

ゆうちょ資産研レポート

2011年5月号（創刊号）

創刊にあたって	1
ファンダメンタル・アナリシス 震災後の日本経済回復の道筋 野村證券 チーフ・エコノミスト 木内 登英	3
マーケット・アウトルック (1) 〔仮説〕大震災が歴史的な低金利時代に終止符を打った可能性 三菱UFJモルガン・スタンレー証券 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	9
マーケット・アウトルック (2) 日本株見通しは短期警戒、中期楽観 シティグループ証券 日本株ストラテジスト 阿部 健児	13
特別報告 ウォールストリートとメインストリート 茨城大学 教授 内田 聡	17
資産研コーナー インフレ連動債の最近の動向 ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	21
統計データ集	26
ゆうちょ関連データ	31

創刊にあたって

「ゆうちょ資産研レポート」創刊にあたって

(財)ゆうちょ財団 理事長 朝日 譲治

「ゆうちょ資産研レポート」が創刊する運びとなりました。今後ともよろしくお願い申し上げます。

平成元年に「郵貯資金研究協会月報」として発行して以来二十有余年にわたって刊行してきました「ゆうちょ資産研究センター月報」は今年度より隔月刊として装いを新たに再出発することになりました。旧郵政省における郵便貯金資金の自主運用の実現という一大変革を契機に刊行された当初は、郵便貯金資金の運用に関する情報が主体でありました。内外のマクロ経済、内外の市場情報及び郵便貯金を中心としたデータ等々といった情報です。その後、郵便貯金を取り巻く環境は大きく変化しましたが、それに合わせて紙面も改編してきました。

郵政事業は平成 19 年 10 月に株式会社ゆうちょ銀行をはじめとして民営・分社化されましたが、金融のユニバーサルサービス確保の必要性が言われているような状況にあります。また、リーマンショックを経過して、市場原理主義への反省が世界的な潮流となってきたことも事実です。日本においても、郵政事業の抜本的見直しのために昨年 4 月に事業の公共・公益的な役割と収益性を調和させた郵政改革法案など関連 3 法案が国会に提出されました。衆議院通過ののち廃案となったものの、昨年秋の臨時国会に提出され現在継続法案となっています。国民の利便性の観点にたった郵政改革の推進が期待されるところです。

創刊されます「ゆうちょ資産研レポート」においては、従来からの資産の運用面に関する情報（マクロ及び市場）はもとよりですが、貯金（郵便貯金）など個人金融に関しても特別報告、資産研コーナー及び統計情報などの形で提供する所存です。郵政グループ及び当財団も大きな変わり目に差ししかっております。また、読者の皆様のご要望も多様化してきたことに鑑み、この度、大幅に改編することといたしました。新生「ゆうちょ資産研レポート」が読者の皆様に広く活用されることを期待しております。今後とも（財）ゆうちょ財団の事業運営につきまして、格別のご支援、ご協力を賜りますようお願い申し上げます。

ゆうちょ資産研セミナーのご案内

	第3回 ゆうちょ資産研セミナー
<日 時>	平成23年7月8日(金) 15:45 開場
<場 所>	東京都千代田区霞ヶ関3-2-5 霞ヶ関ビル35階 東海大学校友会館 「望星の間」
16:15	開会の挨拶
16:25~17:45	「大震災後の日本経済」 ー過去の危機から学ぶものー みずほ証券(株) たかた はじめ 高田 創 チーフ・ストラテジスト
17:45~18:00	質疑応答

講師略歴



たかた はじめ
◎ 高田 創

1958年生まれ。82年東京大学経済学部卒業、86年英オックスフォード大学経済学修士課程修了。82年日本興業銀行入行。市場営業部、審査部、興銀証券投資戦略部等を経て、現在、みずほ証券 執行役員 グローバル・リサーチ本部チーフ・ストラテジスト。著書に、『国債暴落』（共著、中央公論新社、2001年）『金融不況脱出 日本経済のバランスシート再生』（共著、日本経済新聞社、2003年）『銀行の戦略転換 日本版市場型間接金融への道』（共著、東洋経済新報社、2004年）、『金融市場の勝者 銀行・ファンド・企業、複雑化する金融』（共著、東洋経済新報社、2007年）、『金融社会主義 クラッシュに続く混乱と精算の30年』（共著、東洋経済新報社、2009年）、『世界国債暴落 世界を蝕む日本化現象』（共著、東洋経済新報社、2010年）など多数ある。

震災後の日本経済回復の道筋

野村證券株式会社 チーフ・エコノミスト 木内 登英

回復過程を3つの局面で理解する

震災後の日本経済の回復過程は、概ね3つの局面をたどると理解できよう。第1は、震災を受けて需要・供給の両面から経済活動が急速に縮小する局面（後述するように既に終了したと判断される）、第2は、持ち直し傾向を辿りながらも、サプライチェーンの支障及び電力不足という2つの供給問題から、経済活動が制約を受け続ける局面、第3は、供給制約がかなり解消される一方復興需要が本格的に強まり、高い成長率が実現される局面である。

これら3つの局面について局面移行（シフト）が認識される過程で、景況感の改善などを通じて金融市場に大きな影響が及ぶことが見込まれる。このため、局面移行がどの時点で認識されるかを予想することが重要である。

第1局面から第2局面への移行は既に広く認識されていると見られる。他方、第2局面から第3局面の本格的な移行は秋以降と見られるが、移行の蓋然性の高さを金融市場が認識する時期は6月頃と見ておきたい。

鉱工業生産は4月に増加へ

各種経済指標は、上記第1局面が既に終了し、経済活動は持ち直し傾向に転じたことを示している。ここでは4月製造工業生産予測調査と3月家計調査統計の2つに注目したい。

2011年3月の鉱工業生産は前月比-15.3%と、現行統計開始以来最大の下落幅を記録した（2011年4月28日付「マクロ・スナップショット」『2011年3月鉱工業生産指数』参照）。他方、製造工業生産予測調査によると4月の生産は前月比+3.9%、5月も同+2.7%となった。この結果に従えば、5月の生産水準は3月と比べ6.7%の増加となり、当初想定されたよりも震災からの生産立ち直りが迅速である可能性が示唆された（図表1）。

サプライチェーン問題の打撃を最も大きく受けたと見られる自動車などから構成される「輸送機械工業」の生産も、3月の前月比46.4%減から、製造工業生産予測調査によると4月に前月比+7.6%、5月に同+4.1%と製造業全体を上回るペースでの増加が計画されている点に注目したい。

生産予測調査で示された生産計画の信頼性は必ずしも高いとは言えないものの、3月11日の震災で急減した鉱工業生産は、3月下旬には既に底打ちから持ち直しに転じ、4月は前月比で増加した可能性が高いと考えられる。

(図表 1) 鉱工業生産指数の推移



(注)点線部は生産予測指数の伸び率を基に野村證券が試算した、鉱工業生産指数の推移を示す。

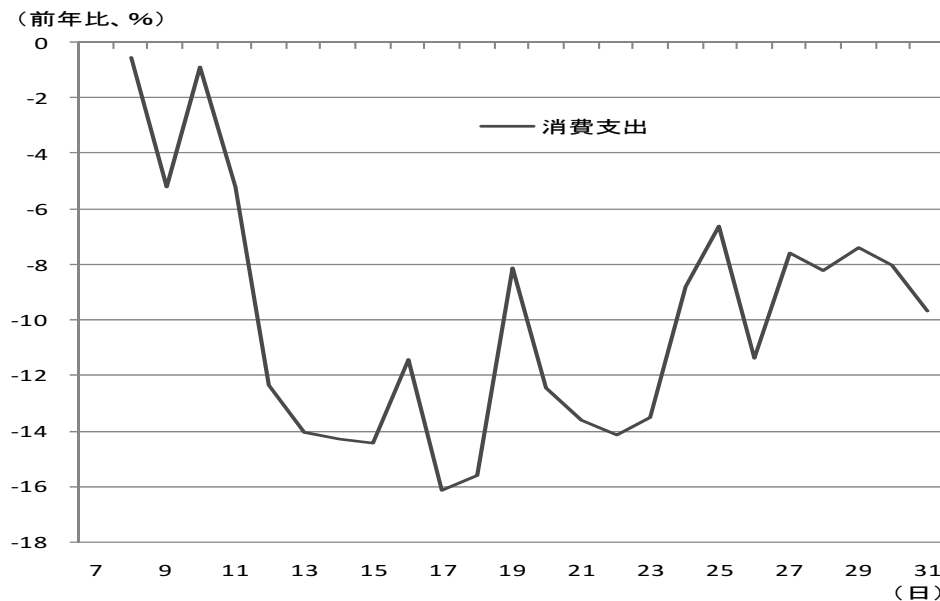
(出所)経済産業省

個人消費も3月末までに底打ち

3月分家計調査(2人以上世帯)の名目消費支出は、前年同月比-8.4%(実質ベースでは同-8.5%)と大幅に減少した(2011年5月2日付「マクロ・エコノミック・インサイト」『消費が回復途上にある費目は何か』参照)。サプライチェーン寸断による一部商品・サービスにおける供給制約の問題に加え、消費自粛ムードの蔓延、電力不足、福島原発問題など消費マインドを委縮させる要因は多く、個人消費はなお強い脆弱性を帯びている。

しかし震災を受けて急減した個人消費は、既に持ち直し過程に入った可能性が高い。3月分家計調査の日次調査に注目すると、前年比(後方7日移動平均)は、3月中旬を底として下旬に向けて緩やかな回復傾向に入ったことが見てとれる(図表2)。

