

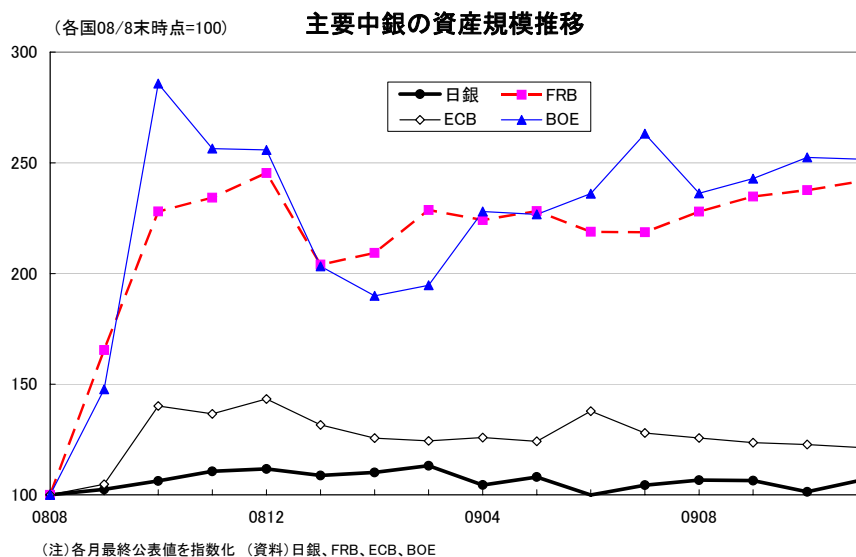
Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(1月)

～2010年の市場テーマ: 過剰流動性の吸収、新興国バブル、財政規律

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp
副主任研究員 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 金融市場の今年のテーマは「転換、出口」。金融政策では資源バブル、新興国バブルの懸念を高めている過剰流動性をどう収束に向かわせるのか、米国の利上げがスムーズに開始できるのか、中国もうまく引き締めが行なえるかがポイント。財政面ではソブリン価格下げの動きが米国、日本などにどのように伝播してくるのかだろう。
2. (日銀金融政策) 2010年は多くの中央銀行が出口を模索することになるだろう。しかし日銀は特に年前半はさらなる追加緩和を模索する局面と各国とは金融政策の方向性がまったく異なることになりそうだ。
3. (長期金利) 米国では早期利上げ観測から長期金利が上昇しているが、国内では景気 2 番底懸念、デフレなどが長期金利上昇を抑える強い要因となっている。日本国債の格下げという時限爆弾は抱えながらも日銀の超低金利長期化のもと、引き続き債券相場は低位安定が続くと予想される。
4. (為替) 米国で早期利上げ観測が強まっていることがドル高の流れを作っている。しかし、米景気実態は緩やかな回復にとどまり、早期利上げという楽観論の修正が年前半に入ると見ている。その修正の過程で一旦円高に振れると読む。



1. 2010年の市場テーマ：過剰流動性の吸収、新興国バブル、財政規律

(各国ともジョブレスリカバリー、新興国の経済拡大におんぶに抱っこ)

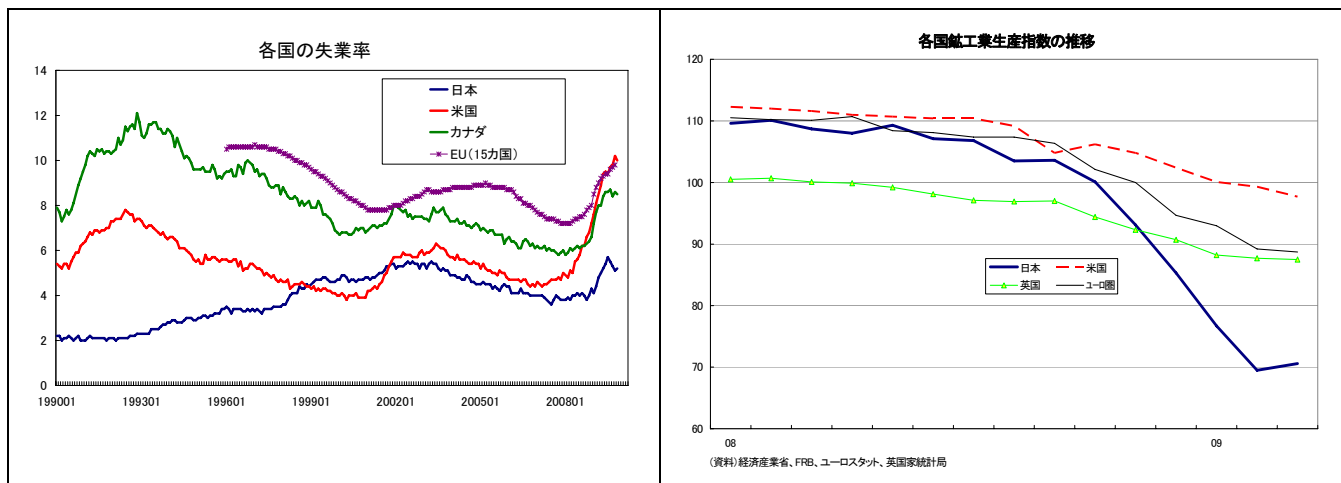
今年の世界経済は昨年同様に、新興国が牽引しそうだ。先進各国は、内需低迷が続いているが、新興国向け輸出拡大が自国の景気拡大の要因になっている。企業にとっても輸出数量が戻りだし生産活動も緩やかではあるが確実に戻り始め、ただ耐えるだけの状況から未来に向けて戦略を開始する前向きの動きも出始めている。

