

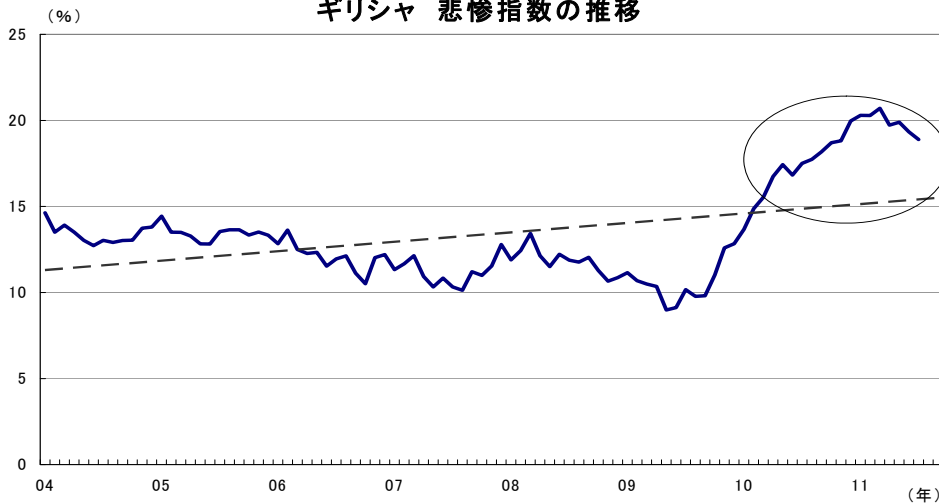
金融市場の動き(11月号)

～上昇する“悲惨指数”と動揺する市場

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
 (03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **（“悲惨指数”が上昇）** 10月末にギリシャのパパンドレウ首相が救済受入れの是非を問う国民投票の実施を表明したことでギリシャ情勢が再び緊迫化し、金融市場も動揺している。ギリシャでは頻繁なデモに現れているように、救済に伴って発生する財政赤字削減策への国民の不満が強く、政治の混乱の原因になっている。国民の生活苦を示す一つの指標とされる“悲惨指数”について同国の推移を見ると、2010年以降に急激な上昇がみられる。また、悲惨指数の上昇はギリシャに限らず、救済する側のドイツや米国など世界のあちこちでみられ、このことが政治基盤の弱体化を通じて国際政治の足並みの乱れに繋がっているとみられる。問題の根は深く、今後とも金融市場の期待と政治のスピードとのギャップは続きそうだ。金融市場において政治が大きなテーマであり続ける可能性が高い。
2. **（日米欧金融政策）** 10月下旬に日銀が資産等買入基金増額による追加緩和を決定、ECBも今月に入って利下げを決定した。FRBは10月以降金融政策を維持しているが、下方リスクへの警戒感が高まっており、今後の追加緩和へ含みを残している。市場の見方としても、米緩和の一層の長期化、ユーロ圏のさらなる利下げを織り込んでいる。
3. **（金融市場の動き）** 10月の金融市場では欧州の危機対応への動きを好感する形でリスク回避姿勢が緩み、世界的に株価が反発、円は介入により月末に反落、国内債券は僅かに下落した。しかし未だ欧州の財政・金融システム、米景気の不安払拭は見えず、今後も警戒感の強い中で一喜一憂の展開を予想。円高、債券高圧力は当面収まりそうにない。

ギリシャ 悲惨指数の推移



(資料)各国統計 (注)悲惨指数=消費者物価前年比+失業率、点線はトレンド線

1. 上昇する“悲惨指数”と動揺する市場

10月26日から27日未明にかけてのEU、ユーロ圏首脳会議にて、ギリシャの債務再編、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）の救済能力拡充、銀行システム対策からなる欧州危機対応の包括策の合意に至ったのもつかの間、31日にギリシャのパパンドレウ首相が救済受入れの是非を問う国民投票実施を表明したことで、金融市場は再び動揺している。ギリシャでは本日举行される予定の内閣信任投票を控え、国民投票が回避される方向へ向かっている模様だが、首相の進退も含め先行きの不透明感は強い。