(図表 2) 2011 年 3 月の日次消費支出の推移



(出所)総務省資料より野村證券作成

次の注目は 6 月に

以上 2 つの経済指標に代表的に示されたように、震災を受けて急速に縮小した経済活動は、3 月末までに底打ちから持ち直しに転じた可能性が高い。冒頭で示した 3 つの局面のうち第 1 局面は終了したと考えられ、この点は金融市場で既に広く認識されていると見られる。他方、第 2 局面から第 3 局面の本格移行は秋以降と見られるが、重要なのは移行の蓋然性の高さを金融市場がどの時点で認識するかである。

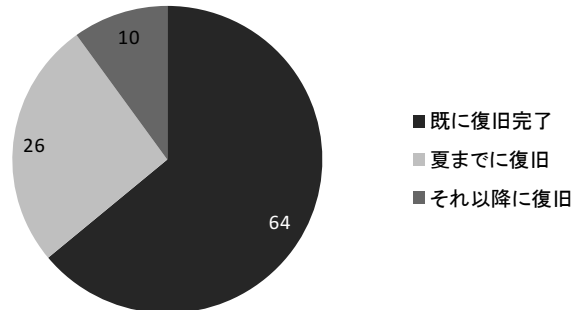
自動車関連を中心に、サプライヤー（部材供給者）の生産本格再開が確認される一方、夏場の電力不足問題が当初懸念されていたほどには深刻でないことが明らかになるであろう 6 月が、そのタイミングと見ておきたい。

サプライチェーンの正常化

被災地はサプライチェーンの源にあたる IT 関連部材の集積地であり、その生産停止が製造業の生産活動全体に深刻な打撃を与えているのは周知のところである。しかし 4 月 28 日に経済産業省が発表した「東日本大震災後の産業実態緊急調査」は、こうしたサプライチェーン問題が着実に正常化に向かっていることを示している。

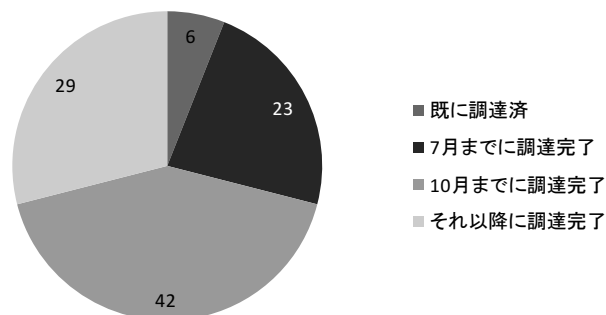
被災地の生産拠点については、64%の企業（製造業）が既に復旧を完了しており、夏までにはさらに 26%、合計で 90%の企業が復旧を終えると回答している（図表 3）。サプライチェーン問題については、通常の生産活動を行うのに十分な部材を既に調達したと回答した企業が加工業種の 23%、10 月までに完了するとの回答と合計すると 65%に達する（図表 4）。

(図表 3) 被災地生産拠点の復旧見通し



(出所)経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査」
(2011 年 4 月 26 日)

(図表 4) 十分な部材調達確保の時期 (加工業種)



(出所)経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査」
(2011 年 4 月 26 日)

自動車生産は 9 月に正常化へ

サプライチェーン問題の中でも最も注目度が高いのは、自動車向け MCU (マイクロ・コントローラー・ユニット) の生産停止が完成車生産に与える影響である。自動車向け MCU の生産は 6 月半ばに再開される見込みだが、その生産が軌道に乗る前に在庫払底が生じ、完成車生産の回復が頓挫してしまう、いわば「ダブル・ディップ (二番底)」の可能性も警戒されている。しかし自動車向け MCU の生産再開については完成車メーカーも強く関与する形で計画的に進められてきており、そのような事態に陥る可能性は限られよう。

9 月までには MCU も含めた関連部品の十分な調達が可能となり、完成車各社は生産車種を絞ることで同月には通常の生産に回帰できると、野村のアナリストは予想している (図表 5)。

(図表 5) 国内自動車生産計画

	万台(年率) (原数値)	2010年4Q =100(原数値)	万台(年率) (季調値)	2010年4Q =100(季調値)	前年比 、%	前期比 、%	鉱工業生産への影響 (前期比、%)
2010年 4Q	230.1	100.0	223.2	100.0	-	-	-
2011年 1Q	190.1	82.6	196.8	88.1	-25.2	-11.9	-1.8
2Q	117.8	51.2	121.5	54.4	-48.8	-38.2	-4.0
3Q	185.3	80.5	180.5	80.9	-25.4	48.6	6.0
4Q	279.9	121.6	271.5	121.6	21.6	50.4	5.3
2012年 1Q	284.4	123.6	294.4	131.9	49.6	8.4	0.2
2Q	220.0	95.6	226.9	101.6	86.8	-22.9	-2.4
3Q	225.0	97.8	219.2	98.2	21.4	-3.4	0.2
4Q	240.0	104.3	232.8	104.3	-14.3	6.2	0.7
2013年 1Q	250.0	108.6	258.8	115.9	-12.1	11.1	0.4

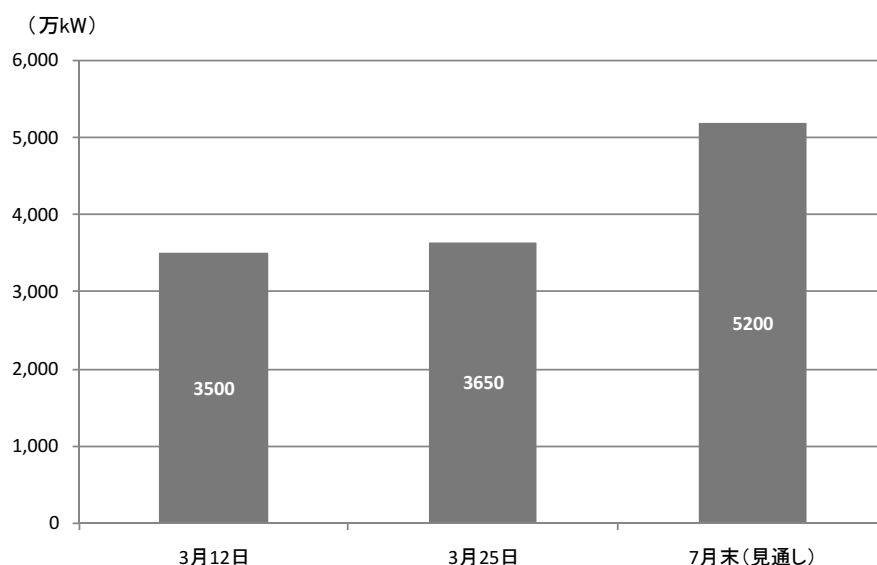
(出所)野村證券

深刻な夏の電力不足問題は回避

東京電力は7月末時点の電力供給見通しを4,600万kW（3月25日発表）から5,200万kW（4月15日発表）に引き上げた（8月には柏崎刈羽原発1号機、7号機が定期点検で停止し、電力供給量は130万kW減少する見通し）。揚水発電の活用、ガスタービン発電設置などが見通し引き上げの主因である（図表6、図表7）。

東京電力は、この見通しは依然保守的である可能性を示唆している。5,500万kW程度を目途に、なお供給拡大を目指していよう。夏季の電力需要期が始まる前の6月頃に、電力供給見通しのさらなる上方修正が示される可能性も考えられるだろう。いずれにせよ、夏場の最大電力供給量と気温が平年並みであった場合の最大需要量との格差はもはや小さくなく、大幅な節電により経済活動が著しく損なわれる可能性は小さいと考えられる。

(図表 6) 電力供給見通し（東京電力）



(出所)東京電力

(図表 7) 7 月末にかけての電力供給拡大策 (東京電力)

3月25日発表分:【合計+1,000万kW】	
1)	震災による停止からの復旧:【+760万kW】 ・鹿島火力1～6号機、常陸那珂火力1号機
2)	長期計画停止火力の運転再開:【+90万kW】 ・横須賀火力3,4号機1・2号
3)	定期点検からの復帰:【+370万kW】 ・品川火力1号系列第1軸、横浜火力7号系列第2軸など
4)	ガスタービン等の設置:【+40万kW】
5)	その他:【-260万kW】 ・既設火力の夏期出力減少分
4月11日発表追加分:【合計+550万kW】	
1)	震災停止・定期点検からの復帰【+110万kW】 ・鹿島共同火力1,3,4号機、常陸共同火力8,9号機
2)	ガスタービン等の設置【+20万kW】 ・千葉火力、袖ヶ浦火力敷地内など
3)	揚水発電の活用:【+400万kW】
5)	その他:【+20万kW】

(出所)東京電力

夏の気温が最大の懸念

最大の懸念材料は、冷房用電力需要を大きく左右する夏場の平均気温である。記録的な猛暑となった昨年7月には、最大電力需要が約6,000万kWにまで達した。夏場は1度の気温上昇につき最大電力需要が174万kW増加し、鉱工業生産を0.3%程度押し下げる計算(野村試算)となる。

但し気象庁の3ヶ月予報によれば、関東甲信越地域の7月の気温が平年より高くなる確率は40%、平年並みとなる確率は40%、低くなる確率は20%である。気温が平年よりも若干高めとなる可能性はあるが、昨年夏の猛暑が再燃する可能性は低いと考えられる。夏の気温見通しに関しても、多くの情報が入手可能となるのは6月頃であり、このタイミングで深刻な電力不足問題、過度な節電による経済活動への著しいダメージは生じないとの見方が広まると見ておきたい。

マーケット・アウトLOOK (1)

