

NAD Monthly Report.

Market Flash

金融経済

～金融が動かす世界経済 No1～

2015.07&8



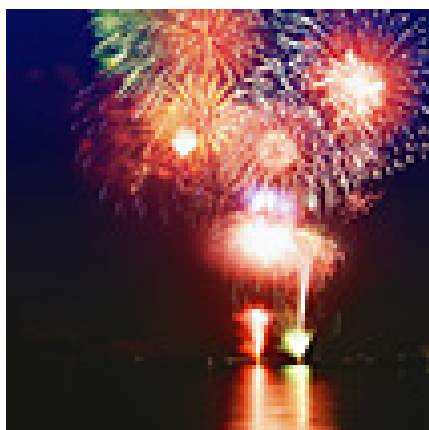
暑中お見舞い 申し上げます



平素は格別のお引き立てにあずかり、誠にありがとうございます。

連日の酷暑ですが、くれぐれもご自愛のほどお祈り申し上げます。

今後共なお一層ご愛顧のほどよろしくお願い申し上げます。



ギリシャ問題

～EUはなぜ我慢するのか!～



ここ1か月、世界の注目を集めたギリシャは、我々には理解しがたい行動をとってきた。2009年に過大な債務が発覚したギリシャは、IMFの支援を受ける代わりに緊縮財政を強いられ国内に不満がたまって政権が交代した。新たに政権を握ったチプラス首相は、EUに対して強気の態度で臨み何とかギリシャの言い分を通し且つEUの支援を勝ち取ろうとした。最後の抵抗が国民投票であった。7月5日に行われた国民投票では6割がEUの緊縮策にNOという回答を出した。それからわずか数日で、チプラス首相はEUに譲歩した。国民投票でNOという結果を受けてEUに譲歩という実に奇妙な決定である。EUの案を確約させる意味でその法制化を求めたEUに対し、素直に応じて国会の賛同を得たチプラス首相はさも誇らしげにギリシャの危機を救ったと述べた。国民の意思はどこに行ったのであろうか？そもそもチプラス首相はEU強硬姿勢を示す政党の党首ではなかったのか？何とも不思議である。当然のことのように現在ギリシャ国内では国民の不満が爆発して暴動が起こってしまっている。

ふたたびEUに留まったギリシャであるが、これでEUは将来的な爆弾を再び抱えたことでもある。国民性、文明の違う国同士が経済的結びつきだけを共有することは不可能に思うのであるが・・・

では、なぜここまでしてEUがギリシャを引き留めたがるのであろうか？それはやはり歴史的背景と政治的背景がある。今回の件で、あるギリシャ人がインタビューに応じてこう言っていた。「ギリシャはヨーロッパ発祥の地。なぜ出て行けと言えるのか・・・」

19世紀初頭のバイエルン王国(現在のドイツ南部)を治めた国王ルートヴィヒ1世は、古代ギリシャにあこがれを抱いていた。そして、オスマン帝国からギリシャが独立したというニュースを聞き、「理想国家を作る」と夢見る自らの息子を1838年に初代国王としてアテネに送り、3度にわたって金融支援もした。

この動きを英仏も後押しした。同じ清教徒というよしみを通じギリシャに近づくロシアを抑え込むためであった。財政の弱さを援助で支え、西欧同盟の一員としてロシアをけん制する。今にも連なる構図の原点は200年近く前に形作られた。

第2次大戦後は力の衰えた欧州に変わって米国が後ろ盾になった。地中海に突き出たギリシャを抑えれば中東やロシアににらみが効くからだ。ギリシャは欧米の軍事同盟である北大西洋条約機構(NATO)の最前線となり、地中海のクレタ島には軍の基地がある。

このような軍事的、政治的の要所にあるギリシャに対する政策には欠陥もあった。自陣にギリシャをとどめることを優先して、価値観の違いや構造問題への対応の遅れに目をつぶってきた面は否めない。これに対し、ギリシャも欧米からの特別扱いに慣れてしまっていることも事実であろう。

今回のギリシャとEUの駆け引きはまさに昔から永遠と受け継がれてきたものであり、容易には変わらない。日本人には理解が難しい点である。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



今の主要国の経済は金融政策が主導するものとなっている。リーマンショックは、まさに金融が招いたバブルの崩壊であった。それが世界経済を大きく後退させ今でもその傷跡が残っている。金融で崩れた経済を立て直し支えているのもまた金融である。