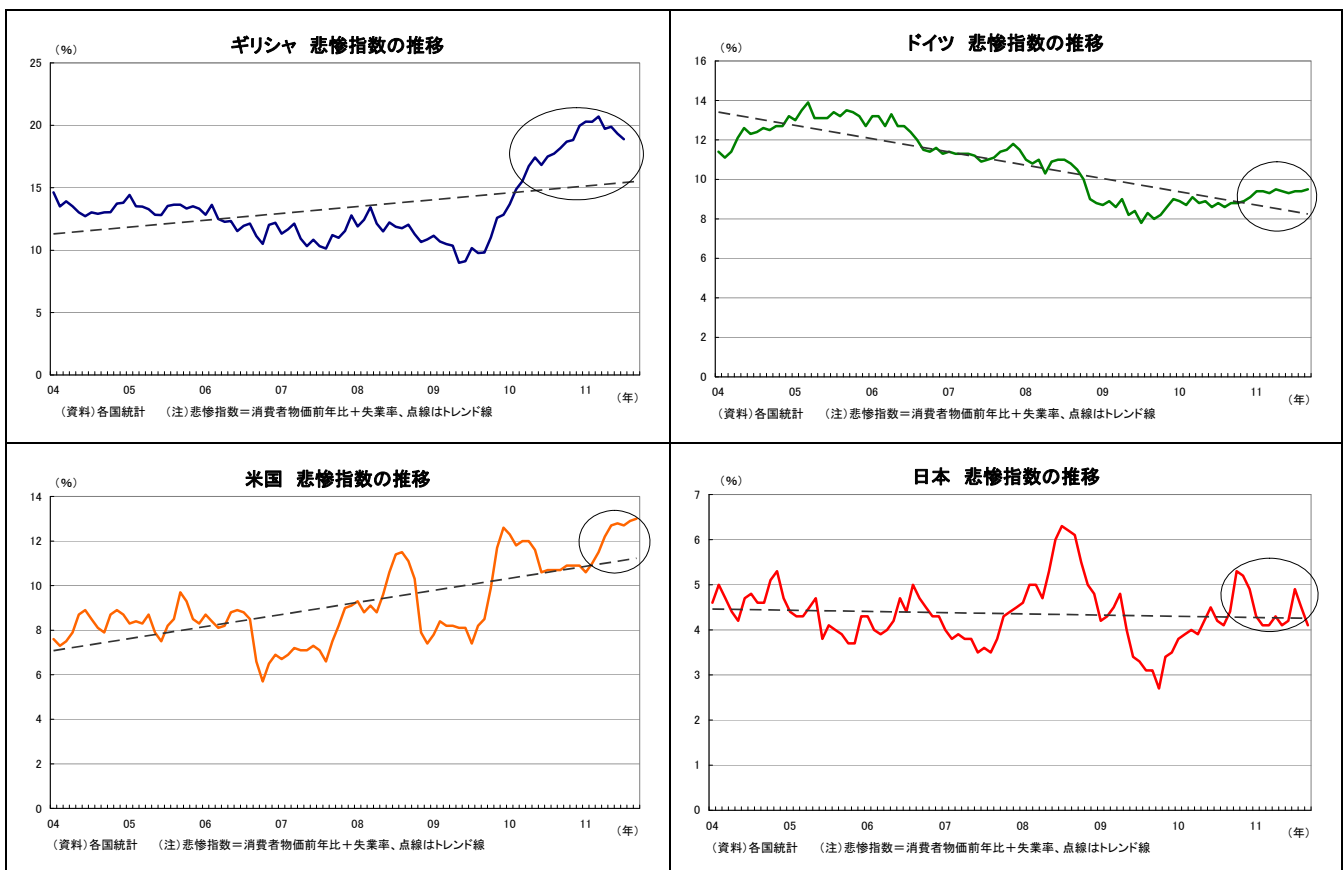
（不満の高まりと政治の劣化）

ギリシャでは頻繁なデモに現れているように、救済に伴って発生する財政赤字削減策への国民の不満が強く、政治の混乱の原因になっている。

国民の生活苦を示す指標として“悲惨指数”（misery index）というものがある。これは米経済学者アーサー・オークンが考案したもので、消費者物価上昇率（インフレ率）と失業率を足したものである。インフレと失業が並存すると指数が高くなり、国民は生活苦を感じ、社会が不安定化するようになるという。もちろん国民生活の状況を表す指標は多々あるが、悲惨指数はシンプルでわかりやすい。