〔仮説〕大震災が歴史的な低金利時代に終止符を打った可能性

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純

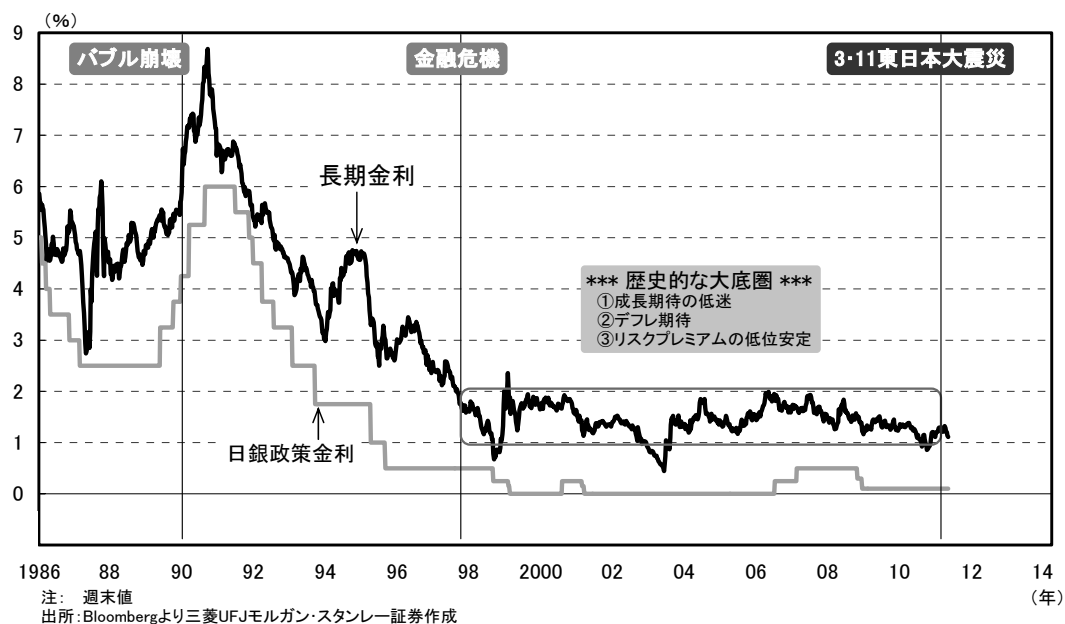
歴史を振り返ると、時代の転機には必ず大事件があった。近年の世界史で例を挙げれば、まず1991年のソビエト連邦の崩壊を指摘できる。それは東西冷戦終結という大団円とその後のグローバリズムの加速を演出した。2001年の「9・11米同時多発テロ」は、東西冷戦に勝利し覇権主義を謳歌していた米国を内向き志向（孤立主義）に変えたと言われる。わが国では、1923年の関東大震災とそれに端を発する27年の金融恐慌が、30年代の世界恐慌とあいまって軍国主義の台頭を許し、日本を悪夢の第二次世界大戦へと突き進ませた。そして、1945年の敗戦は、結果的に、焼け野原からの奇跡の復興と高度経済成長への「危機バネ」になった。

さて、千年に一度の天変地異と言われる「3・11東日本大震災」は、わが国を未曾有の国難に直面させている。もともと抱えていた地方を中心とした構造問題、例えば高齢化と人口減少、過疎化による医療や経済の疲弊なども浮き彫りにした。しかし、我々はそれらにめげず、官民一体となって持ち前の忍耐強さを発揮し、壊滅的被害のなかから復旧・復興を成し遂げると期待したい。そうであるならば、今次大震災は将来、敗戦と同等か、それ以上の、時代を画した大事件として語り継がれてゆくだろう。

今次大震災は債券市場にも一大転機をもたらす可能性がある。それは、“歴史的な低金利時代の終えん”ということだ。まずは近年の長期金利動向を大局的に振り返っておこう。

長期金利は1990年のバブル崩壊後の8%台から低下基調をたどり、97年秋の金融危機以降はおおむね1%～2%という大底圏で推移してきた（図1）。背景はデフレスパイラル（＝景気後退と物価下落の同時進行）的な経済環境と日銀の限界的な金融緩和政策である。つまり、景気停滞の長期化が債券市場の成長期待を低迷させ、物価の下落傾向がデフレの長期化期待を喚起し、カネ余り/運用難がリスクプレミアムを縮小させてきたためと考えられる。これらにより長期金利の理論値〔＝期待成長率＋期待インフレ率＋リスクプレミアム〕が低空飛行を続けた結果、実際の長期金利もここ10年余、ついぞ「2%天井」を超えて定着した試しがなかった。逆に、内外の金融危機などを背景に投資資金が安全資産（国債）を選好した場面では、長期金利は「質への逃避」を受けて下振れし、1.0%の大台を大きく割り込んだ。

図1：日銀政策金利と長期金利の推移



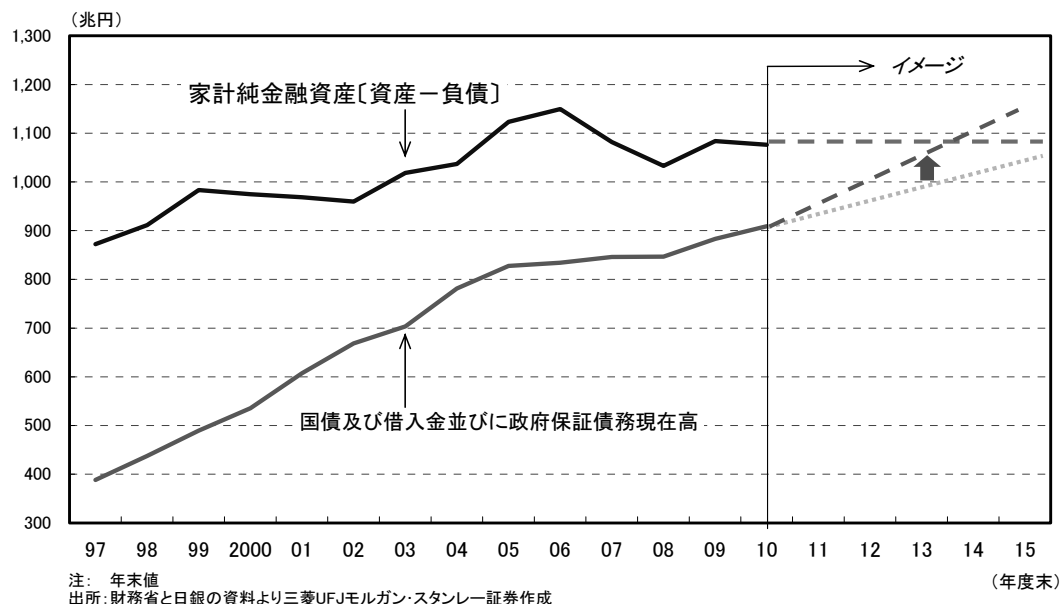
大震災後、長期金利を取り巻くそのような環境や構造に、表面上は今のところ、大きな変化は生じていないように見受けられる。踊り場脱却を探っていた景気には、16兆～25兆円（名目GDP比3%～5%）と推計される甚大な直接的被害により、少なくとも年内中は下振れ圧力がかかりそうだ。損害額が大きかった分、復旧・復興需要もそれなりに大きくなり、やがては景気を押し上げることが期待される。しかし、サプライ・チェーンの復旧遅延や電力不足による生産活動の停滞、あるいは原発危機による企業・消費者心理の萎縮という未曾有の二次災害が長期化すれば、その悪影響は計り知れない。さらに、復興国債の償還財源として消費税や所得税の増税が実施されれば、それも景気の下押し要因になるだろう。債券市場の成長期待はなお低迷を続けそうだ。また、物価動向を巡っても同様だろう。景気低迷によってデフレ・ギャップ（＝需要不足状態）の縮小・解消も足踏みを強いられそうだ。インフレ期待が急速かつ大幅に高まってゆくとは思えない。だとすると、長期金利は理論値とともに、1.0%台という既往レンジ内で底ばい推移を続けると予想される。

もっとも、水面下では、歴史的な大震災と未曾有の二次災害が債券市場に「地殻変動」を引き起こすリスクがあるので、注意が怠れない。それは第 1 に、供給ショックが喚起しかねないインフレ期待である。折からの国際商品市況高に加え、供給面の制約が根強いデフレ期待に転機をもたらす可能性を否定できない。供給ショックとは、具体的には放射能問題の長期化に伴う食料品薄感のいっそうの強まりや、インフラ復旧の遅れや電力不足の長期化による生産活動の停滞というボトル・ネックのこと。これらが喚起するインフレ期待は、正常な需要増に伴う「良い物価上昇」期待に対し、「悪い物価上昇」期待と称することができよう。いずれにせよ、根強かったデフレ期待が後退し、代わってインフレ期待が台頭するならば、金利水準は底上げされてゆく。

第 2 には、クラウドディング・アウトのリスクだ。それは、政府支出の拡大が金利を上昇させ、民間の投資や消費を減らしてしまう現象のこと。これまでの「失われた 15 年」では、成長期待の低迷を背景に民間資金需要が著しく落ち込み、本来的には資金不足主体であるはずの企業部門が資金余剰状態を続けてきたため、クラウドディング・アウトは顕在化してこなかった。しかし、その企業にも、今後は復旧・復興に向けて相応の資金需要が出てくる。しかも、損害額が前述のとおり大きい分、それは当初の想定以上に膨らむこともあり得る。一方、今年度の震災復興予算（補正予算）の規模は 10 数兆円という見方が“相場”になっており、上振れ余地も見込まれる。銀行の預貸ギャップが現在 150 兆円規模にまで極大化しているので、官民の資金争奪戦が即、金利上昇を引き起こすとは思えない。ただ、クラウドディング・アウト状態が金利水準を中長期的に底上げしていく可能性は見ておく必要があるようだ。