米国は先頭を切って大幅な利下げと3回にわたる量的緩和を繰り返しようやく出口が見えはじめてきた。日本は、アベノミクスを主導する形で日銀が利下げと2回に及ぶ量的緩和を実行した。欧州でもデフレ傾向が強まり量的緩和まで踏み込んだ。そして、減速しつつある中国においても度重なる利下げを実行している。

このように主要国においては、利下げと量的緩和により金融面から市場を刺激してきたのである。その影響で**株式市場は上昇し、インフレ率も徐々に引きあがってきた。そして、その金融市場の資産効果が個人消費を刺激し企業業績を押し上げてきているのが現在の主要国経済の実態である。**ただ、悪影響もある。大幅な金利引き下げや**量的緩和の影響で資金がだぶつき、リスクマネーにそれら資金が回り金融市場(株式市場ばかりでなく原油や金属などコモディティ市場にも影響を与えている)**が再びバブル気味になってきている。

日米欧、中国と同じように利下げを行い量的緩和を行ってきた。しかし、それぞれ歴史的背景や金融政策の目標には若干違いがある。**米国においては、FRBの目的はインフレ防止と完全雇用の2つが上げられる。利下げの効果が雇用にはっきりと表れない限りゼロ金利を続けるというスタンスを取ってきた。これは、米国における1929年の「大恐慌」の経験がトラウマとして残っているようだ。**欧州においては、最後まで量的緩和に抵抗してきたが、**欧州中央銀行の目標はただ1つ、物価の安定である。かつて第2次大戦前のハイパーインフレが恐慌をもたらシナチスドイツを生んだともされている。これが欧州におけるトラウマで、量的緩和をするとハイパーインフレに結び付くという懸念があるためだ。**

日本の場合はやはりバブル崩壊が頭に浮かんでくるが、**今回の日銀の行動はそれよりもITバブル崩壊で利下げに踏み切り、小泉政権下で景気が盛り上がったところですぐに利上げをしてしまい急激な景気減速を招いたことの方がトラウマになっているように思う。**そのため、今の黒田総裁は徹底してインフレターゲットを達成するまでは量的緩和を続けると主張している。中途半端に金融緩和を終了させその反動で景気が冷え込んでしまった過去の苦い経験を二度としてはならないという思いが強い。

中国だけが何らトラウマもなく、今までのバブル的景気拡大をなりふり構わず少しでも長く維持しようとしてる。リーマンショックの後は約8兆円の景気刺激策を実行し、昨年からの明け機減速においては各方面で**恠気引き下げを断行してきている。**さらに、最近では、**上海株式市場が急落する局面においては、あからさまに政府資金を使用して株価を維持するなど、政府が打てる金融手段を駆使して景気維持を図っている。**そのための過剰流動性などの影響は、先進国が経験したような資産バブルや金融バブル崩壊を生むことになるのか。先進国の経験からはYESであるが、中国だけは特殊・・・となるかは誰もわからない。今月のレポートはまず日米の金融政策を簡単にまとめた。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～