ギリシャについて同指数を算出してみると、2010年以降急激に上昇し高止まりしている。また指数の長期トレンドからも大きく上振れしており、国民が感じる困窮感は相当高まっている可能性が高い。国としては救済される側であるとはいえ、国民目線ではこれ以上の困窮をもたらす財政赤字削減は受け入れ難いという思いがあるのだろう。

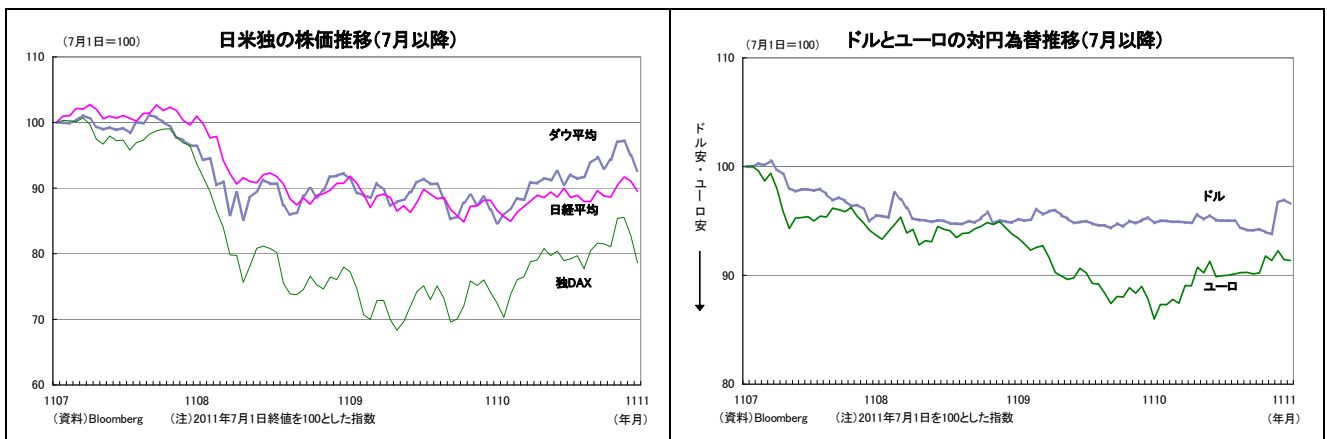
ギリシャに限らず、悲惨指数の上昇が世界のあちこちでみられることも政治基盤の弱体化を通じて国際政治の足並みの乱れに繋がっているようだ。救済する側であるドイツの同指数をみると、長らく低下



基調にあったものが 2010 年終わりからは上昇に転じ、足元もトレンドから結構上振れしている。国内の不満が高まる中で簡単に他国の救済に大盤振る舞いするわけにはいかない。

欧州がなかなか動けないなら米国に望みを託すというのなかなか難しい。米国でも同様、11 年に入ってから悲惨指数が上昇している。財政政策の制約が強い中で大幅な金融緩和を進めたが、失業率があまり下がらない一方、インフレ率が上昇してしまったためだ。最近米国でも「格差デモ」や「茶会党運動」など政治的な対立が目立つようになっており、政権が指導力を発揮しにくい情勢になっている。

現在は、欧米における国民の不満を背景とした政治の停滞がグローバル金融市場を揺さぶっている状況にある。問題の根は深く、今後とも金融市場の期待と政治のスピードとのギャップは続きそうだ。従って、金融市場において政治が大きなテーマであり続ける可能性が高い。



なお、日本については、悲惨指数の水準は低く、また欧米のような上昇傾向もみられない。ただし、その要因はインフレ率の低迷、すなわちデフレにある。言うまでもないが、経済にとってデフレ自体が大きな問題である。欧米のようにインフレや失業率の上昇がみられるわけではないが、デフレや円高・株安などを通じて、日本の状況も悲惨度合いを増してきているように思う。政治の強い指導力発揮が求められる状況にある点では日本も同じである。

2. 日米欧金融政策（10月）の動き：日銀は追加緩和、欧は11月に利下げ

（日銀）追加緩和

日銀は10月6～7日の決定会合において政策金利の据え置きを決定、50兆円程度としている資産買入等基金の規模にも変更はなかった。景気の現状については「持ち直しの動きが続いている」とし、先行きについても「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と回復シナリオを維持した。なお、枠上限までかなり余裕を残した形で10月末で受付期限を迎える予定であった「被災地金融機関支援のための資金供給オペ」については、6ヵ月間の期限延長が決定された。