第 3 には、国債消化不良による「悪い金利上昇」リスクである。債券市場では大震災以前より、“盤石の国債消化構造”すなわち家計金融資産:1,400 兆円をもって国債のほぼ 100%を安定的に消化する構造のタイム・リミットが近づいているのではないかと、との思惑がくすぶっていた。そうしたタイミングは早ければ 2010 年代半ばが有力だろう。その頃、かつて 2 ケタ台という高水準を誇っていた家計貯蓄率が、高齢化の加速に伴ってゼロ近辺へと落ち込み、国内貯蓄残高が頭打ちからピークアウトに転じる可能性が生じるからだ。そのようなタイム・リミットまでに財政再建を軌道に乗せ、政府債務残高や国債発行残高を抑制しなければ、“盤石の国債消化構造”は限界を迎えざるを得ない(図 2)。そのとき増発国債の消化不良が財政リスクプレミアムを表面化させ、「悪い金利上昇」を引き起こすことになる。

図2: 家計純金融資産と国債・借入金残高の関係



一方、菅直人首相は、懸案の「消費税増税を含む税・社会保障の一体改革」を震災復興対策と並行して推進する構えを崩していない。そのことは債券市場に一定の安心感を与えている。しかし、菅政権は求心力の低下、民主党内の見解相違、ねじれ国会という三重苦に見舞われ、立ち往生しかねない状況だ。改革の成否は、残念ながらはなはだ不透明である。こうしたなか、政府債務残高と国債残高は、多額の復興国債発行と供給ショックによる景気低迷が惹起しかねない税収不足によって増勢が加速しかねない。家計金融資産と国債残高のデッド・クロスが早まるのではないかという懸念がじわじわ強まりそうだ。

以上のような「地殻変動」が債券市場で起きているのだとすると、長期金利は今後、中長期的、構造的に底離れしていく可能性がある。“構造的”とは、期待インフレ率の底打ちと（財政）リスクプレミアムの拡大に伴う長期金利・理論値の上昇による、という意味だ。その場合、供給ショックによる景気低迷と、それに対応した日銀の非伝統的な金融緩和政策が相変わらず延々続いてゆくとしても、長期金利の水準は切り上がらざるを得ない。イールドカーブ（利回り曲線）の傾きもそれに応じて、これまでの総じて平坦な状態から急勾配へと変化してゆくことになる。「失われた 15 年」下での歴史的な低金利時代は、長い目で見れば、このようにしてやがて終えんを迎えるのかもしれない。

マーケット・アウトLOOK (2)

日本株見通しは短期警戒、中期楽観

シティグループ証券株式会社 投資戦略部 ディレクター 日本株ストラテジスト 阿部 健児

2011 年度の業績予想下方修正が株価の重石に

東日本大震災前は、TOPIX の 2011 年度 EPS は 2010 年度から 10%以上増加するという見方が市場のコンセンサスであった。しかし大震災の影響で状況は一変し、2011 年度は減益が避けられないと筆者は考えている。

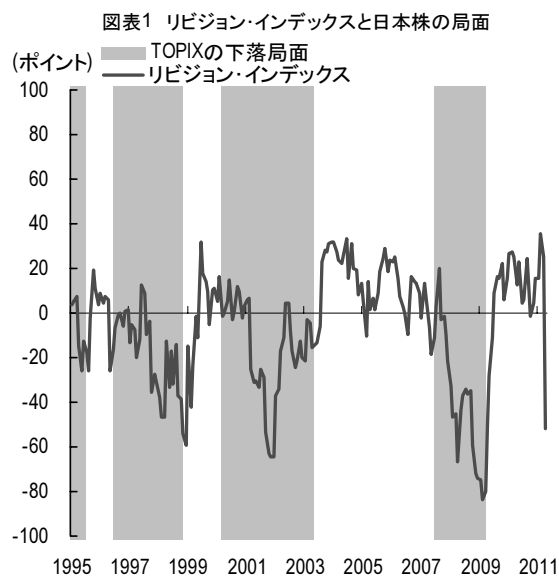
その 1 番の理由は、日本の中心産業である自動車セクターにある。①自動車工場や原材料を供給する素材メーカーが広範囲に被災しその影響が長期化すること、②代替のきかない重要部品に大きな影響が出ていること、③一部の工場は福島原発の 20km 圏内に位置しており、従業員の立ち入りができず復旧の目処が全くたたないこと、④電力供給に不安があること、から自動車セクターでは 2011 年度は大幅な減産が見込まれる。大手完成車メーカーは、生産が正常化するのには 11 月、12 月という見通しを発表した。

最終製品の自動車が大幅減産となれば、自動車会社に素材、部品等を供給している企業も、直接に震災の影響を受けていなくても減産せざるを得なくなる。鉄鋼や化学セクター等にも影響は波及しよう。

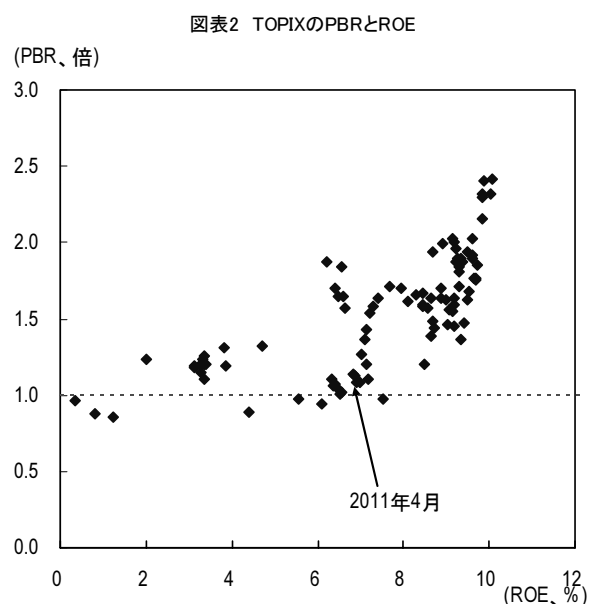
同様の問題は電気機器、精密機器セクターにも発生している。サプライチェーンへのダメージにより、4～6 月期だけでなく、7～9 月期も震災前の生産水準を回復できないとの見方もある。最終製品メーカーだけでなく、川上にある企業も 2011 年度業績の悪化は避けられないだろう。非製造業でも消費者マインドの悪化や企業活動の低迷から、製造業程ではないにせよ、業績に悪影響があろう。

アナリストの業績予想修正動向を示すリビジョン・インデックス($(\text{上方修正数} - \text{下方修正数}) / (\text{上方修正数} + \text{下方修正数})$)は 4 月に急落し、下方修正数が上方修正数を大幅に上回ったことを示している(図表 1)。今後も、アナリストの業績予想下方修正が相次ぐ中でリビジョン・インデックスはマイナス圏で推移する可能性が高い。

TOPIX が 12 ヶ月以上の期間で 10%以上上昇(下落)したときを上昇(下落)局面と定義すると、リビジョン・インデックスがプラス(マイナス)のときと TOPIX の上昇局面(下落局面)は概ね一致する。リビジョン・インデックスがマイナス圏で推移するとともに一時的に株価が弱含む可能性は否定できない。



(出所) IBES Aggregate



(出所) Bloomberg

大幅な株価下落は避けられよう

その一方で、株価の大幅な下落は避けられるとみている。2011年度の減益の特徴は、原因が需要制約ではなく供給制約である点である。供給制約が原因の減益では、供給制約が和らぐに連れて、利益が回復していく可能性が高いと考えられる。需要制約が原因の減益の場合は、需要縮小の規模、需要の回復時期、回復ペースについて不確実性が大きい。

需要制約が原因の減益の例として、リーマン・ショック直後のTOPIXの12ヵ月予想EPS、12ヵ月予想PER、TOPIXの動きをみると、2008年8月から11月にかけて12ヵ月予想EPSは31.9%下落し、TOPIXは同期間に1,254.7から834.9まで33.5%下落した。この間、12ヵ月先予想利益の落ち込みがほぼそのまま株価に反映されたと言える。しかし今回は供給制約が主因の減益であり、利益回復の確度が高いため、そうした展開にはならないだろう。

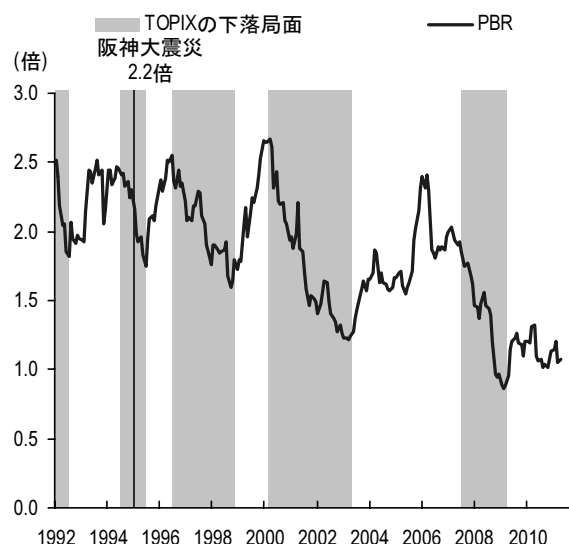
またバリュエーションの低さも株価を下支えするだろう。図表2に、2003年4月以降のTOPIXの月次のROEとPBRをプロットした。ROEが8%を超えるような高い水準にあるときは、ROEの低下とともにPBRが低下するが、ROEが8%を下回るとROEが大きく低下してもPBR1倍程度がサポートとなってきたことを示している。12ヵ月先予想利益が下方修正される過程でTOPIXが下落するとしても、2009年度実績PBR1倍の790程度が下値となると考えている。