日本経済はデフレ・円高、政策の不透明などから2番底が意識されている。年前半が勝負だが、いまの輸出環境が続けば一時的に停滞することはあってもなんとか持ちそうだ。ただし、内需に勢いがでてくるということではなく、筆者自身は先進国は総じてジョブレスリカバリーの様相になると見ている。

一方、金融市場は、今年は「転換、出口」がテーマになりそうだ。危機に対して行なってきた大規模な金融・財政政策をうまく逆向きに舵を切り始められるかどうかだろう。

金融政策では資源バブル、新興国バブルの懸念を高めている過剰流動性をどう収束に向かわせるのか、米国の利上げがスムーズに開始できるのか、中国もうまく引き締めが行なえるかがポイントだろう。

財政面では、各国早急な増税策をとれない中で歳出をどのように絞り込むことができるか、また欧州に激震を起こしたソブリン債格下げの動きが米国、日本などにどの程度伝播してくるのかわからう。



(米国、中国の引き締めで過剰流動性がうまく吸収できるか、バブルを未然に防げるか)

昨年の資源国に続き、今年は主要国では米国、新興国では中国の引き締めへの転換が注目だ。

当研究所では米国の利上げは2010年7-9月頃を予想している。また中国については、元の切り上げを春先にも実施すると予想している。

世界に存在する過剰流動性が資源・新興国バブルのリスクを高めていることは事実だが、早急な利上げは資源・新興国バブルの崩壊だけでなく、収まりかけている先進国の金融市場にも激震が走る可能性がある。政策の方向転換、その後のスピードはかなり難しい舵取りが要求される。

昨年の危機への対応で Person of year にバーナンキが選ばれたが、今年も金融市場の注目はバーナンキにあつまりそうだ。

(また日本の格下げ問題が再浮上か)

危機を乗り越える過程で各国とも財政赤字は急激に悪化した。いままでは景気悪化の中、大規模な金融緩和が続けられてきたこともあり、財政赤字、経常赤字が主要国でそれほど大きな関心事にはならなかった。