その後27日に開催された決定会合では、政策金利を据え置くとともに、資産買入等基金の規模を5兆円増額、増加分の全額を長期国債買入に充てることを決定した。追加緩和は8月以来となる。8月の緩和の際には「相当前広にリスクを織り込んで追加緩和を行った」としていたが、海外経済減速や欧州不安、円高長期化等による日本経済下振れリスクの高まりが背中を押した形だ。

同時に発表された10月日銀展望レポート（経済・物価情勢の展望）では、前回7月時点に比べ

て、2011年・12年の成長率と物価を下方修正したものの、「当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していく」と回復シナリオ自体は存置している。

(FRB) 開催なし→11月は維持

10月はもともとFOMC（連邦公開市場委員会）の空白月に当たり、会合は開催されなかった。ただし、10月20日～24日にかけて、FRBのタルーロ理事、イエレン副議長、ダドリーNY連銀総裁が立て続けに今後の追加量的緩和策について言及したことで、にわかには市場ではQE3への期待が高まった。

11月に入り、1～2日に開催されたFOMCでは、政策金利を据え置くとともに、その他政策についても現行の方針を維持した。声明文では、「7-9月期に経済成長は幾分強まった」とし、今後についても緩やかなペースでの成長シナリオを維持しつつも、「経済見通しには、国際金融市場の緊張を含めて大きな下方リスクが存在する」と強い警戒感を示している。バーナンキ議長も会合後の記者会見において「追加緩和を実施する用意はあるし手段も持っている」と発言、実現可能な選択しとしてMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れを挙げるなど、今後の追加緩和の可能性について含みを残した。

なお、同時に発表された最新の経済見通しでは、2011～13年までの成長率を前回6月時点の見通しから大きく引き下げるとともに、失業率については引き上げている。

FRBの経済見通し

	6月時点(前回)		→	11月時点(今回)	
	実質GDP 成長率	失業率		実質GDP 成長率	失業率
2011	2.7～2.9	8.6～8.9		1.6～1.7	9.0～9.1
2012	3.3～3.7	7.8～8.2		2.5～2.9	8.5～8.7
2013	3.5～4.2	7.0～7.5		3.0～3.5	7.8～8.2
2014	—	—		3.0～3.9	6.8～7.7