<米国>

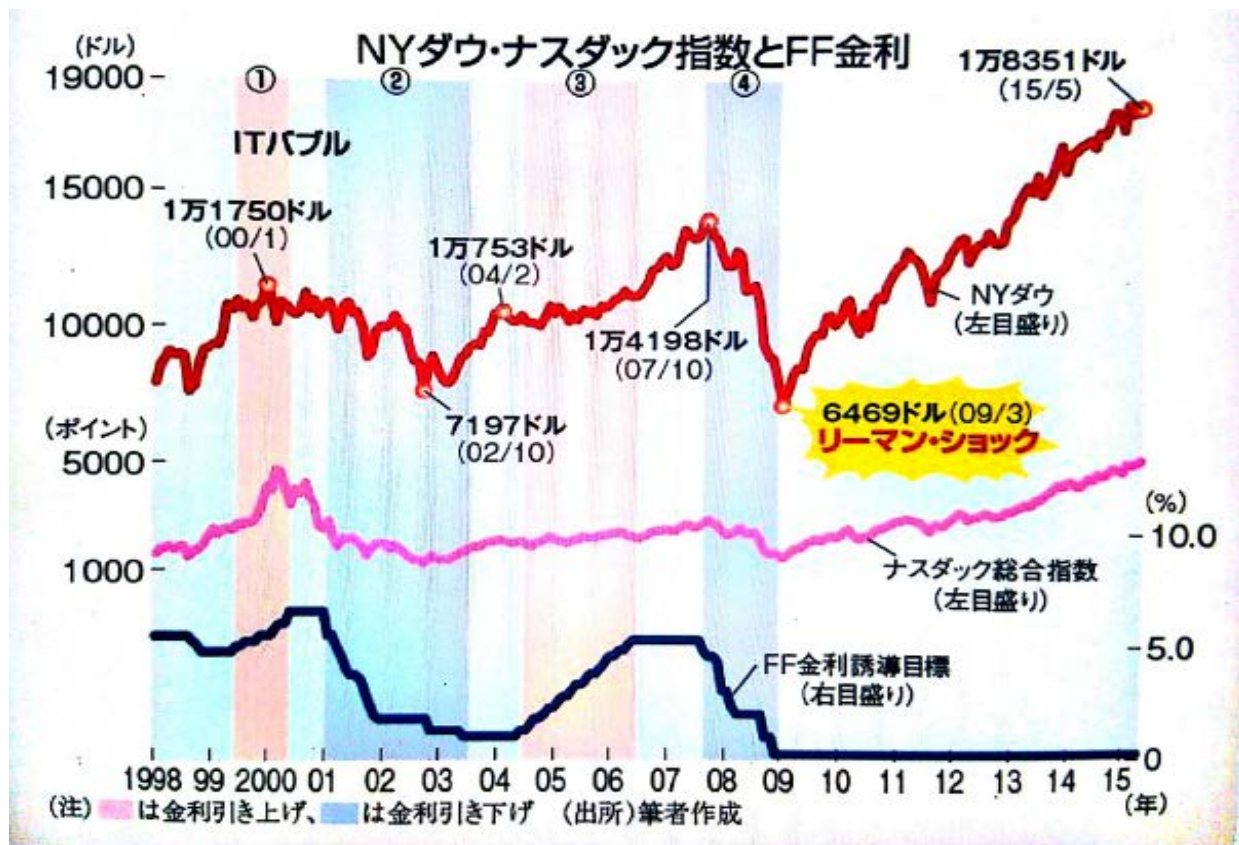
まずは、過去の米国の利上げについてみてみよう(エコノミスト7月7日号から一部抜粋)

図①の局面

ITバブル絶頂を迎えた2000年、IT関連株を多数含む米ナスダック市場の総合指数は1996年1月の安値から2000年3月の高値まで5倍になったが、IT関連企業の多くは上場以来赤字が続いていた。膨張した期待と、現実の乖離に危惧を抱いた当時のグリーンズパンFRB議長は、**99年6月からFF金利(短期の政策金利)を4.75%から6.5%まで6回にわたって連続的に引き上げた**。投資家の酔いは一気にさめて、ITバブルは崩壊した。そしてナスダック指数はその高値から5分の1まで下落したのである。

図②の局面

資産価格の急落が実体経済にも大きな影響を及ぼしたため、FRBは2001年1月に金融緩和に踏み切った。**FF金利を6.5%から2003年6月までに1.00%にまで総計13回にわたって引き下げた**。この大胆な金融緩和によってダウ平均株価指数は2002年10月の安値7197ドルを底に反発し始めた。



* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



図③の局面

ITバブルの惨禍を克服したとみたグリーンSPAN議長は引き締めへ転じた。2004年6月から2006年6月まで2年間総計17回連続で1.00%から5.25%まで引き上げを実施した。この間のダウは1万ドル割れから1万1000ドルのボックスでほとんど動きがない状況であった。

図④の局面

しかし、この間、ITバブル崩壊の処方箋とした大胆な金融緩和が、次の住宅・信用バブルへとつながっていった。やがて、リーマンショックによってバブルは崩壊。ダウは2007年10月の高値1万4198ドルから2009年3月の安値6469ドルまで暴落した。FRBは、2007年9月～2008年12月まで、10回連続5.25%から0.25%まで急激な利下げを断行した。さらに、FRBは3度にわたって様々な資産を買い取り資金を供給した「量的」緩和(QE1～QE3)と呼ばれる政策を実施した。最後のQE3は2014年10月に終了した。

米国は今、こうした急激な金利引き下げと大量の資金供給を目的とした量的緩和からの出口戦略を模索している。基本方針については、2014年9月に「政策正常化の原則と計画」を発表して、買い取った資産の取扱や、政策金利の誘導方法などの出口戦略の基本方針を示した。

米国では、1994年の利上げが市場にサプライズをもたらし、メキシコ通貨危機など、内外の市場に動揺をもたらして経験から、これまで見てきたような2000年以降の金融緩和からの利上げのタイミングでは市場に織り込みやすい対応を取ってきている。

