

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(7月)

～リーマンショック後の2番底を織り込む展開: 経済成長と財政の両立、欧州金融システム問題への発展など先行き不安に反応

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

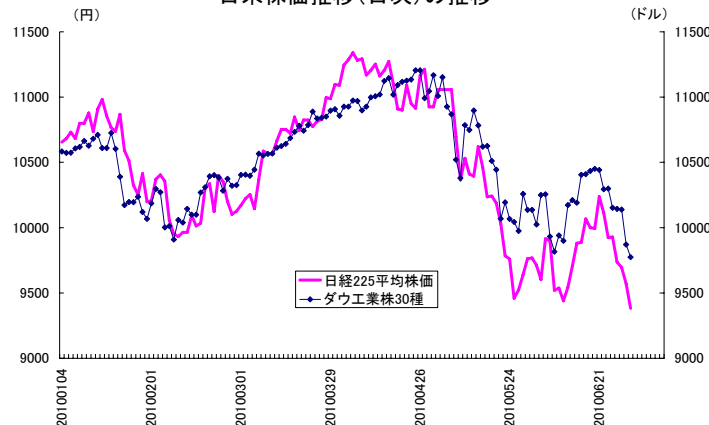
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (景気2番底を織り込む展開) 日経平均株価が年初来安値を更新するなど、リスク回避の動きが強まってきている。雰囲気が変わったのは中国・欧州経済の不安が高まっている中、米 FOMC で景気認識が慎重めになったこと。その流れに6月終わりの G20 で財政再建の方向性が示され、各国が緊縮財政に動けば景気を下押しする可能性も意識され、金融市場はリーマンショック後の2番底を織り込む展開に向かいつつある。
2. (日銀金融政策) 0.1%という超低金利長期化のシナリオは変わらず。日銀の出口開始は FRB の利上げ後。6月の決定会合で「成長基盤の強化を支援するための資金供給」の具体案を発表。王道の金融政策とは一線を画しているが、いずれ菅政権から追加緩和圧力が高まると予想する。
3. (長期金利) 米国の金融緩和が長期化するという見方が強まっていること、G20 で主要国が財政健全化に取り組む姿勢が確認されたことなどが世界的に債券の安心感に繋がっており、日本の長期金利も当面は低位安定で推移すると見る。
4. (為替) 円ドルレートは、米国の経済指標の弱含み、長期金利低下で円高の流れになっている。引き続き日本の要因にはなかなか反応しづらく、米国経済に対する見方に左右される展開になるだろう。

日米株価推移(日次)の推移



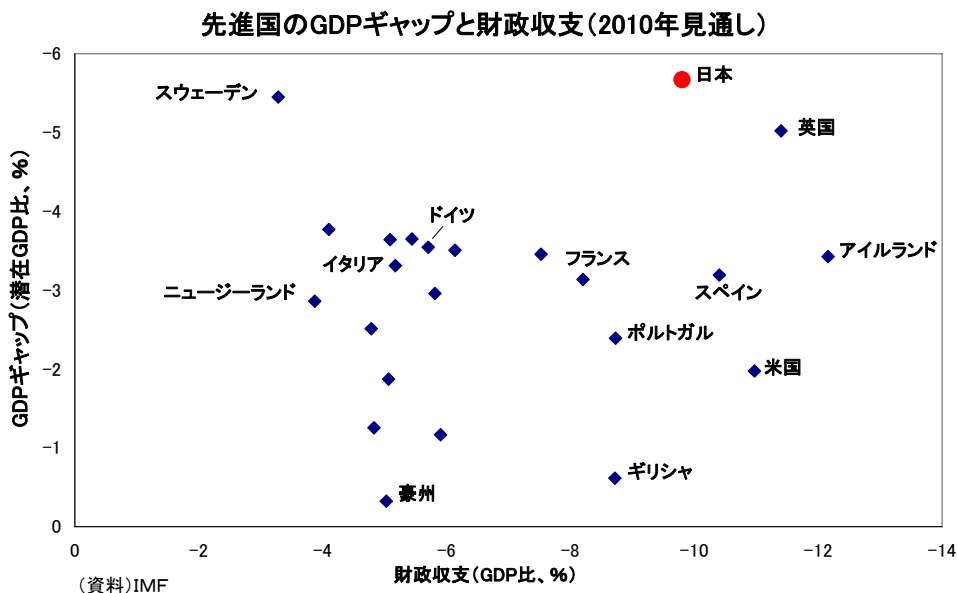
1. リーマンショック後の2番底を織り込む展開：経済成長と財政の両立、欧州金融システム問題への発展など先行き不安に反応