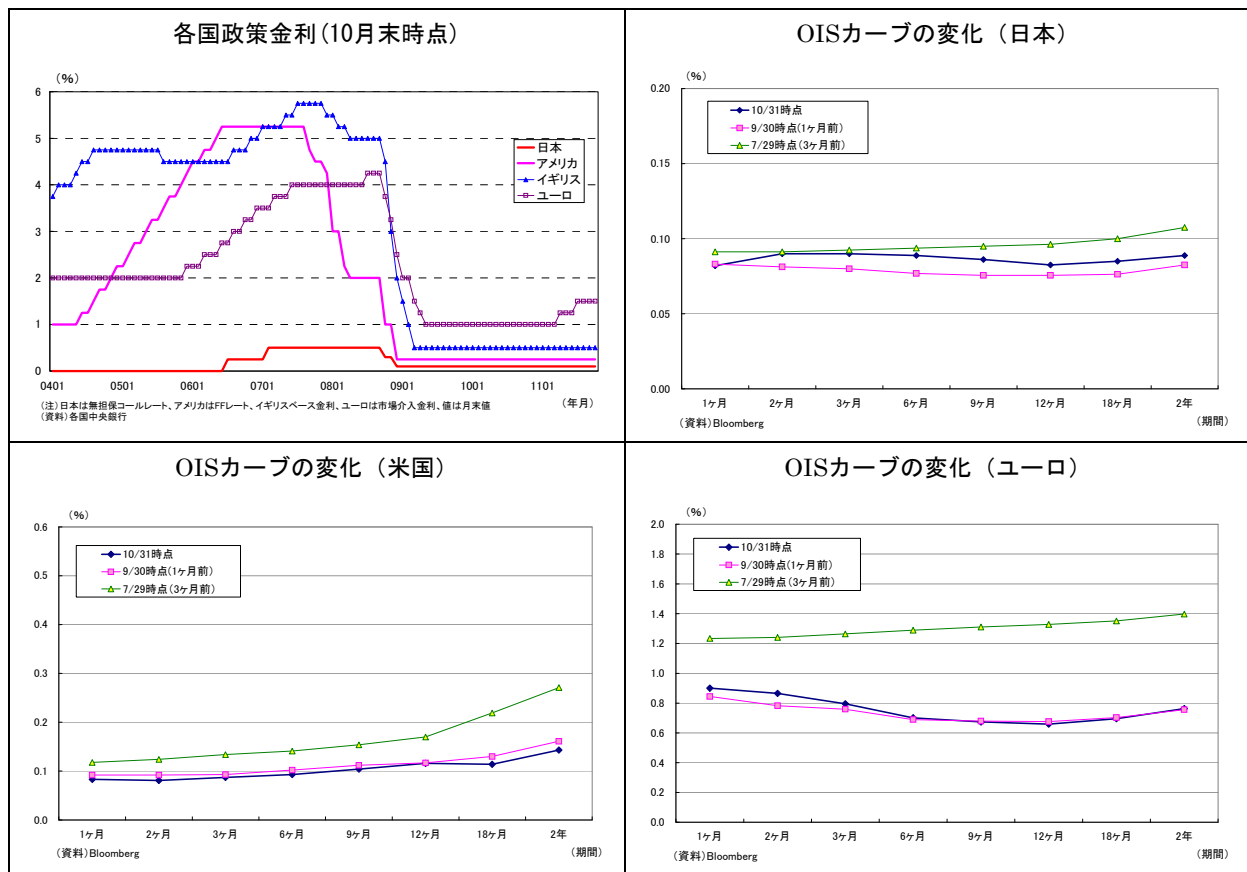
(資料)FRB

(ECB) 維持→11月に利下げ

10月6日のECB定例理事会では、政策金利を据え置くとともに、12～13ヶ月物の資金供給オペやカバードボンド買い入れによる流動性供給の強化を決定した。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、「経済見通しは引き続き極めて不確実性が高く、下振れリスクが強まっている」と表明、市場の注目が高まっている利下げについて方向性に触れることはなかったが、協議したことについては言及した。

トリシェ総裁は10月末を持って任期を終え、11月からイタリア出身のドラギ氏が新総裁に就任した。11月3日の定例理事会では、「新体制後初の理事会であり、とりあえず現状を維持する」との大方の見方に反して政策金利の引下げ（1.50%→1.25%）を決定した。

声明文では、「経済の見通しには非常に高い不確実性があり、下方リスクにさらされている」とし、「いくつかのリスクは実現してきている」と警戒感を高めている。一方、インフレ率については、「現在は高いものの、2012年には2%未満に下がることが期待される」とし、利下げとの整合性を取っている。



政策金利の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の 10 月末時点における利回り曲線の傾きを見ると、日本は相変わらず 2 年内の利上げ期待がほぼゼロ。米国も同様殆ど利上げを織り込んでいないうえ、9 月末と比べ 1 年超の利回りがやや低下しており、金融緩和長期化を織り込んだ可能性がある。ユーロについては、カーブの形状が 9 月末同様右下がりとなっており、市場では ECB が今後利下げに転じるとの予想が強かった。なお、11 月 3 日の利下げを受けて直近のカーブは全体的に下方にシフトしたが、右下がりの形状は維持されており、追加利下げ期待が残っている。

3. 金融市場(10月)の動き：介入により円安、株上昇、債券は僅かに上昇 (10年国債利回り)