金融政策においては、金融緩和よりもその出口戦略が非常に難しい。利上げをすることにより長期金利の急上昇あるいは資産価格の急落のリスクがある一方で、逆に長期金利が上昇せずに引き締め効果もたらされない結果になることもある。また、タイミングとして早すぎれば景気後退を招き、遅すぎればインフレを招くというまさに常に綱渡り状態での決断となる。

特に、今回のように量的緩和を実施した後では、買い取った国債の再投資をどのように行っていくのか(保有する国債を全て期限償還した場合には米国債の需給に大きな影響を与えることになるので、一部を再投資しながらその規模を縮小させていくという方法をとる)が、長期金利の変動にも影響を与えるため慎重に検討する必要がある。長めの金利が急上昇すれば住宅ローンや企業の資金調達などが難しくなり、あまり上昇しなければ、過剰な信用創造につながる恐れがある。

また、利上げのタイミングについては、早すぎたという結果になれば経済へ悪影響を及ぼすことになり、FRBと市場の解釈との溝が埋まらないまま利上げを行えば市場が混乱することになる。2006年の日本において日銀がゼロ金利解除を急ぎ過ぎたあまり、景気が後退し2008年に再びゼロ金利に戻った例もあり、FRBもその轍を踏まないよう経済情勢を見極め、且つ、市場と対話をしながら利上げを進めていく必要がある。

米国の出口戦略の動向は市場に大きな影響を与えかねないことから今後大いに注意して見ていかなければならない。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～

<日本>

アベノミクスの第1の矢として実行された「量的・質的金融緩和」から2年がたった。

これまで日銀の政策がこれほど注目されたことはなかったのではないだろうか。

というのも、1990年のバブル崩壊以降、日本経済は長い長いトンネルに入り込んでしまい、その間ほぼゼロ金利状態が続いてきたからである。

しかし、日銀政策の失敗といえるポイントは少なくとも2回あった。その最初が、いざなぎ景気

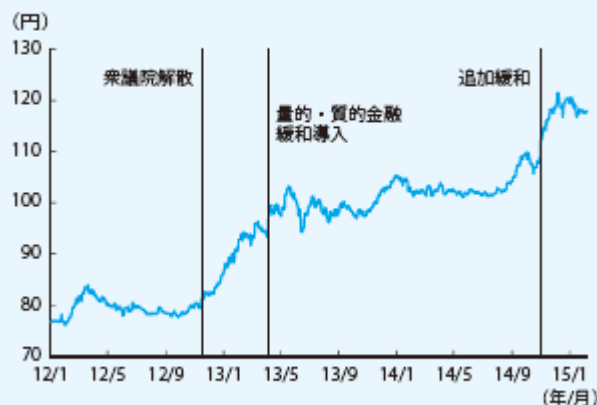
の時である。小泉政権下2002年2月から2007年10月までの69ヶ月間景気拡大が続いたのであるが、日銀は2006年にゼロ金利を解除して利上げを実施し景気後退に追い込んだ。日銀は慌てて再びゼロ金利に戻したが、そのタイミングでリーマンショックが起こってしまった。そのリーマンショック後の日銀の対応が2回目の失敗であった。世界的混乱に陥った市場を鎮めるため欧米は速やかに量的緩和をはじめあらゆる金融手段を取ってきたのであるが、日銀は企業金融の円滑化を中心に考え、ゼロ金利を維持するだけで量的緩和など積極的な対策を取るのがかなり遅れてしまった。この政策の違いは各中央銀行のバランスシートを見ればわかる。リーマンショック後日銀のバランスシートは110兆円から120兆円にわずかに増加しただけであるが、英国中央銀行は3倍、米国FRBは2.5倍、欧州ECBは1.4倍と積極的量的緩和を実行している。この日銀の対策の遅れが急激な円高を呼び、デフレ状況をさらに悪化させたと考える。

2012年11月の衆議院解散による安倍政権の誕生、そして、アベノミクスの第1の矢である日銀の金融政策において、日銀総裁に就任した黒田総裁は、2013年4月に大胆な量的緩和を含めた金融政策を断行した。その後、2014年10月に追加緩和を突然実施。デフレ脱却に向けた日銀の強い姿勢を市場に対し示した。このような日銀の量的・質的緩和により、円相場は歴史的な円高から一気に円安へと向かった。