日本株の割安感は強い

2011年4月のTOPIXの2009年度実績PBRは概ね1.05倍から1.1倍の間を推移している。過去の日本株の底局面をも下回る水準であり、割安感は強い。また対世界との相対PBRをみても、TOPIXのPBRは世界株PBRの6割を下回っている。一方、対世界の相対ROEは1995年以降で最高水準まで改善している。過去の相対ROEと相対PBRの関係からは、TOPIXのPBRは世界株PBRの7割を上回

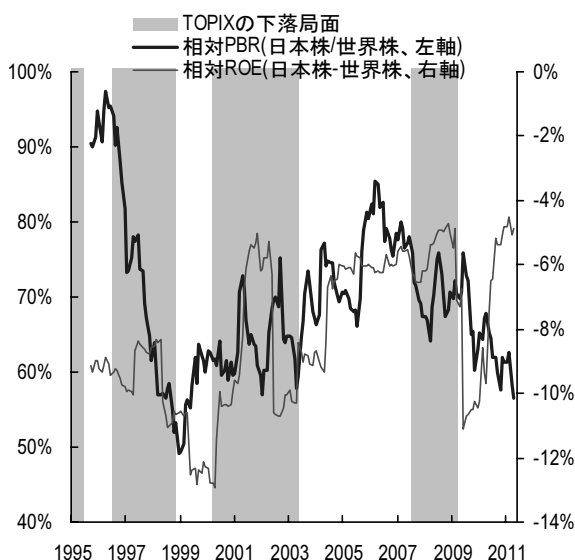
っていてもおかしくない。日本株は対世界株でも割安な状況と考えられる(図表 4)。今後、日本企業の ROE は震災の影響で低下が見込まれるが、それでも対世界株で割安という状況は変わらないだろう。

図表3 TOPIXのPBRの推移



(出所) Bloomberg、シティグループ証券

図表4 対世界相対PBRとROE



(出所) Bloomberg、シティグループ証券

世界株の回復が続く中、外国人による日本株投資は継続

過去の世界株 EPS の減少局面を分析すると、次の 4 つの条件が満たされているとき、世界株 EPS が減少局面に入る可能性が高いことが分かった。①世界株の ROE が高水準であること、②米国の失業率が低いこと、③世界の加重平均イールド・カーブが逆イールドになっていること、④政策金利の水準が高いこと、である。これは、逆説的だが、景気回復がある程度進捗していないと世界株 EPS は減少局面に入りにくいことを示している。現在は、まだどの条件も満たされておらず、世界経済そして世界株は回復を続ける可能性が高い。

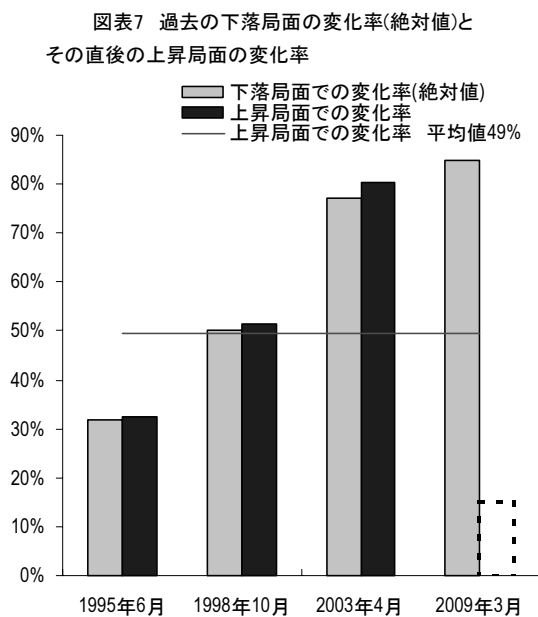
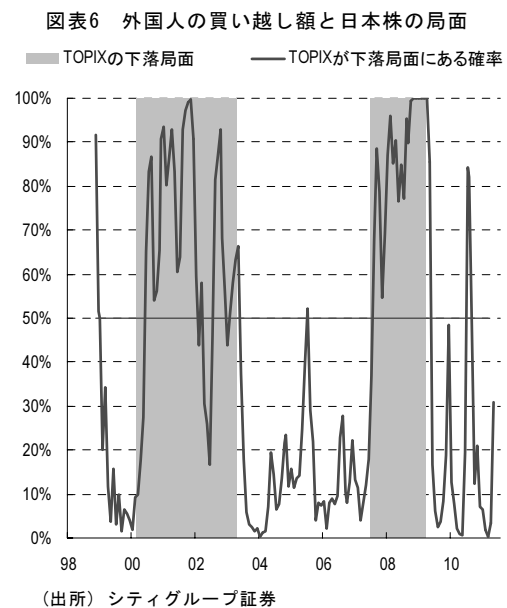
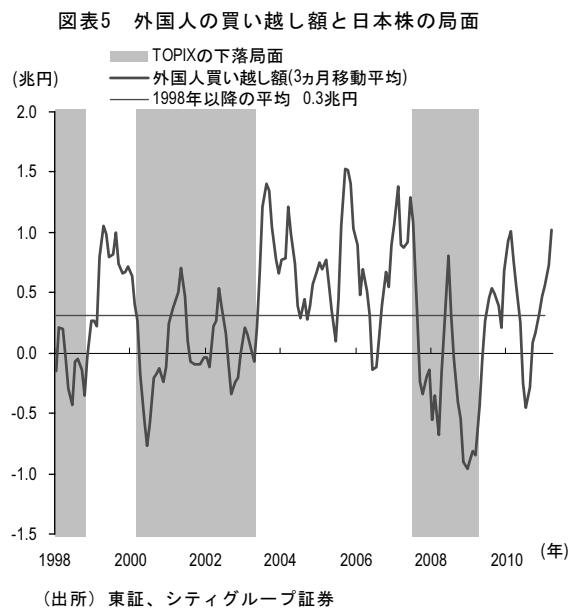
世界株価の回復が継続する中では、外国人投資家のリスク許容度が増加し、割安感に着目した外国人による日本株投資は続くだろう。日本市場での外国人投資家による取引シェアが 40%を上回るようになった 1998 年以降でみると、外国人の買い越し額が 0.3 兆円を超えているときには日本株が上昇するという傾向がみられる(図表 5)。

日本株は中期的には上昇

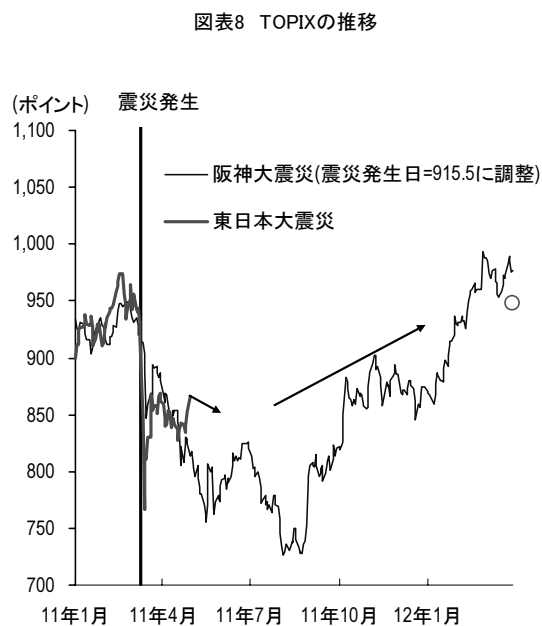
外国人の買い越し額だけでなく、他の指標で日本株との連動性の大きい指標を使って、現在の日本株が下落局面(12 ヶ月超の期間で 10% 以上の下落)にある確率を、Probit モデルを使って推計すると約 30%であった(図表 6)。このモデルはモメンタムから日本株の局面判断するツールと解釈できる。モメンタム面からも日本株が中期的に下落する確率は低いと考えられる。

1980年代の株価バブル崩壊が一段落した1992年8月以降、TOPIXは4回の上昇、下落局面を経た。これまでの日本株の上昇局面では直前の下落局面とほぼ同じ幅の上昇が見られた(図表7)。2009年3月以降のTOPIXの上昇幅は2007年6月から下落局面の下落幅の5分の1を下回っている。リターン・リバーサル観点からも日本株の中期的な方向性は上方と考えられる。

2011年度年末にはTOPIXは震災前の水準に近い950を回復すると予測する(図表8)。2012年度の業績が震災前の2011年度予想まで回復すると考えれば、十分達成可能な水準であろう。



（注）グラフの日付は92年8月より後の日本株の底。変化率はTOPIXの天井と底の月の月中平均の自然対数の差で計算。
（出所）Datastream、シティグループ証券