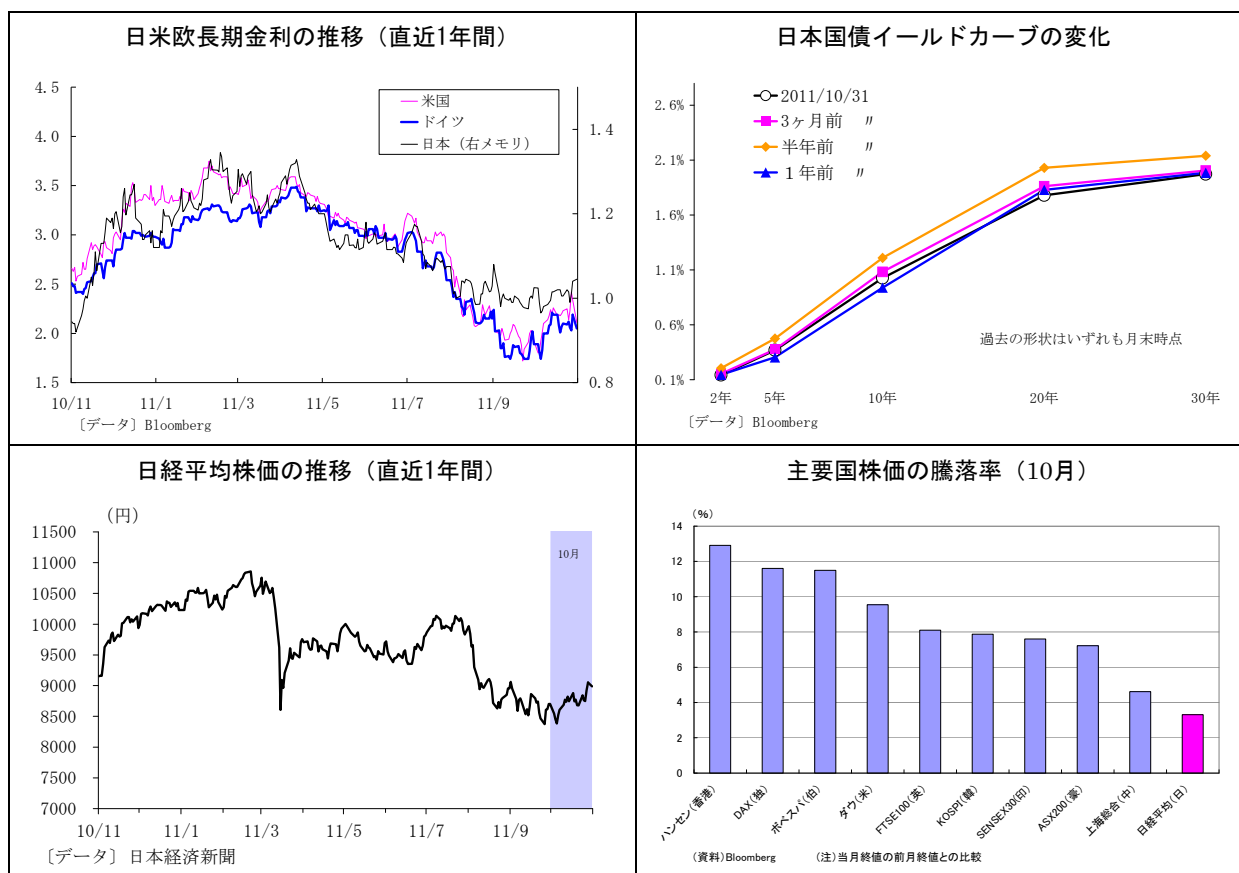
10月の動き 月初 1.0%台前半からスタートし、月末 1.0%台半ばに。

月初からギリシャの追加支援をめぐる不透明感が意識され金利が低下、4日以降は節目の 1%を割り込んだ推移に。その後欧州危機収束に向けた政策対応が進むとの期待からやや上昇し、13日には 1%台前半に戻る。以降も欧州の政策協議の進捗を見据えて 1.0%近辺での膠着状態が続いたが、月終盤に欧州が危機対応の包括策で合意したこと、米 GDP 成長率が加速したことを受けてやや上昇し、月末は 1.0%台半ばとなった。

当面の予想

欧州は危機対応の包括策で合意したものの不安は払拭されておらず、米景気動向も方向感が掴みにくい状況が続いている。国内は材料不足の感があるため、今後も欧米の動向を見据えた展開が予想される。基本的な構図としては、欧米懸念が債券価格の下値を支え、1.0%を下回る領域では逆

に高値警戒感が強まる形となり、長期金利は引き続き低迷感・膠着感の強い推移となるだろう。当面の予測レンジは従来同様 0.9%~1.1%。



(円ドルレート)