日経平均株価が年初来安値を更新するなど、金融市場ではリスク回避の動きがここに来て強まってきている（表紙図表）。雰囲気が変わったのは中国経済・欧州経済の不安が高まっている中、米FOMCで景気認識が慎重めになったこと。その流れに6月終わりのG20で財政再建の方向性が示され、各国が緊縮財政に動けば景気を下押しする可能性も意識され、金融市場はリーマンショック後の2番底を織り込む展開に向かいつつある。

（G20で確認された財政再建が景気下押しするという懸念）

G20首脳会議では先進国が財政赤字を2013年までに半減させる目標を盛り込んだ首脳宣言が採択された。世界経済が回復を維持するため、既存の景気刺激策と同時に、成長に配慮した財政健全化計画が必要との認識でも一致した。

先進国のGDPギャップと財政収支の状況（IMFによる2010年予測）を見たのが下図である。



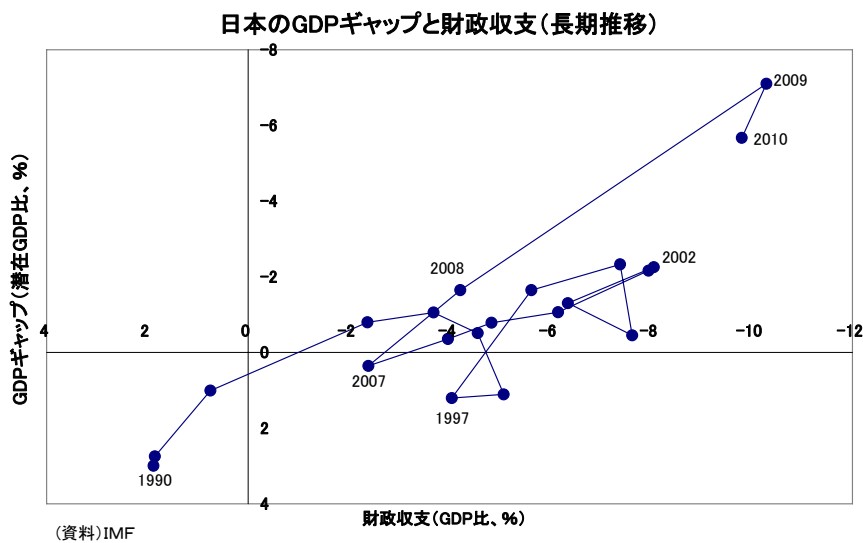
多くの国は大きなGDPギャップを抱えている。景気回復が果たせれば財政再建もそこそ筋道に乗りそうだが、内需が低迷する中、政策支援を止めることが景気を下押し、それが財政をさらに悪化させるリスクが意識されてもしょうがない状況だ。

また、今回は一律に半減という部分にやや違和感を感じる。強いメッセージ性を持たせる意味もあるだろうが、それぞれの国の置かれてる状況は違う。日本は今回枠外、PIIGS諸国は言われなくても削減に取り組まざるを得ないにしても、米国やフランスなど現在の財政赤字が大きい国ほど、半減の際に求められる削減幅は大きくなる。米仏にしてももともと財政赤字削減意思はあり、また「成長に配慮」というクッションがあるものの、「半減」がいわば公約化し、世界最大の経済を持つ米国と、ドイツと並んで欧州の大国であるフランスが無理して失速すれば、皆ただではすまないという懸念もある。

日本は90年以降、GDPギャップ、財政収支ともに悪化するという歴史を辿った。GDPギャップを抱えながら財政健全化を果たすことはかなりのナローパスで市場の懸念もここにある。