しかし、昨年末ギリシャをはじめユーロで格下げが実施され始め、米利上げ⇒世界金利上昇が意識されると、市場の国債需給への懸念は一挙に高まる可能性が高い。

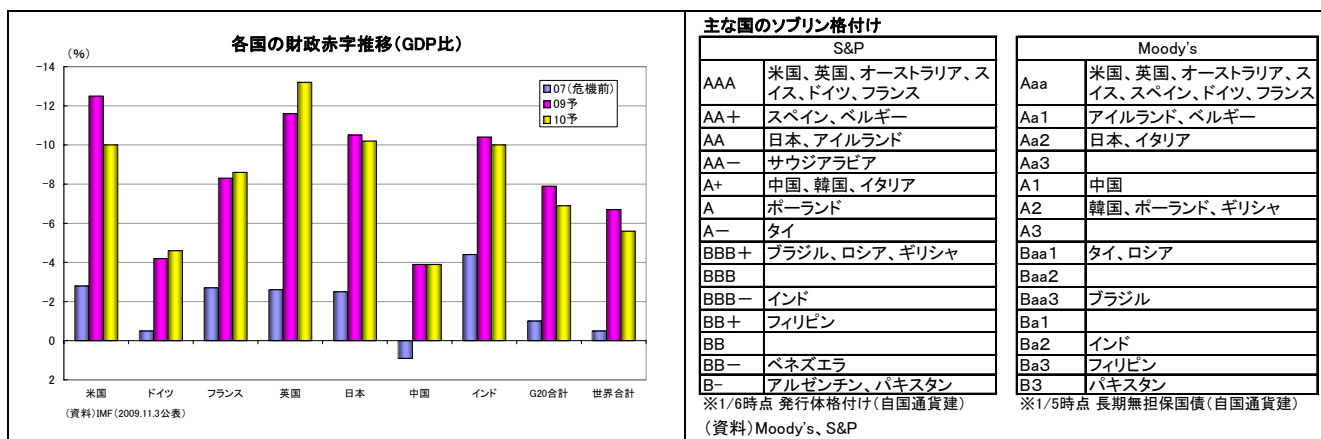
先進諸国は内需低迷が続く、雇用所得環境は厳しい状況が続く。早急な増税策は取れそうになく、また歳出カットも大きくはできないことから、財政バランスの急速な改善はほぼできない状況にある。

各国政権が長期ビジョンを示せるかどうか国債の信認の程度を大きく左右しそうだが、日本は長期のビジョンを市場になかなか提供できていない。2011年度には民主党のマニフェストだとさらに歳出増が予定されている。景気の回復に伴い税収は2010年度に比べて伸びそうだが、社会保障費など抜本的な改革も先送りされており、財政状況はそれほど改善はされないだろう。

日本は2000年前半に国債格下げを経験した。当時は不良債権問題の中、デフレも進み国内の貯蓄は国債に向かい、格下げが実施されても長期金利の目立った上昇はなかった。

しかし、国債発行額の増加規模に比べて国内貯蓄は大きくは増加していない。米国などが利上げに向かえば、各国の金利上昇が強く意識され、過去のような低金利維持は難しくなる可能性も高い。

今年は年後半にかけて金利上昇、ドル高・円安、株高を筆者は見込んでいるが、各国の転換、出口がある程度うまくいくことを前提にしている。逆に言えば政策の転換失敗が今年最大のリスク要因ということになる。



2. 日銀ウォッチ：2010年展望 年前半は世界と間逆の動き

(2010年各国金融政策が出口に向かう中、日銀金融政策の焦点は国債買切り増額に踏み切るのかどうか)

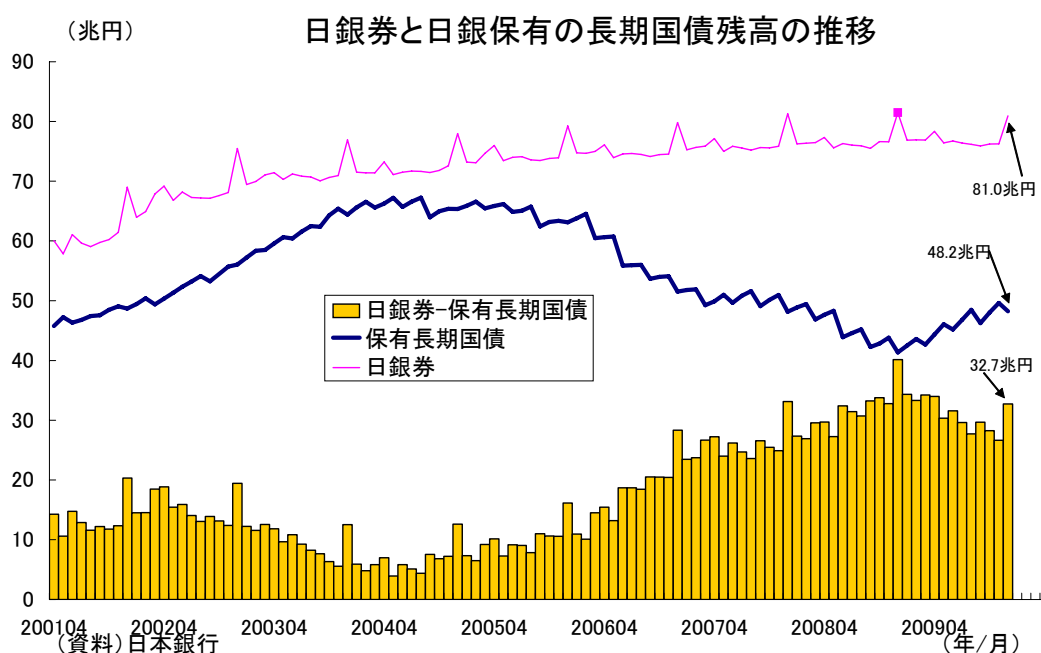
2010年は多くの中央銀行が、追加緩和から出口を模索することになるだろう。しかし、日銀は特に年前半はさらなる追加緩和を模索する局面と各国とは金融政策の方向性がまったく異なることになりそうだ。

