

ゆうちょ資産研レポート

2011年11月号

ファンダメンタル・アナリシス (1) 1

「東日本大震災で『変わらなかったこと』の重要性と、日本経済の将来」

みずほ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 上野 泰也

ファンダメンタル・アナリシス (2) 5

ユーロ圏経済は重い足取りに — イタリアがアキレス腱 —

ソシエテ・ジェネラル証券会社 東京支店

チーフエコノミスト 大久保 琢史

リサーチ アシスタント 片平 紀代子

マーケット・アウトルック (1) 9

国内長期金利の行方

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

資産研コーナー 14

欧州経済危機から金融機関再編

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

統計データ集 21

ゆうちょ関連データ 27

ファンダマンタル・アナリシス(1)

「東日本大震災で『変わらなかったこと』の重要性と、日本経済の将来」

みずほ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 上野 泰也

1. 大震災の発生で「変わったこと」「変わっていないこと」

東日本大震災が発生した3月11日から、すでに8か月以上が経過した。大震災によって、日本の何が変わったのか。そして、震災発生前から何が変わっていないのか。筆者は講演などの場で、後者に属する諸点を見つめ直すことの重要性を説くようにしている。それは、市場関係者以上に、政策担当者についても当てはまることである。

■図表1：東日本大震災の発生で「変わったこと」(★は長期的な要因)

景気	<ul style="list-style-type: none">・震災ショックによる大幅な悪化。2つの「供給制約」(サプライチェーン分断と電力不足)から、景気のコースが一時的に下振れた。・貿易収支が赤字転落。ただしこれは生産・輸出が回復するまでの一時的な現象。
物価	<ul style="list-style-type: none">・震災直後の品不足を背景に、一部の食品や生活用品が値上がりした。だが、それらはあくまで一時的な現象。
財政	<ul style="list-style-type: none">・11年度補正予算を段階的に編成。第3次補正では復興増税を裏付けとする「復興債」を発行へ。
金融政策	<ul style="list-style-type: none">・日銀は震災発生直後の3月14日に追加緩和を実施(「資産買入等の基金」を5兆円増額)。・金融市場に対する潤沢な資金供給によって、当座預金残高は一時40兆円を超える水準に。
政治	<ul style="list-style-type: none">・震災への対応で与野党が部分的に協調(たとえば第1次補正は与野党の協調で早期に成立)。
海外経済	<ul style="list-style-type: none">・サプライチェーン分断がグローバルにも影響し、部分的に悪化(米国における日本メーカーの自動車生産・販売減少など)。
その他	<ul style="list-style-type: none">★原発事故で日本の「安全・安心神話」に甚大なダメージ(外国人観光客急減、農産物輸出減少など)。★ドイツ、スイス、イタリアで「脱原発」の動き。日本の将来のエネルギー政策にも大きく影響している。

出所：みずほ証券金融市場調査部

■図表2：東日本大震災の発生前から「変わっていないこと」(★は長期的な要因)

景気	<ul style="list-style-type: none">★輸出に依存せざるを得ない景気の回復パターン。★名目GDPが増加せず、逆に減少しつつあるという、きわめて閉塞感が強い経済の全体像。
物価	<ul style="list-style-type: none">★「慢性デフレ」(生産年齢人口は1995年がピークで、減少中。供給は過剰で、新陳代謝は鈍い)。
財政	<ul style="list-style-type: none">★赤字財政(国債発行にかなりの部分を依存した予算編成が恒常化)。国債に格下げ圧力。

金融政策	<p>★日銀の超低金利政策（無担保コール翌日物金利は1995年7月の低め誘導から、16年以上も0%台）。</p> <p>★利上げのハードルがきわめて高い（「慢性デフレ」、円高が「天敵」である輸出依存の景気が主因）。</p>
政治	<p>・「ねじれ国会」ゆえに停滞しやすい政策運営。民主党内でも意見対立。</p>
海外経済	<p>・新興国が牽引役になっている世界経済の回復基調。</p> <p>（★その裏側にあるのは世界経済の中での日本のプレゼンス低下という、厳しい現実）</p>
その他	<p>・為替市場では、リスク回避志向が強まる場合、条件反射的に円買い圧力が増大。</p> <p>・債券市場では、銀行の「預貸ギャップ」拡大などから「カネあまり」感が強い。</p>