ただ90年以降の日本の歴史の中で、GDPギャップと財政収支の改善が同時に進んだ時期が一度だけある。それは2002年から2007年にかけてのことだ。この時は小泉内閣で財政再建が進められたが、アジア向けなどの輸出が順調に伸びたことが、財政支出削減のマイナスの影響を穴埋めしたという後押しがあった。

ただし、これは一国だから成り立つ話であり、今回のように「世界の先進国が同時に」ということになると、「誰がそんなに輸入するのか」という問題が生じるため、この輸出拡大の解決パスを皆が使うというわけにはいかない。新興国も巻き込んだ為替切り下げ競争、自国優先の近隣窮乏化策の横行といった事態になれば、世界経済にとって最悪だ。

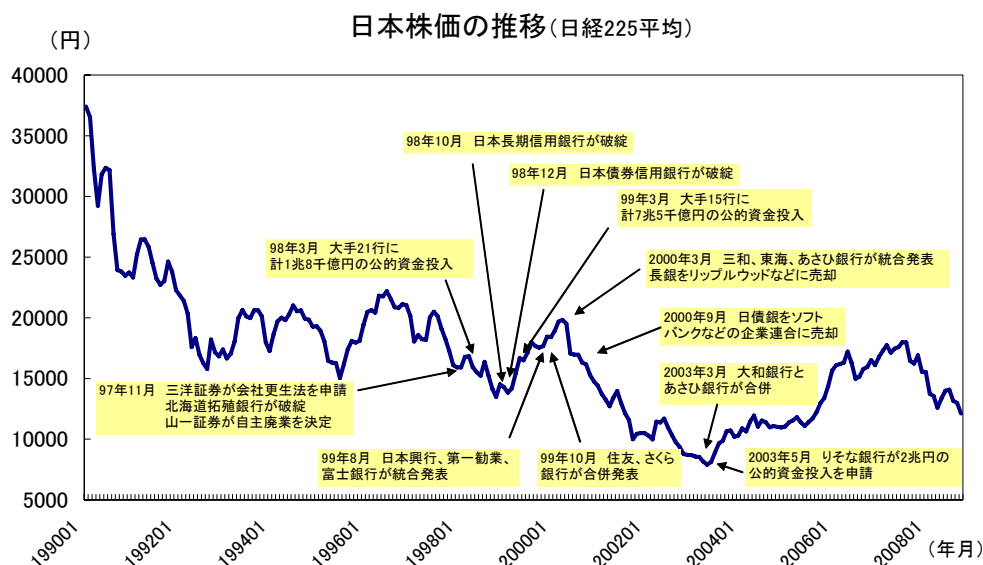


(欧州が日本の失われた10年になるという懸念)

欧州金融機関に対する懸念も高まっている。ECBなどが金融機関の不良債権額や必要損失額の見通しを示しているが、先行きの悲観的な見方の中では「甘い」との認識になってそれが不安を増幅するという流れだ。

日本から見れば「日本の失われた10年」を連想させるものが多い。金融機関の不良債権問題、景気低迷、財政赤字、ゼロ金利など。欧州の問題は短期間で解決は無理だ。日本の経験と違うユーロ安を使って輸出で稼ぐ中で不良債権、財政問題に手をつけなければならない。

目先の関心は7月末公表予定の欧州金融機関のストレステスト。日本の経験から言えば金融機関、国レベルでどれだけ不良債権の定義などで「横串」が通るか。市場が同じものさしで「甘い」「厳しい」の評価ができるかだ。



その次に待ち受けるのが、おそらく資本増強だろう。欧州では公的資金のファンドがまだ存在しているが、ストレステストの市場評価と資本増強のレベルが釣りあってくるかだ。欧州では自国の経済規模に比べてはるかに大きな規模の金融機関が存在している。「Too Big To Fail」の問題は、現在の欧州が抱える問題そのものだ。日本の「失われた10年」を再現させないためにも、資本増強の仕組みをうまく担保し、クレジットクランチを進行させないことがポイントになるだろう。

また、金融危機直後に比べ、最近世界的に銀行に対して公的資金を使うことに対する世論が厳しくなっている。資本増強を小出しにすると市場の懸念はなかなか払拭できず、ずるずると金融問題が続くことは日本の経験から明らかだ。政治的な指導力も問われている。

