7% | 535,720 | ▲3.9% | 47.0% |
| 08/12 | 0.1% | 521,649 | ▲2.6% | 43.4% |
| 09/1 | 0.0% | 520,836 | ▲0.2% | 11.0% |
| 09/2 | 0.0% | 520,115 | ▲0.1% | -47.4% |
| 09/3 | 0.0% | 521,088 | 0.2% | -49.6% |
| 09/4 | 0.1% | 520,458 | ▲0.1% | -49.8% |
| 09/5 | 0.1% | 520,802 | 0.1% | -49.5% |
| 09/6 | 1.3% | 525,273 | 0.9% | -49.3% |
| 09/7 | 3.1% | 525,945 | 0.1% | -49.2% |
| 09/8 | 13.0% | 525,221 | ▲0.1% | -49.2% |
| 09/9 (予測値) | 16.4% | | | -49.9% |
| 09/10 | | | | -49.6% |

(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。