（注）○は2012年3月のシティグループ証券予測値。

（出所）Datastream、シティグループ証券

ウォールストリートとメインストリート

茨城大学 教授 内田 聡

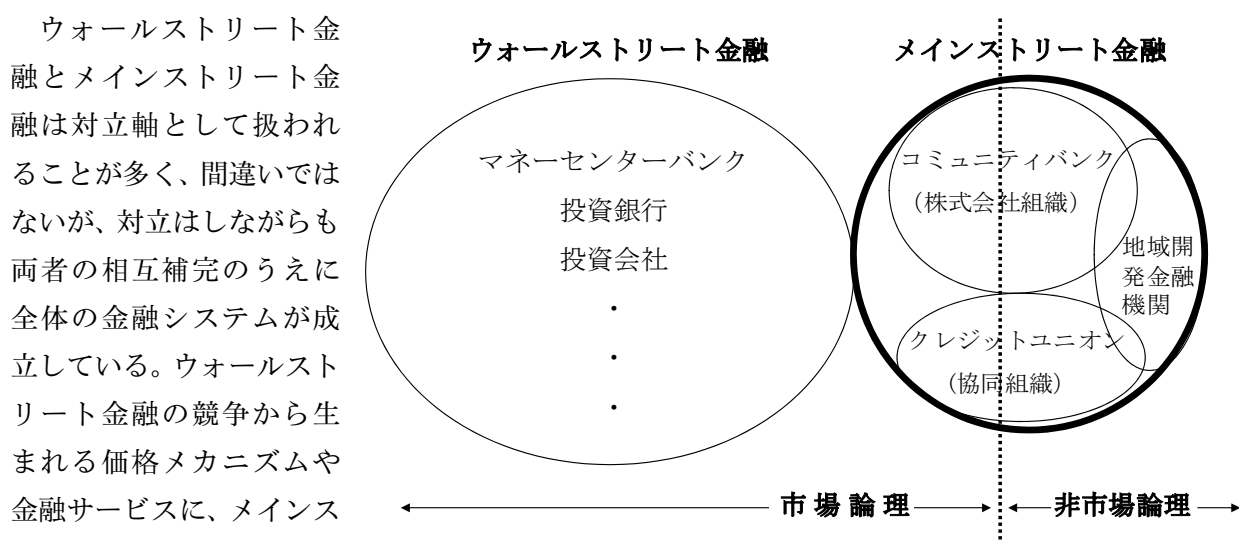
真のアメリカの金融システム

アメリカの金融システムと言うと、ウォールストリートばかりを思い浮かべる人が多いかもしれないが、実はメインストリートという地域金融との相互補完のもとに、全体のシステムが成り立っている（図表 1）。前者には、マネーセンターバンク、投資銀行、投資会社などの巨大資本の金融機関や専門金融機関が存在し、ニューヨークなどのマネーセンターを拠点に国内外の資金を取引している。一方、後者には、コミュニティバンク（総資産 10 億ドル未満）に象徴される地元資本あるいは独立資本の金融機関が存在し、地域を拠点に地域の資金を取引している。メインストリートという言葉は初めて聞く人もいるかもしれないが、アメリカの多くの地方にはメインストリートという大通りが存在し、地方やそこに住む人々を指してメインストリートとしばしば呼ぶ。また、金融関連業界、連邦・州議会、業界専門誌などでは、ウォールストリートを念頭に、地方の金融や地元資本のそれを指してメインストリートという言葉が用いられる。

反独占・反連邦主義的な気風の強いアメリカにおいて、巨大資本のウォールストリート金融に、地元資本のメインストリート金融が対抗するすべとして、分断的・分権的な金融システムが構築された。具体的には、ウォールストリート金融のなかでも、銀行と証券の兼業は長い間制限されてきた。しかし、1990 年代以降の証券化市場の拡大や兼業の制度的容認から銀行業と証券業の区分が曖昧になり、証券化市場と非証券化市場といった区分、あるいは証券化に主体的にかかわる金融機関とそうでない金融機関といった区分の方が、金融システムの実態を捉えやすくなった。証券化の進展は、ウォールストリート金融内にあった業際の壁を取り払い、ウォールストリート金融とメインストリート金融という構

図を鮮明にした。

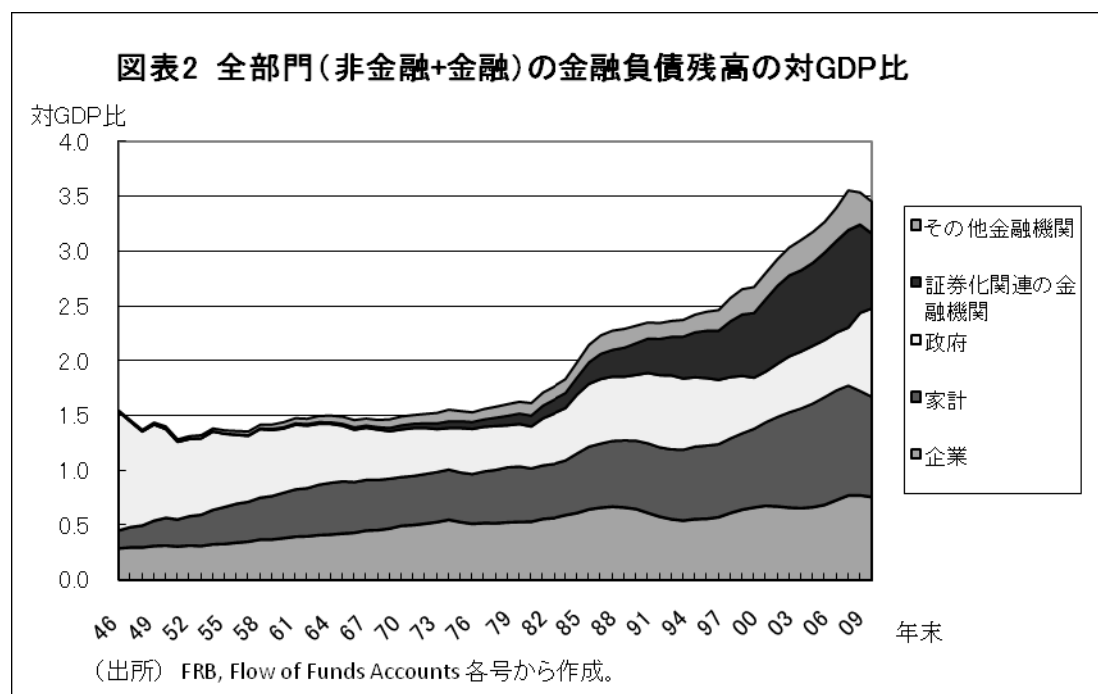
図表1 金融システムの概観



ウォールストリート金融とメインストリート金融は対立軸として扱われることが多く、間違いではないが、対立はしながらも両者の相互補完のうえに全体の金融システムが成立している。ウォールストリート金融の競争から生まれる価格メカニズムや金融サービスに、メイン

トリート金融も恩恵を受ける一方で、金融に求められる価値観は、市場論理ばかりでなく伝統・文化・慣習などにも及び多様であるにもかかわらず、ウォールストリート金融が市場論理や効率性を重んじて活動できるのは、他の価値観をも支えるメインストリート金融の存在から恩恵を受けるためである。ただし、今回の金融危機のように、ウォールストリート金融が暴走し、一部のメインストリート金融がこれに乗じることもあり、両者そしてその組み合わせである金融システムのあり方は常に検証されねばならない。

なお、危機前後のウォールストリート金融の状況については多くの研究があるため、本稿では、住宅ローンの増大とその証券化によって、金融がいかに実体経済から乖離していったのかを、データ面から提示するにとどめる（図表2）。



メインストリート金融の本質

アメリカでは1990年代前半まで、州を越えて銀行を買収したり、支店を設置したりすることが制限されてきた。この規制緩和・撤廃は、金融環境・技術の変化とあいまって、銀行業内の営業地域や業務分野の壁を低くしていった。マネーセンターバンクは州を越えて銀行を買収したり支店網の拡大にのりだしたりすると同時に、メインストリートの銀行が伝統的に手がけてきた、中小企業向貸出や住宅ローンなどのリテール分野での攻勢を続け、勢力バランスの変化・大幅な金融再編をもたらした。たとえば、銀行数（貯蓄金融機関含む、以下同様）は10年末に95年末比で36%純減して7,657行になった。ただし、ここで起きている現象は、単なるメインストリート金融のウォールストリート金融化を意味しているわけではない。大幅な再編を経験した後でも、銀行数の90%以上がコミュニティバンクであるし、多い時には年間に200以上の新設行が生じるなど、集約とは異なる動きも起きている。また、地域レベルで接近すると、通常の認識（全米平均）とは異なり、多

くの州でコミュニティバンクが事業向貸出において大きなシェアを持っている。

地域経済にとって存在意義のある中小企業への融資でも、マネーセンターバンクではその価値を理解して貸し出すにはしばしば採算が合わない。換言すれば、地域に根付き、経営者の資質などのソフト情報を人的・組織的に獲得・活用できる、コミュニティバンクの存在が不可欠である。銀行が大規模化して顧客のニーズを満たしにくくなると、既存や新設のコミュニティバンクがこれを取り込んでいくのがわかるが、この自律性がメインストリート金融の特徴の1つである。

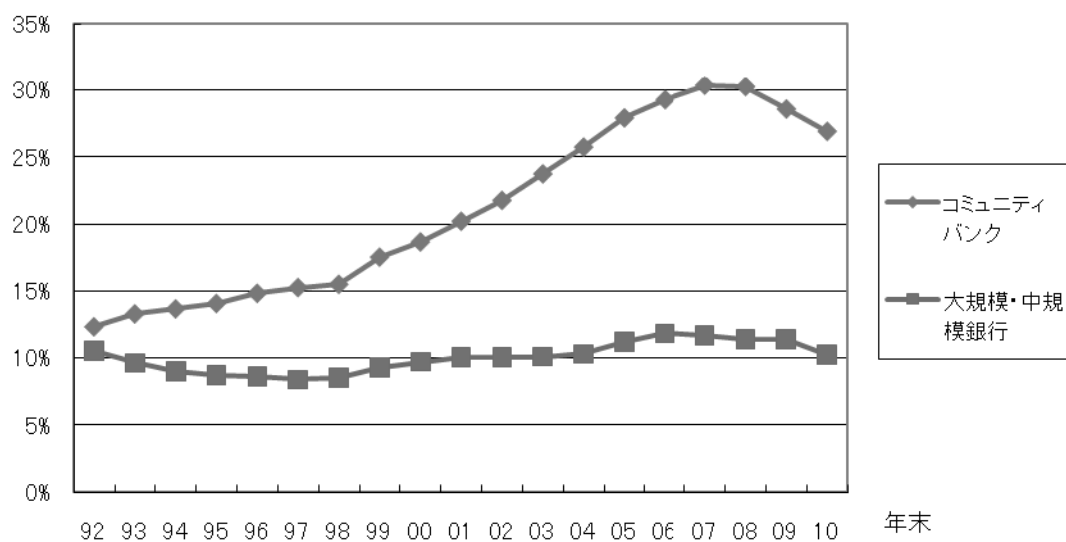
これらのコミュニティバンクは市場経済のなかでの活動を基本としているものの、政策・制度や慣行によっても支えられている。たとえば、政策・制度面では、地域の資金を地域に還元する地域再投資法（CRA）から、コミュニティバンクなどの法人税を免除するSコーポレーションという仕組みまである。わが国にはアメリカ金融システムの規制緩和の様子ばかりが伝えられるが、自由化による競争促進とコミュニティバンクを維持する政策との整合性の視点が重要である。一方で、この政策や慣行は価値観を市場論理以外にも求めるコミュニティの要請の反映でなければならない、コミュニティバンクが自己保身だけにこれらを用いれば、その行き場を失うことになる。