(しばらく先行き不安を解消する材料なし。底堅い統計・企業決算、政策実施されるまで時間がかかる)

最近の経済統計を見ると国内外で市場予想を下回るものが増えてきている。世界経済を牽引してきた中国が政策的にブレーキをかけ始めていること、各国で経済政策の先行きの不透明さがあること、欧州の混乱が日本の失われた10年を連想させる状況になりつつあることなど、先行き不安材料が山積している。

当研究所では世界経済の2番底はなく、緩やかにとどまるが回復が続くとのシナリオをとっており、底堅い経済統計・企業決算、財政再建に向けた政策、欧州金融機関の不良債権に対する包括的な枠組み提示などが市場心理を徐々に弱気から変化させると予想している。

ただ、昨日発表の短観も足元の景気回復が確実に広がっていることを示しているが、市場はほぼ無視の状態。今後しばらくは先行き不安を解消する大きな材料がないだけに、弱気な相場はしばらく続きそうだ。

2. 日銀ウォッチ：成長分野に新貸出制度：3兆円枠、8月末から開始

日銀は6月15日、成長基盤強化を支援するための新貸出制度を8月末目処に開始すると発表した。

貸付総額の残高上限は3兆円、貸出期間は原則1年で、3回まで借り換え可能(最長4年)とし、受付期間は2012年3月末まで。また対象としては研究開発、起業、環境・エネルギー、医療・介護、高齢者向け事業、観光、農林水産業、保育・育児など18分野を例示。新規貸し付けは四半期に1回のペースで実施。1回当たりの貸付総額は1兆円を限度とし、金融機関ごとの貸付残高は1500億円を上限とする。

日銀の成長支援の新貸出制度の概要

融資対象	成長基盤の強化に向けた投融資をしている金融機関
貸出総額	3兆円上限(1金融機関1500億円まで) 2012年3月末まで
貸付期間	原則1年(ただし、借り換えが3回まで可能で最長4年)
貸付金利	政策金利と同じ(現行0.1%)
対象となる成長分野	① 研究開発② 起業③ 事業再編④ アジア諸国等における投資・事業展開⑤ 大学・研究機関における科学・技術研究⑥ 社会インフラ整備・高度化⑦ 環境・エネルギー事業⑧ 資源確保・開発事業⑨ 医療・介護・健康関連事業⑩ 高齢者向け事業⑪ コンテンツ・クリエイティブ事業⑫ 観光事業⑬ 地域再生・都市再生事業⑭ 農林水産業、農商工連携事業⑮ 住宅ストック化支援事業⑯ 防災対策事業⑰ 雇用支援・人材育成事業⑱ 保育・育児事業 上記以外の資金使途であっても成長基盤強化に資するものは対象とする

白川総裁は会見で「企業や金融機関による成長に向けた取り組みが一段と活発化することを期待したい」と新貸出制度を日本経済再生の「呼び水」にしたい考えを示している。

日本経済が直面している重要な課題は潜在成長率や生産性の引き上げでそれを実現するために、中央銀行が「異例中の異例の策」を示さなければならないという強い決意があるのだろう。また近く新成長戦略を公表する菅政権との協調姿勢もアピールする狙いもあるだろう。