昨年末を振り返ると、11月31日白川総裁が会見でデフレを認め、12月1日には新型オペ導入、18日には「中長期的な物価安定の理解」を示し、その中で「委員会としてゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」と広義の時間軸の導入を行なっている。

デフレが継続、2番底懸念が強くなっており、追加緩和への期待が高まることは必至な状況だ。

今後追加緩和策としては、自然な姿としては12/1日に導入した新型オペの拡充だろう。現在の10兆円からの増額や、期間3ヶ月のオペの期間延長決定などは比較的ハードルが低いように思われる。

その他、ターム物金利の低め誘導、日銀券ルールの見直しを行い長期国債買取増額、外債購入、さらなる時間軸強化なども検討されるだろうが、これらは事態の深刻度合いによる。市場は長期国債買い入れ増額にスポットを当てるだろうが、日銀としては財政規律の面からもできるだけ避けたいところ。今年には日本の国債格下げ問題が再浮上する可能性が高く、日銀が増額に踏み切ることはいかえって格下げ問題にネガティブに働くとの懸念も日銀内部にでてくるだろう。



3. 金融市場（12月）の動き：円高からの反転、月末92円台に

（10年金利）

12月の動き

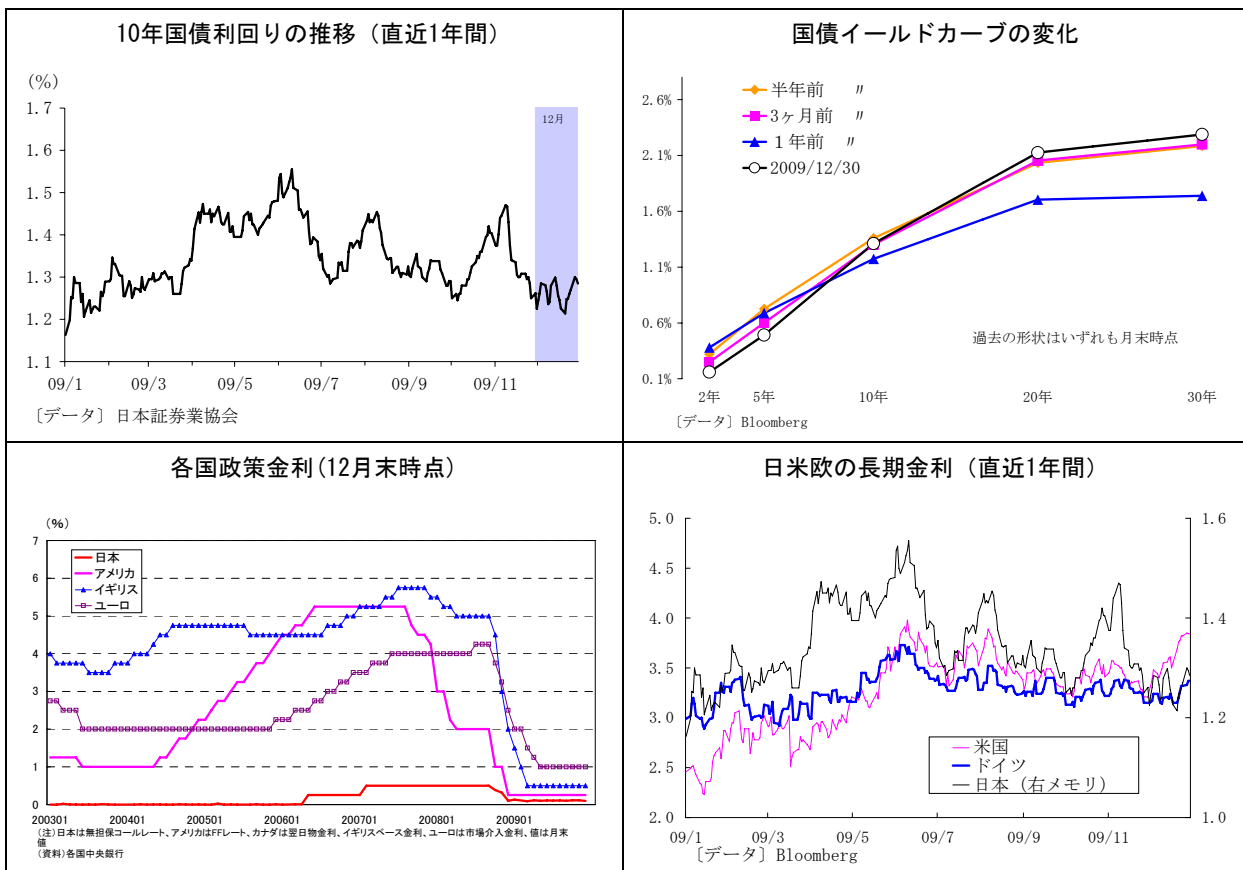
10年国債利回りは、月初1.2%台前半からスタート、月末1.2%台後半に。

1日の日銀・臨時金融政策決定会合開催での金融緩和策への思惑が強まり、長期金利は一時1.2%割れに急低下した。その後追加緩和策への失望や株価堅調の流れを受け1.2%台後半の推移が続く。15日に政府が2010年度新規国債発行額を約44兆円以内に抑える方針を示したことで、需給悪化懸念が緩和され長期金利は低下し、1.2%前半での推移となった。22日為替が91円台の円安に振れ、株価も上昇すると長期金利は28日には1.3%台をつけた。月末にかけては1.3%を若干下回る水準に低下した。