アメリカの金融システムは市場論理と非市場論理という二面性を持ち合わせ、ウォールストリート金融が主に市場論理で機能するなかで、メインストリート金融の存在意義（本質）は市場論理とコミュニティの要請（非市場論理）を調和させるところにある。換言すれば、メインストリート金融が存在するがゆえに、全体の金融システムが機能し、ウォールストリート金融の存在が容認されるのである。

銀行破綻の増大の意味

ウォールストリート金融による信用膨張とその崩壊の影響は、メインストリートにも及んでいる（図表3）。08年以降に銀行破綻が急増し、10年末までに322行が破綻し、うち8割強をコミュニティバンクが占める。これらには、信用膨張に乗じて、商業用不動産貸出に過度に傾斜し破綻したものが少なからずある。典型的なのは、ホームエクイティ・ローン（住宅価格の値上り分を担保とした消費者ローン）などを通じる過剰消費で生み出された、ショッピングセンターなどの建設・土地開発貸出にのめり込んだものである。そして、投資銀行などによるブローカー預金という特殊な預金が、この貸出を可能にしていた。ブローカー預金とは、銀行が預金者から預金を直接集めるのではなく、ブローカーによって銀行に仲介される預金である。実態としては、投資銀行や独立のブローカーなどが、顧客の資産を連邦預金保険の付保上限額ごとに切り分け、高い金利をつけてコミュニティバンクなどに仲介してきた。このように、破綻コミュニティバンクの多くは、リレーションシップバンキングというよりは、不十分な管理能力のままトランザクションバンキング的な預金・貸出に傾いたきらいがある。

図表3 商業用不動産貸出比率の推移



(注) 比率は対総資産。対象は（破綻銀行に限定されない）全銀行。
 (出所) FDIC, Statistics on Banking から作成。

日米を問わず、銀行破綻の表層ばかりが取り上げられがちだが、その実態の多くは、バブルに踊ったものはその代償を払わされるという、極めて常識的なものである。また、銀行破綻は全米で一律に起こっているわけではない。たとえば、08～10年にコミュニティバンクの破綻は13州で生じておらず、破綻の半数は4つの州に集中している。個別にみても、ブローカー預金と（や）リスクな商業用不動産貸出に依存して破綻したコミュニティバンクが多い。換言すれば、多くのコミュニティバンクはこれらとは別の次元で行動している。破綻の増大を取り上げるのは重要だが、むしろ、100年に1度の金融危機をもたらした信用膨張と崩壊のなかで、大多数のコミュニティバンクはこれまでと変わらない役割を果たしていたという方が、注目に値する事実ではないだろうか。少なくとも、こうした事実とセットで破綻を評価しなければ真実を見誤るだろう。

金融危機後も、メインストリート金融の本質に変わりはなく、長期的な視野からなるリレーションシップをベースに、事業向貸出の供給を通じて、市場論理とコミュニティの要請を調和させるところにある。そして、この本質を踏み外したり、メインストリート金融を支える仕組みを自己保身だけに用いたりするものが、いずれ淘汰されるという側面にも変わりはない。

* 本稿は『アメリカ金融システムの再構築～ウォールストリートとメインストリート』昭和堂、2009年（生活経済学会奨励賞受賞）に多くを依拠している。

インフレ連動債の最近の動向

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 先進諸国におけるインフレ連動国債の最近の発行動向

最近のインフレ連動債の発行動向は、1981 年の英国を端緒とするとの見方が一般的である。その後、オーストラリア（1983 年）、カナダ（1991 年）、アメリカ（1997 年）、フランス（1998 年）、日本（2004 年）やドイツ（2006 年）など先進国のほとんどがインフレ連動国債を発行するようになった。

日本のインフレ連動国債については、2004 年 3 月からほぼ 3 ヶ月ごとに発行されていたが、リーマンショック後、インフレ連動国債の暴落により 2008 年後半より発行は中止している。その間発行されたインフレ連動国債は、当初元本で 10 兆 1,446 億円である。日本国債の発行残高は、653 兆円であるので、インフレ連動債の国債に占める割合は 1.53%程度である。

インフレ連動債ではないが、1970 年代のフランスでは金連動の国債が発行され、その後の金の暴騰によってフランス政府は発行当初の約 10 倍の償還金を払わざるを得なかった経緯がある。税収入と直接連動するとは限らない金価格の連動債券を発行したことは、当時のフランス政府を大いに苦しめる結果となった。しかし、その後 1998 年に至って、世界情勢を見極めたフランス政府は、消費者物価指数（C P I）に連動する債券を発行することを決めた。連動するインデックスはフランス C P I 総合指数（タバコを除く）であり、O A T（銘柄統合国債）の範疇に入っている。その後、E u r o s t a t が発表しているユーロ圏総合消費者物価指数（H I C P）に連動する債券も発行され、現在では、1,465 億ユーロ（当初元本）に達している。インフレ連動債ではない O A T が約 7,030 億ユーロであるので、O A T のうち約 17.25%がインフレ連動債となる。2011 年 2 月現在では、想定元本は加重平均で 11.8%増加しており、想定元本ベースでは、1,639 億ユーロとなっている。

イギリスについては、1981 年から小売物価指数（R P I）に連動する国債が発行されており、先進諸国の中で最も早くインフレ連動国債の発行に踏み切った。イギリスの小売物価指数は、インフレ連動国債を発行する先進諸国の中で、その上昇率が最も高く、想定元本の上昇率（連動係数）は 1982 年発行の債券では約 306%にも達する。加重平均でも 148%（2010 年 12 月）に達しており、当初元本（1,603 億ポンド）に対し、想定元本は 2,368 億ポンドにも達する。なお、イギリス国債（G i l l t s）は、8,259 億ポンド発行されており、インフレ連動国債が占める比率は 16.25%である。

米国では、1997 年にインフレ連動国債が発行され、5 年、10 年、20 年、30 年のインフレ連動債が発行されている。2011 年 4 月現在の発行残高は、当初元本で 5,794 億ドルに達する。想定元本は 6,423 億ドル、加重平均で 111%程度である。米国の国債発行高は、6 兆 2809 億ドルであり、インフレ連動国債が占める比率は 9.28%となる。

2011 年 4 月現在では、先進国、新興国合わせて 45 カ国で発行されている。また、発行体としても、国債という形だけではなく、一般企業（銀行、電力会社 etc）などの発行量も多い。

表1 先進諸国のインフレ連動国債の概要

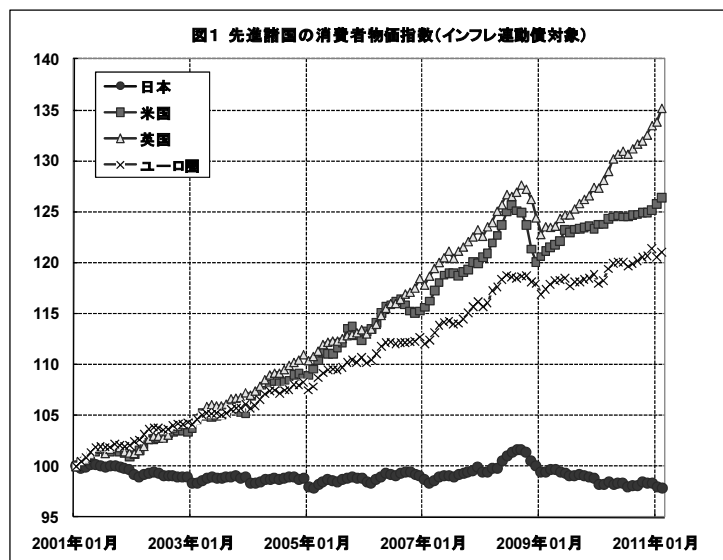
	アメリカ	イギリス	フランス	日本
導入時期	1997年	1981年	1998年	2004年
発行年限	5・10・20・30Y	5～30Y	7～30Y	10Y
発行残高	5,794億ドル (48.1兆円)	1,603億ポンド (21.6兆円)	1,465億ユーロ (17.4兆円)	10兆1,446億円
国債発行残高に 占める割合	9.28% 2011/3末	16.25% 2011/4末	17.25% 2011/4末	1.53% 2011/4末
インフレ指数	消費者物価指数 (都市部)	小売物価指数	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (生鮮食料を除く)
デフレ時の元本 保証(償還時)	あり	なし	あり	なし