10月の動き 月初77円からスタートし、月末79円台前半に。

月初から欧州不安の高まりに伴ってユーロの動向が為替市場のテーマとなり、円ドルは方向感を欠く展開に。中旬にかけて77円を挟んだ値動きの乏しい状況が続く。その後、米国の追加緩和観測の高まりによって円高が進行、26日には東京市場で初の75円台入りなど史上最高値を度々更新。31日に海外市場で75円台前半に突入したことを受けて政府・日銀は8月以来となる為替介入を実施、円は急反落して79円台前半となった。

当面の予想

足元は78円前後。米国の景気低迷とそれを踏まえた追加緩和観測から、今後も円高ドル安圧力がかかる可能性が高いが、円の高値では介入警戒感が立ち塞がる。安住財務相は介入前に「76円台、77円台は適正ではない」と言及していることから、市場がこの水準を試しながら徐々に円の高値水準を切り上げていく展開が濃厚。日米短期金利差は縮小した状態にあり、投資の観点からの大幅なドル安進行は考えにくいですが、投機的な動きが主導する可能性は残る。当面の予想レンジは76円~79円。

(ドルユーロレート)

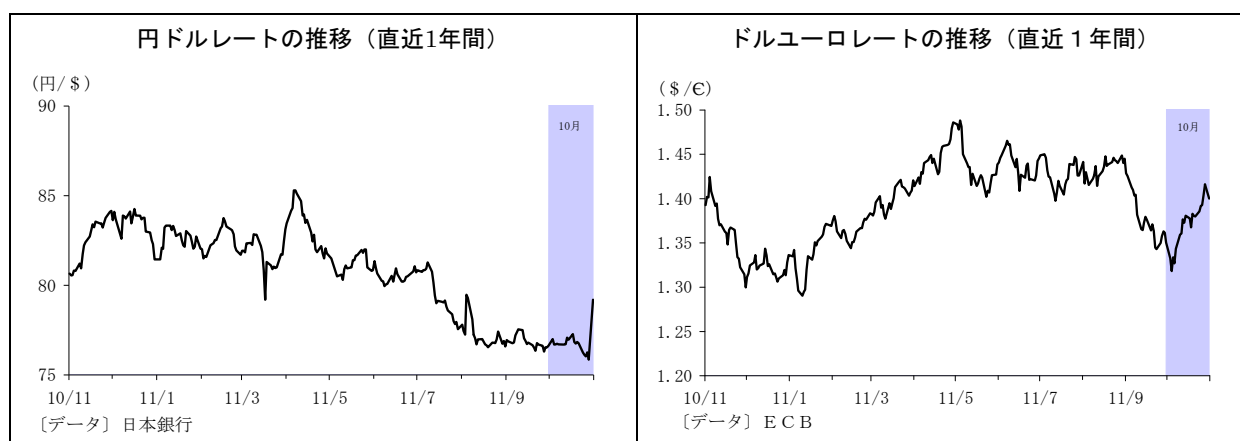
10月の動き 月初1.33台前半でスタートし、月末1.40に。

ユーロ相場は欧州債務問題を巡る動向をにらんで値動きの激しい1ヶ月となった。月初はギリシャ支援やEFSF拡充などへの不透明感からユーロ売りが進み4日には1.31台へ下落。その後、銀行

資本強化に向けた動きや独仏による銀行支援表明をきっかけに懸念が緩和し、11日には1.36台へと反転上昇。以降も危機回避に向けた包括策への期待やその後の合意を受けてユーロは上昇し、月末は1.40となった。

当面の予想

その後ギリシャが支援の受入是非についての国民投票実施を表明したことを受けて11月のユーロ相場は下落で始まり、足元は1.38前後で推移している。先月合意した包括策についても未だ実効性が不確実な部分が多いうえ、受け入れ側であるギリシャの情勢も不安定だ。また根強い金融不安や銀行資本増強が今後のユーロ圏実体経済を下押しする懸念、ECBによるさらなる利下げへの期待など、ユーロの下落材料は多い。先月のユーロ上昇は期待先行型の感が強く、今後のユーロ相場は弱含みと見る。



金利・為替予測表(2011年11月4日現在)

		2011年		2012年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想	予想		
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)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
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)	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.3	2.0	2.1	2.2	2.3
円ドル	(平均)	78	77	77	79	79
ユーロ・ドル	(平均)	1.41	1.34	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	110	103	100	103	103

(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。