

テーマ：動揺収まらない世界市場

発表日：2008年10月10日（金）

～G 7で何が必要で、その後どうなるのか～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

- 各市場の動揺が止まらない。特に、株の下落スピードが加速していることが目立っている。背景には、金融機関の不良債権処理に絡んだ対策に対する不安感の強まりと、景気、および企業業績の悪化度合いが見極められないことが挙げられる。ただし、一般的に株価が下落する局面では上昇しやすい債券価格も下落していることは注目に値する。先週頃から、株価が下落しても債券も下落（金利は上昇）する例が目立ってきた。株と債券の下落が同時に起こっていることから類推すれば、投資家（ヘッジファンドなどの所謂投機家を含む）がリスク度合いに関わりなく資産を処分し、キャッシュ化している可能性が高い。このことは、足元の為替相場の推移にも繋がる。すなわち、為替市場では円が強含んではいるものの、株式や債券市場、商品市場に比べると主要通貨間での変動は相対的に小さい。これまで急落していたユーロも、下落に歯止めがかかっている。これらの動きは、それぞれの国の投資家が換金売りを行っているために、主要通貨のバランスが一方に傾きにくなったことによると考えられる。
- これほど広範に、かつ大規模に狼狽売り（キャッシュ化）が進む状況を止めるには、投資家の不安感を軽減することがまず必要となる。すなわち、リーマンショック、米金融安定化法案の一旦の下院否決によって生じた政策当局に対する市場の不信感を除去することが重要だ。そのためには、一連の問題を解決するための対策を一刻も早く実現することだ。ここで言う必要な対策とは、①金融機関が抱えている不良債権を、バランスシートから切り離す作業、すなわち【公的資金による不良債権の買い取り】、②①の作業に伴う金融機関の資本減少を補う作業、すなわち【公的資金による資本注入】、③新たな不良債権の発生を防ぐ作業、すなわち【減税や利下げによる景気浮揚策】——である。これまで、いくつかの国が金融市場対策を行ってきたが、これらをセットで打ち出している例はない。米国の例で明らかのように、特に財政支出を伴う対策には世論の反発も多く、政治的にクリアしなければいけない壁が高いため、実現に時間がかかるリスクが大きい。そこで、平時であれば民間金融機関が行ってきた金融機能を中央銀行などが肩代わりしたり（FRBによるCPを購入する特別ファンド創設など）、預金の全額保護を打ち出すなどして、金融市場の混乱が一般企業や個人など実体経済に及ぼす影響を、まずは食い止める必要がある。また、上記した問題解決のための政策のうち、政治的な壁をクリアする必要のない対策、すなわち金融政策においては、流動性の供給にとどまらず、機敏且つ積極的な利下げが重要だ。
- 政治的な壁をクリアするのに時間がかかるとしても、市場はそれを待つ余裕を無くしている。そのため、今週末に開催されるG 7への期待はより高くなる。言い換えれば、G 7のハードルは極めて高い。例えば、不良債権の買い取りや資本注入を行うために何らかの基金を創設する——といった目標にとどまるようでは、市場の動揺は沈静化しないだろう。そのための国家間の分担をどのようにするのか、政治問題しないのかがハッキリせず、当局の対策に対する期待が大きく毀損した今のマーケットでは、そこに寄りかかろうとはしないためだ。市場の動揺を収めるには、基金を創設するにしても具体的な額、分担、買い取る対象、資本注入する条件、実施の時期などを具体的に表す必要がある。このほか、かつて日銀が行ったような中央銀行による株の買い取りなど、非伝統的な手段を用いても、市場価格の安定を目指す政策などが検討されるべきだ。逆に、G 7において有効な対策が打ち出されない場合は、市場の混乱に更に拍車がかかる恐れがある。

- 今後の市場動向を左右する極めて重要な分岐点として、週末のG 7が注目されるが、もしここで市場が評価するような有効な対策が打ち出されたとしても、各資産価格が元の状態に戻る、例えばリーマンショック前の水準に戻るとは考えにくい。
- 株価は、これまで年後半、あるいは年度後半の企業業績について、かなりの程度楽観的なシナリオを織り込んでいた。すなわち、年明け頃には景気は底を打ち、緩やかながらも回復方向に向かうようなシナリオだ。しかし、企業業績を取り巻く環境は、金融機関、一般事業法人ともここへきて一層冷え込む気配を強めている。これは、8～9月分の経済指標が各国とも軒並み悪化していることにも示されている。無論、市場環境の悪化に伴う金融機関の収益環境悪化、企業全般の資金繰り環境の悪化、個人を含めたマインドの悪化などが影響している。こうした状況は、数ヶ月前まではメインシナリオとしては想定されていなかった。今後、7～9月期の企業業績とともに、今後の業績の大幅下方修正が世界的に相次ぐこととなろう。例えば、日本の場合上場企業の08年度業績が▲20%の減益になるとすれば、今の株価水準はP E Rで14倍程度となる（東証一部ベース）。このP E R水準は、日本のものとしては幾分低いように感じられるが、市場の期待を表しているとするれば、17～18倍程度までP E Rが回復するには、金融不安解消の目処がつかなどの条件が必要だ。それには、もう少し時間がかかろう。すなわち、株価の上昇余地は、それほど大きくはないということだ。
- 債券は、G 7で打ち出される対策が有効なものとある程度評価されるとすれば、それは財政支出を伴うものであるため、買い戻しには繋がりにくい。とはいえ、景気そのものが回復するには相当程度の時間がかかると見込まれ、金利が急騰するようなリスクも小さい。
- 為替は、市場がある程度沈静化することは円安要因になりうるものの、かつてほどキャリートレードによる円安圧力が高まるような状況は想定し難い。これは、日本の金利が極端に低いような状況ではなくなったためである。むしろ、各国が景気対策を行うとすれば、世界的に利下げ基調が続くことになるため、日本と海外との金利差が急激に縮小することとなる。ここ数日は投資家の換金売りが主要通貨間に微妙なバランスをもたらしていたが、そうした資金フローによるバランスが崩れれば、円独歩高となる可能性がある。
- 市場が本格的に落ち着きを取り戻して回復経路を辿っていくためには、金融市場の恐怖感を取り除き、景気が回復基調に向かうとの確証が得られることが必要となろう。ただし、前述した3つの対策を迅速に行うとしても、景気の回復はかなり遅れることになる。これまでのところ、米国を始め各種景気先行指標は軒並み足元で急落している。これらの先行指標が今後すぐに回復に向かうとしても、米国の景気の底打ちは09年4～6月期以降となる。実際には、住宅価格の調整に時間がかかること、すでにこれまでの住宅資産価値や株の資産価値の目減りによる逆資産効果が、米経済の足を引っ張ることを勘案すれば、これより半年程度は遅れるリスクが大きい。欧州やアジアなど新興国については、景気回復の必要条件となる米国経済の回復が遅れる上、利下げにより早く転換したばかりである。通常、金融政策が実体経済に効果をもたらすまでには1年程度かかる。したがって、欧州やアジアの景気が底打ちから回復に転じる時期は、早くても09年10～12月期、米国経済が09年後半により早く回復に向かうとすれば2010年初にまでずれ込むリスクがある。日本については、各国が利下げを行う中で生じる円高による景気下押し圧力に晒されるため、更に回復時期が遅れるリスクが高い。米国の回復が4～6月期、欧州やアジアが10～12月期としても、日本の底打ちは2010年にずれ込むこととなろう。