安倍首相がデフレ脱却や円高是正を強く日銀に求め、日銀もそれにこたえ思い切った政策を実施したことが、市場に政府と中央銀行の協力体制を意識させた。この両者のアナウンスメント効果は、実際に市場に介入しなくても自己実現的に通貨安を実現できたのである(スベンソン・モデルと呼ばれている)

この円安により、確実に物価を押し上げつつある。原油価格の急落により、当初想定した期間での2%のインフレターゲットは達成は難しくなったが、円安がデフレ脱却に直接与えた影響は非常に大き

図表4 ドル円の推移



(出所) Bloombergから大和総研作成

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



いと思われる。

日銀は量的・質的金融緩和による実質金利押し上げ効果と実体経済への波及効果についての分析結果を公表した。これによると、実質金利は量的・質的金融緩和により0.8%押し下げられ、消費者物価上昇率は0.6%押し上げられたとの結果であった。

<量的・質的金融緩和の効果>

	マクロモデルによる試算 (2013/1Qから2014/4Qまでの各種経済変数の変化)		実績
	試算1	試算2	
実質金利	▲0.8%	▲0.8%	▲1%弱
中長期的な予測物価上昇率	+0.5%	+0.5%	—
株価(TOPIX)	+18%	+40%	+40%
為替レート(ドル円)	+8%	+25%	+25%
需給ギャップ	+1.1%	+3.0%	+2.0%
CPI前年比(除く生鮮食品)	+0.6%	+1.0%	+1.0%
実質GDP	+6兆円	+16兆円	+1兆円
個人消費	+2兆円	+5兆円	▲4兆円
設備投資	+3兆円	+7兆円	+3兆円
雇用者報酬(名目)	+2兆円	+5兆円	+6兆円
企業収益	+4兆円	+9兆円	+12兆円

試算2は株価、為替レート変化率の実績を前提条件とした試算

残念ながら実質GDPについては消費税増税の影響があり個人消費がマイナスとなってしまったことから、金融緩和によるGDP押し上げ効果はこの期間においては確認することが難しかったといえる。しかし、一方で企業収益については試算ベースよりかなり実績が上回り、効果が強く表れている。これも金融緩和による円安効果が大きいと思われる。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



日銀は、物価目標達成に向け更なるインフレ期待の引き上げが必要としている。日銀の強気の物価見通しは、家計の消費行動や企業の価格設定行動が変化していくことが前提とされているが、シナリオ達成の不確実性は依然として高い。

そのため黒田総裁は、インフレターゲット2%の達成のためには、あらゆる手段を取ると断言している。当初2年(2016年4月)に2%を達成することを目標にしていたが、原油価格の思わぬ急落により、当初の目標時期には達成することは困難な見通しであるが、それでも2016年前半には達成可能であるとしている。そして、黒田総裁はその目標達成のためにはさらなる量的緩和も辞さないということをおこなっている。

ただ、追加緩和については副作用も考慮する必要があるだろう。

副作用としては、一段の金利低下が金融機関の収益や仲介機能に与える影響や、国債市場の流動性低下、円安による中小企業への悪影響などが指摘されている。さらに、日本において特に留意すべきは政府の財政規律低下のリスクである。日本政府の債務残高の対GDP比率は2013年末に224.2%であったが、2014年末には230.0%に上昇している。プライマリーバランスの赤字幅縮小については、2020年度の黒字化目標は依然目途が立っていない。政府は夏場までに財政健全化計画を発表する予定であるが、低金利が続く中で目標達成に向けた取り組みが進展するかどうかが注視する必要がある。

そして、さらに先を見れば、**これ以上の金融緩和は出口戦略を実行することをより困難にするものと思われる**。日本の国債の保有者はほとんどが日本の投資家であり、日銀でもある。量的緩和政策においては、長期国債を日銀は大量に購入している。特に、財務省から発行されて間もない長期国債が日銀に売却される、いわゆる日銀トレードを通じて、市場機能をマヒさせることで、異例の低金利が実現している。出口戦略における長期金利の上昇については、米国FRBが苦い経験を持つ。2013年のバーナンキFRB議長の議会証言やFOMCで量的緩和の年内縮小が示唆されると、長期金利が急上昇し景気後退に追い込まれた。このような経験からFRBは現在でも長期金利の動向に細心の注意を払い、出口戦略を遂行している(前の章ご参照)