(出所) Bloomberg

2. 各国のインフレ連動債に使用される消費者物価指数の推移

インフレ連動国債に使用される指数は、基本的に消費者物価指数 (Consumer Price Index) であるが、各国によって細かいところに相違がある。日本については、生鮮食料品を除く全国消費者物価指数、アメリカは都市部の消費者物価指数、ユーロ圏についてはタバコを除く消費者物価指数となっており、各国とも値動きの大きい品目を除いている (表1 参照)。インフレ連動債は、その元本が指定した消費者物価指数に連動するため、長期間には想定元本がおおよそ債券のそれとは思われないくらいまで上昇することがある。この20年間に先進各国 (日、米、英、仏 (ユーロ)) のなかで、最もインフレが進んだ国はイギリスである。具体的には、1982年に発行されたインフレ連動国債 (ギルト債) の想定元本は、2011年2月では、306.37となっており、発行時の3倍以上となっている。このことは、イギリス政府の支出が通常の国債を発行した場合より約3倍に達することを示している。

図1は、先進各国のインフレ連動債対象の消費者物価指数を10年程度とったグラフである。これを見てわかるのは、日本だけデフレ状態が長期間に渡って続いていることである。日本の具体的な数字は2001年1月を100とすると97.91となっている。つまり仮に、2001年4月 (実際に適用されるCPIは3ヶ月前のもの) に発行された債券の想定元本は、2011年5月には、97.91となっていることを意味する。現実には、2004年3月に発行された債券の想定元本は98.95となっている。また、Bloombergで見られる各国想定インフレ率は、2011年4月現在で、日本-0.255%、アメリカ2.0125%、イギリス3% (5.4494%)、フランス1.6136%となっている。これは、過去10年程度の消費者物価指数の動きとほぼ一致する。



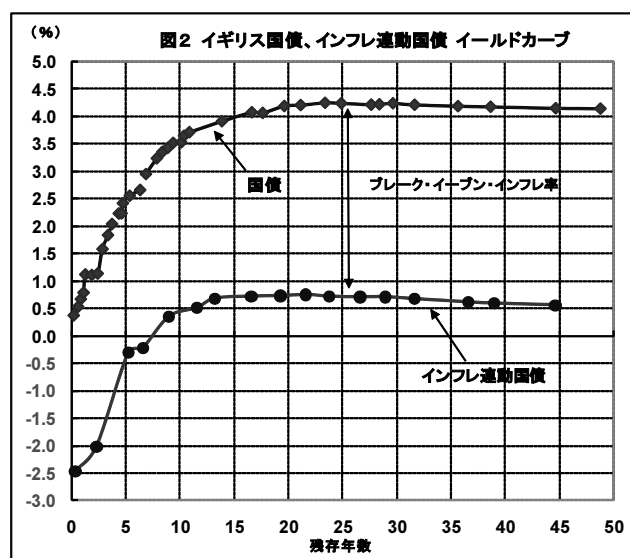
3. イギリスのインフレ連動国債の動向

先進国の中で、最初にインフレ連動国債を発行した国がイギリスである。図2には、2011年4月時点での国債およびインフレ連動国債のイールド・カーブを示している。イギリスは、国債、インフレ連動国債ともに50年償還の国債を発行しており、イールド・カーブは50年近くまである。国債とインフレ連動国債との利回りの差は、ブレイク・イーブン・インフレ率と呼ばれており、インフレ連動国債市場から得られるインフレ率として、中央政府の金融政策決定の際の参考指標として使われている。

このイールド・カーブからは、ほぼ全期間に渡って3〜3.5%程度のブレイク・イーブン・インフレ率を示しており、想定インフレ率3%に近い数字となっている。

なお、インフレ連動国債の償還間近な国債（2011年8月23日償還）の利回りは、-2.5%程度を示しているが、このインフレ連動国債を償還まで保有していると、その間の利回りが-2.5%となるわけではない。現在から償還まで想定インフレ率が実現すると仮定し、償還までのキャッシュ・フローから利回りをは

じき出すと、国債の利回りとはほぼ同じ約0.5%となる。インフレ連動債の利回りは、現在から償還まで想定インフレ率どおりに経過すると仮定して、償還まで持った場合の利回りから想定インフレ率を差し引いた利回りが提示される。想定インフレ率を差引く前の利回りは、想定インフレ率を含んだ利回りであり、そこから想定インフレ率を差引けば市場実質の利回りとなる（出所 Bloomberg）。従って、インフレ連動債の利回りは、通常の債券の終利と違って確定している訳ではない。



4. アメリカのインフレ連動国債の動向

アメリカは、1997年からインフレ連動債を発行し始め、リーマンショックにより、インフレ連動債の相場が急落したにもかかわらず、ほぼ予定どおり発行をつづけている。図3には、アメリカ国債の利回り、インフレ連動国債の利回りおよびブレイク・イーブン・インフレ率の1997年からの推移を示しているが、2008年後半は国債利回り急落（相場上昇）、インフレ連動債利回り急上昇（相場急落）をはっきりと示している。このグラフからは、およそ順相関の期間が長いのがわかるが、2008年後半ははっきりとした逆相関となっている。この傾向は、先進各国で同様でありアメリカも例外ではなかった。

2008年後半は、国債利回り急落、インフレ連動債利回り急騰となり、それからはじき出されるブレイク・イーブン・インフレ率（国債利回り－インフレ連動債利回り）は急落した。2008年5月ごろは2.5%程度であったブレイク・イーブン・インフレ率は年末にはほぼ0%程度まで下がった。米国は、例年1月、4月、7月にインフレ連動債を発行していたが、リーマンショック後の2009年1月には予定どおり、10年債、20年債を発行している。しかるに、日本は2008

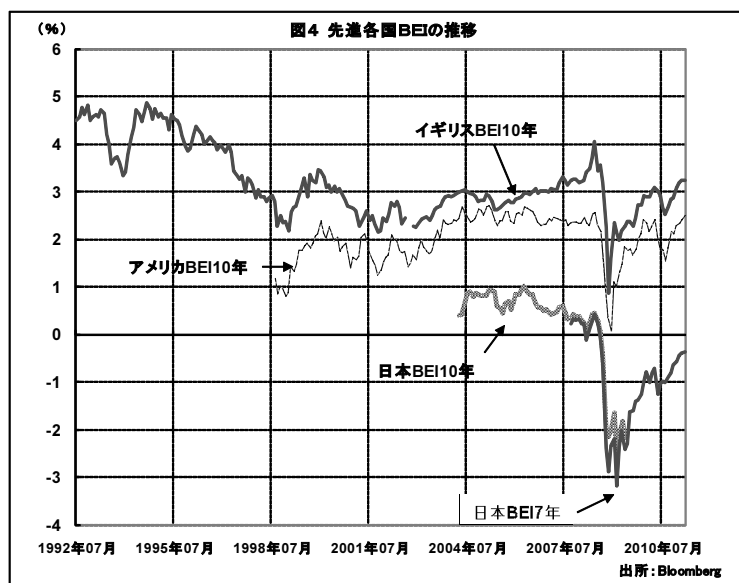


年6月を最後に発行を休止しており、2011年4月現在も発行の予定がないようだ。インフレ連動債発行の意義を考えると、少量でも継続的に発行したほうが良いと思われる。

リーマンショック直後には、世界的なデフレ旋風が吹くのではないかと言われ、2007年11月ごろからインフレ連動債利回りは国債利回り同様急落していたが、2008年後半にはインフレ連動債利回り急騰、国債利回り急落と言う動きになった。その間、中央銀行である米準備制度理事会（FRB）は一貫して、政策金利の引き下げを行っていた。2007年8月には5.25%であったFFレート（政策金利）は、2008年12月にはわずか0.25%となった。これほど急激な政策金利の引き下げは過去にはない。この引き下げの量およびスピードが適切であったかどうかはもうすこし経済の状況を見てもないとわからないが、2011年4月現在では適切であったと言う評価が多いようである。

5. 各国のブレイク・イーブン・インフレ率の推移

インフレ連動債を発行する目的は、発行体（国）、投資家（年金基金等）、中央銀行の立場によって違って来る。発行体として、インフレ連動債を発行する目的は、①発行多様化による国債の安定消化、②利払い費の削減となろう。そのうち、①は各国ともその目的を達成していると思われるが、②については、イギリスなどは達成しているとは思われないが、日本については、十分達成していると思われる。投資家にとって、インフレ連動債をそのポートフォリオに組み入れる意味は、負債がインフレに連動するような投資家、つまり年金基金などにとっては意味があろう。一般の投資家にとっては、インフレ連動債という今まで存在しなかったリスクを取り入れることによって、リスク分散を図ると言う程度の意味しかない。中央銀行にとっては、インフレ連動債市場からはじき出されるブレイク・イーブン・インフレ率をウォッチすることによって、期待インフレ率を把握し、金融政策の参考指標とする意味がある。図4には、日、米、英の20年間程度のブレイク・イーブン・インフレ率の推移を示してある。日、米については、ブレイク・イーブン・インフレ率が観測できる期間だけの推移となっている。これを見ると、2008年の後半に各国ともブレイク・イーブン・インフレ率が急落しているのがよくわかる。これは、いわゆるリーマン・ショックの影響であるが、図1を見ても、各国CPIが2008年後半に下落しているのがわかる。その後、約2年が経過し、各国とも徐々にインフレ方向に進んでいるのを確認できるが、米、英については、2005年ごろの数値まで回復しているが、日本に関しては、まだマイナスであり、2005年ごろの0.5～1%程度の数値まで回復するには、時間を要すると考えられる。日銀も、このブレイク・イーブン・インフレ率が水面下のうちは、金融緩和を解除することはないであろう。



お問い合わせ先
〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4
財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター
電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品