3. 金融市場（6月）の動きと今後の予想：長期金利1.1%割れへ

（10年金利）

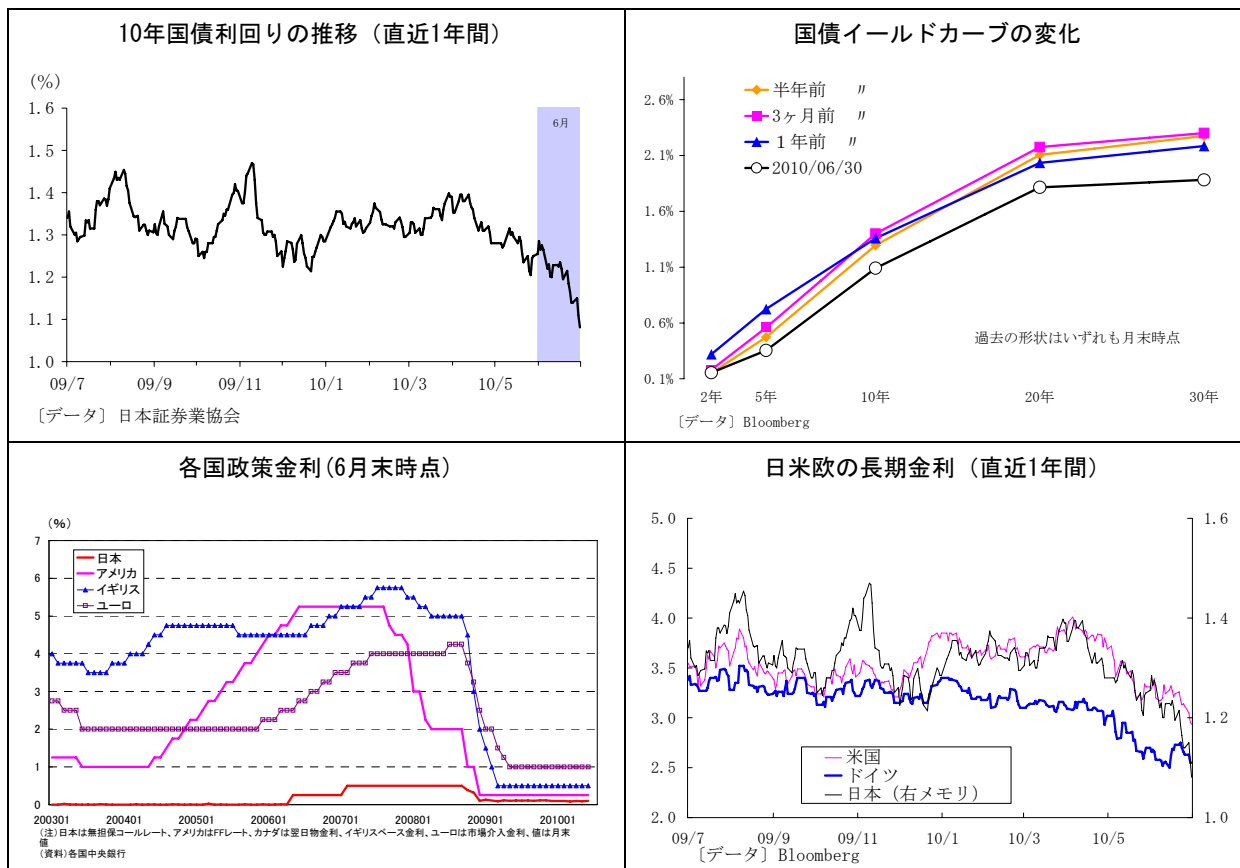
6月の動き 月初1.2%台後半からスタート、月末1.1%割れに。

2日に鳩山首相の辞任表明から円安・株高となり長期金利も1.285%まで上昇した。その後、米雇用統計（4日）が予想を下回り、ハンガリーのデフォルト懸念から質への逃避が意識され長期金利は低下傾向となり、10日は1.2%に。その後は強弱の経済統計に1.2%台前半での推移を続ける。22日に政府が「中期財政フレーム・財政運営戦略」で財政再建の姿勢を打ち出したこと、FOMCの声明文で景気判断を引き下げたことなどから長期金利は下げピッチを早め月末には1.1%を割り込んだ。

当面の予想

米国景気に住宅など弱めの指標が出ており、金融緩和が長期化するという見方が強まっていること、G20で主要国が財政健全化に取り組む姿勢が確認されたことなどが世界的に債券の安心感に繋がっており、日本の長期金利も当面は低位安定で推移すると見る。一方、国内では参議院選が予定されており、選挙の結果、財政健全化への取り組みが後退するという見方が醸成されれば、悪い金利上昇もあり得る。ただし、債券市場はグローバル要因が強く、また、そもそも現在も財政健全化の具体的道筋が示されている訳ではないため、上昇局面になったとしても影響は限定的だろう。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