当面の予想

米国では早期利上げ観測から長期金利が上昇しているが、国内では景気2番底懸念、デフレなどが長期金利上昇を抑える強い要因となっている。日本国債の格下げという時限爆弾は抱えながらも日銀の超低金利長期化のもと、引き続き債券相場は低位安定が続くと予想される。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

12月の動き

円ドルレートは、月初め 86 円台後半からスタートし、月末 92 円台前半に。

月初から円ドルレートは 86 円台後半だったが、臨時の日銀・金融政策決定会合（1 日）で追加的な金融緩和を決定したことなどで 87 円台後半となった。4 日米雇用統計の大幅改善を受け 90 円台となったが、7 日にバーナンキ FRB 議長が厳しい米国経済への見方を示し、ユーロへの格下げの懸念が高まりクロス取引で円が買い進まれ 87 円台に。その後ドバイ救済の動きが具体的となり、FOMC 後の声明で低金利政策を長期間持続するスタンスが示され、90 円前後での推移となった。18 日に白川日銀総裁がデフレを許容しないとの発言、米クリスマス商戦などが比較的堅調との見方が強まり月末にかけて 92 円台となった。

当面の予想

米国で早期利上げ観測が強まっていることがドル高の流れを作っている。しかし、米景気実態は緩やかな回復にとどまり、早期利上げという楽観論の修正が年前半に入ると見ている。その修正の過程で一旦円高に振れると読む。

(ドルユーロレート)

12月の動き

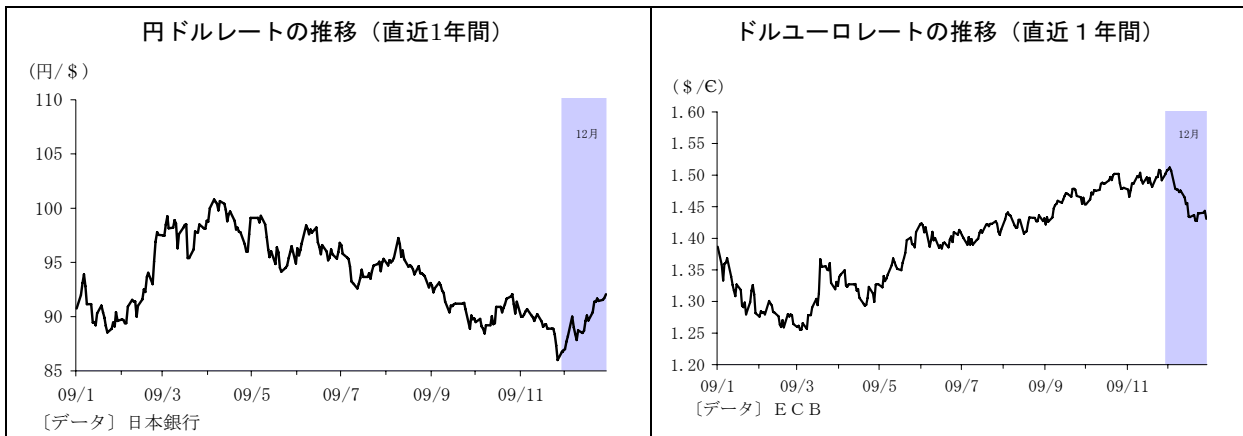
ドルユーロレートは、月初め 1.50 台前半でスタート、月末 1.43 台前半に。