日本の場合は、**長期国債の投資家が国内投資家であるため、長期金利の上昇は直接日本の投資家のパフォーマンスを悪化させ、即景気後退につながりかねないというリスクがある**。このため、出口戦略を実行する上においては中長期的に正常化させることが重要なポイントになってくるであろう。

また、今後の日本経済にとっては、日銀の金融政策に頼らない経済の自立が必要である。

今回は、EU及び中国の金融政策についてみていく

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

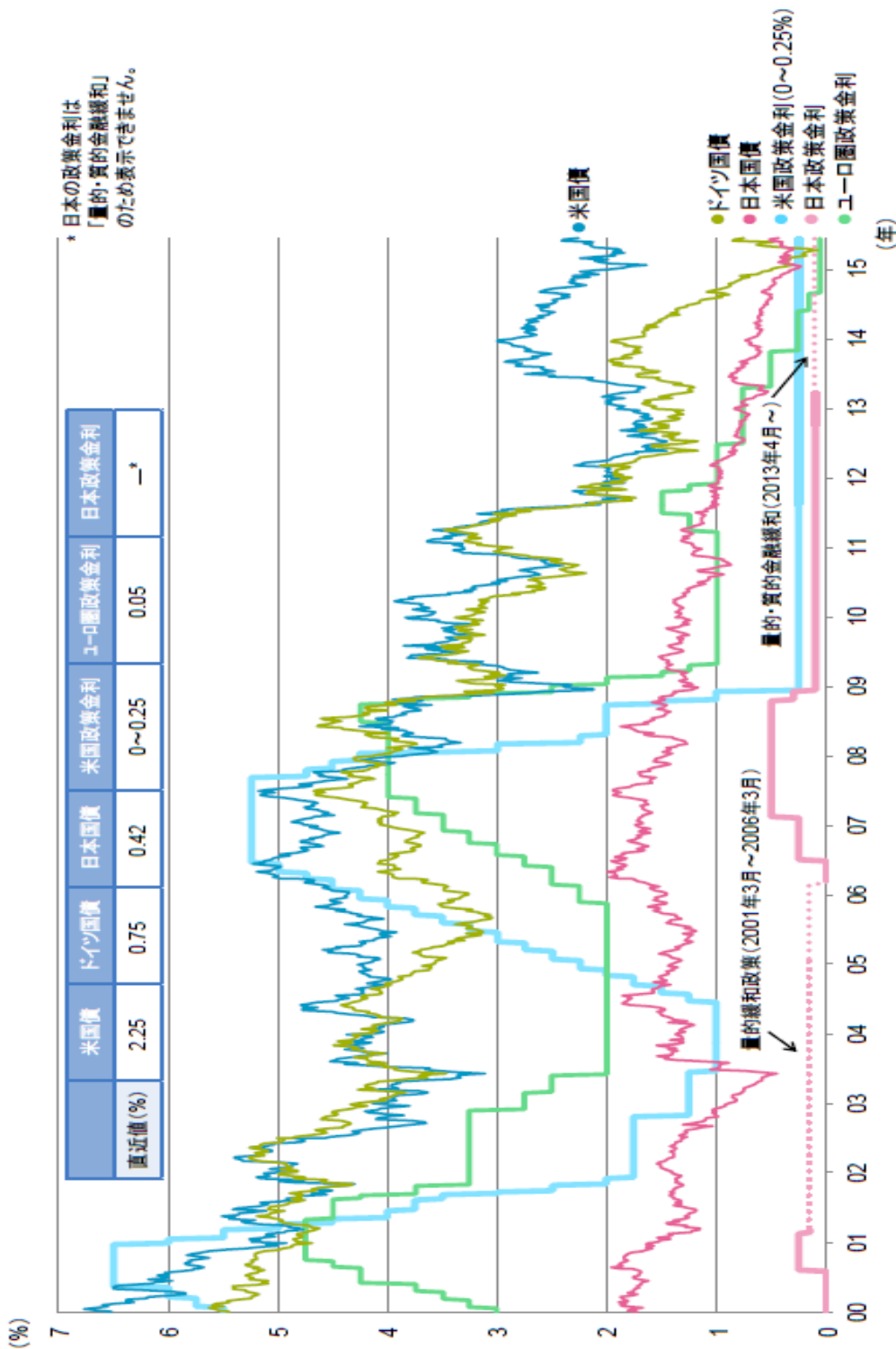
～金融緩和が動かす世界経済の行方～



日米欧の政策金利・10年国債利回り

(2000年1月第1週末～2015年6月第3週末)

長期 (週次ベース)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) ※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。