6月の動き 月初め 91 円近辺からスタートし、月末 88 円台半ばに。

月初 91 円でスタートした円ドルレートは、2 日に鳩山首相が辞意を表明すると 92 円台に。その後ハンガリーのデフォルト懸念が広がると円が買われ 91 円台での推移が続く。19 日に中国人民銀行が、人民元の為替レート弾力強化を表明したが、大きく相場は動かず。23 日の FOMC で景気認識を後退させたことから円高が進み 24 日には約 1 ヶ月ぶりの 89 円前半。その後も各国長期金利が低下するなどリスク回避の動きが強まり月末は 88 円台半ばとなった。

当面の予想

円ドルレートは、米国の経済指標の弱含み、米長期金利低下で円高の流れになっている。引き続き日本の要因にはなかなか反応しづらく、米国経済に対する見方に左右される展開になるだろう。基本的に短期的に強気へ転じるとは思えないが、現在は米国に対してやや悲観的な見方が優勢になっているため、「思ったほど悪く無い」指標が出てくれば、若干の円安修正が入る可能性もある。当面は 90 円前後の展開を予想する。年度後半は米国の利上げの可能性が高まる形で 100 円を目指すドル高の局面が生まれると見る。

(ドルユーロレート)

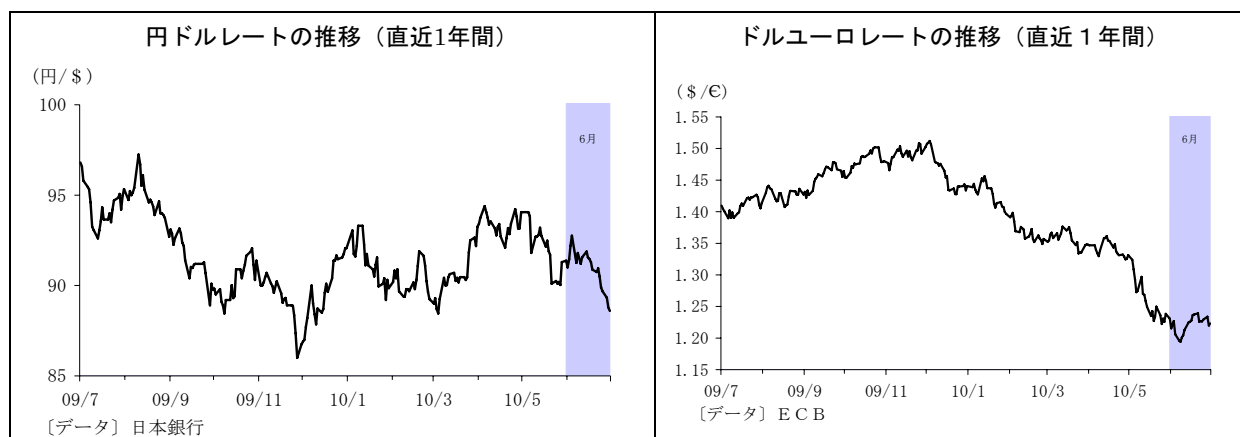
6月の動き 月初め 1.21 台半ばでスタート、月末 1.22 台前半に。

月初からユーロ安が続きハンガリーのデフォルト懸念から一時 4 年ぶりの 1.18 ドル台後半に。その後 ECB で現行の金融政策を維持する姿勢が強く打ち出されたことでユーロが戻し、17 日には 1.23 台に。月末にかけては再び欧州経済、金融システム問題への不安が高まったことでユーロが売られ、月末 1.22 台前半に。

当面の予想

PIIGS など財政赤字国に対する根本的な不安解消は難しく、ユーロが大きく反発する姿は描きづらい。ただし、今月には EU が銀行資産のストレステスト結果を公表する予定である。昨年の米国のように、一つ一つイベントをこなしていくことは金融不安の緩和に繋がる。ストレステストの公表とその後の適切な対応はユーロ相場の下支え要因になるだろう。

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7月1日現在)

		2010年			2011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)	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8
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	3.3	3.6	3.9	4.1
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 (ドイツ、平均)	2.8	2.8	3.0	3.2	3.3
円ドル	(平均)	92	90	95	98	98
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.20	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	117	108	119	123	123

(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はありません。