月初 1.50 台前半で推移していたが、ドバイ・ワールドの債務問題は解決に向け動き出すとの楽観的な見方が強まり一時ユーロ高に振れる。しかし、ギリシャの格下げ懸念からユーロ加盟国全体に対する不安が高まり、月末にかけてユーロ安の展開が続く。月末ユーロは 1.43 台前半となった。

当面の予想

ギリシャ国債の格下げからユーロ安の動きに転じている。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材料がさらに意識されれば、さらなるユーロ安に向かう可能性があるだろう。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

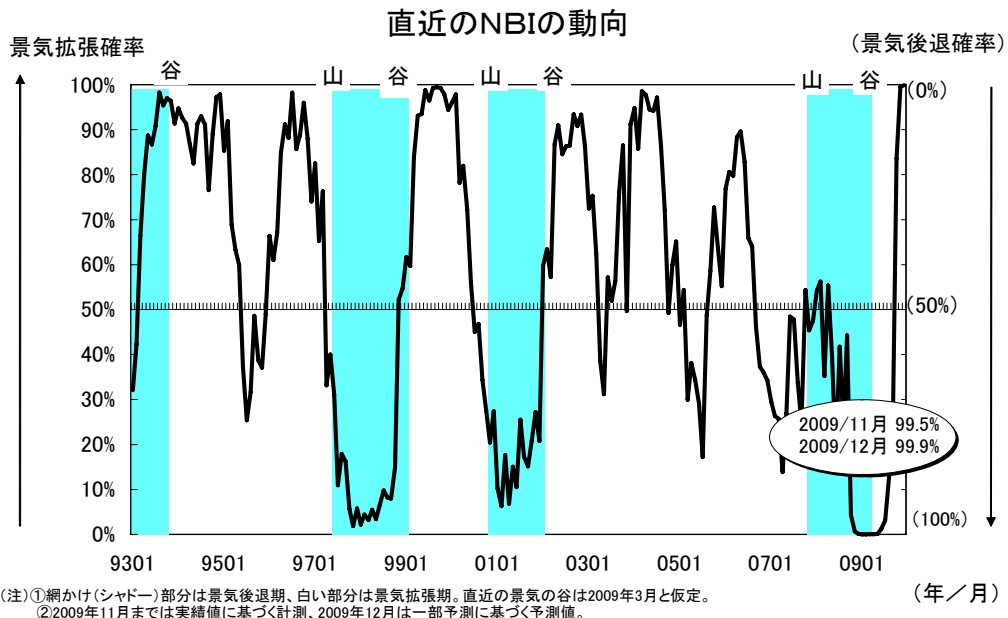


金利・為替予測表 (2010年1月7日現在)

		2009年	2010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)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50	0.50
	10年金利 (平均)	3.4	3.9	4.1	4.2	4.3
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)	3.2	3.2	3.4	3.5	3.6
円ドル	(平均)	90	90	90	95	98
ユーロ・ドル	(平均)	1.48	1.43	1.43	1.40	1.40
円・ユーロ	(平均)	133	129	129	133	137

<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11月：99.5%、12月（予測値）：99.9%



	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
08/11	0.7%	535,043	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	520,923	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	521,477	0.1%	11.0%
09/2	0.0%	520,323	▲0.2%	-47.4%
09/3	0.0%	520,912	0.1%	-49.6%
09/4	0.1%	522,162	0.2%	-49.8%
09/5	0.1%	523,496	0.3%	-49.5%
09/6	1.3%	524,722	0.2%	-49.3%
09/7	3.1%	524,397	▲0.1%	-49.2%
09/8	12.7%	525,818	0.3%	-49.2%
09/9	22.1%	527,570	0.3%	-49.9%
09/10	83.6%	529,586	0.4%	-49.6%
09/11	99.5%	529,208	▲0.1%	-49.8%
09/12 (予測値)	99.9%			-50.0%
10/1				-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。