出所：みずほ証券金融市場調査部

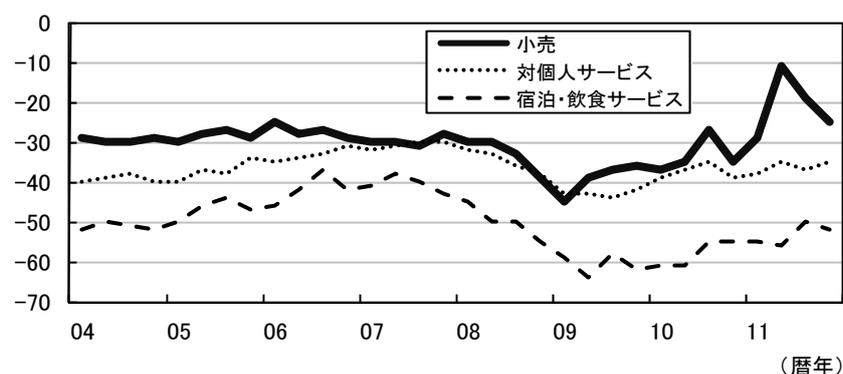
図表1・2からわかるように、東日本大震災発生で「変わったこと」のほとんどは、短期的な変化にすぎない。これに対し、大震災の発生前から「変わっていないこと」の多くは、1995年という人口面（および金融政策面）の転換点の年から現在まで至る、そしてこれからも続いていく可能性が高い、日本の「重苦しい危機」の、本質的な部分である。

震災発生直後には、電力不足が生産面に及ぼす影響や、貿易赤字が続く期間について、極端な悲観論が、一部で唱えられていた。だが、その後の状況の推移によって、それらは完全に否定されることになった。

また、震災による生産能力の低下ゆえに日本経済はデフレを脱してインフレ局面に転じるのではないかといった、極端な見方も一頃聞かれていた。だが、それは机上の空論にすぎなかった感が強い。デフレの根底にある消費者レベルでの需給バランスの悪さ（過小需要と過剰供給の組み合わせ）は、大震災発生後もまったくと言ってよいほど変わっていない。

日銀短観9月調査の業種別計数で、個人消費に関連する（すなわち消費者物価に関係する）3業種について、国内での製商品・サービス需給判断DI（「需要超過」－「供給超過」）の全規模合計の数字を確認しておく、小売業ではマイナス幅縮小の動きが震災直後には見られていたが、供給制約がほぼ解消する中で、足元ではマイナス幅を再度拡大しつつあり、先行き（12月予測）DIは▲25である。「対個人サービス」と「宿泊・飲食サービス」については、より幅の大きいマイナスの数字が続いており、過剰供給が慢性化している。

■図表3：日銀短観（業種別計数） 国内での製商品・サービス需給判断DI（「需要超過」－「供給超過」）個人消費に直接関連する3業種（全規模合計）



注：直近は2011年9月調査における先行き（12月予測）DI

出所：日銀

暗い話がどうしても多くなりやすい中で、一つ明るい収穫は、震災後の難局で発揮された、日本企業の高い危機対応能力である。部品工場被災などで一時は寸断状態に陥ったサプライチェーンを修復しようとする関係者の努力が実り、ある大手自動車メーカーの生産体制復旧は、当初想定されていたよりも2か月以上、前倒しになった。また、電力不足問題への対応でも、木金休業・土日操業という、平日昼間の最大電力需要を引き下げることが狙った自動車業界の協調行動が、大きな威力を発揮した。

2. 「産業の空洞化」の原因と、「ミクロとマクロの乖離」

企業のビヘイビアについても一つ指摘できるのは、今回の震災が促したりリスク分散の必要性も加わって、事業活動拠点を海外にシフトする動きが一層強まる見通しになったことである。

ここでしっかり確認しておきたいのは、日本企業の海外シフト（いわゆる「産業の空洞化」）というのは、人口減・少子高齢化という人口動態ゆえに国内消費市場のさらなる縮小が避けられない見通しの中で、もともと存在した流れだということである。その流れが、為替の円高ドル安や今回の震災などによって補強されたのだと理解すべきだろう。つまり、空洞化問題において、震災はあくまでもサブの要因であり、メインの要因ではないということである。

いずれにせよ、企業経営者による生き残りを賭けた、きわめて合理的な選択・意思決定の結果として、日本企業の海外シフトは、製造業・非製造業を問わず、これから一段と進んでいくだろう。円高という追い風も生かしつつ、日本企業による海外M&Aが2011年は大幅に増加したことも特筆される。

こうした日本企業の動きと、閉塞感が強まる一方の（というより沈下しつつある）国内経済には、むろんオーバーラップしている部分がある。だが、企業活動の軸足が海外、特に需要が伸び盛りの新興国へと着実にシフトしていく中で、両者が重なり合う部分の面積は、着実に縮小する方向にある。筆者は以前からそうした問題意識を抱いて、日本の経済・企業を見つめてきたわけだが、震災発生後に、そうした意識を一層強めている。

「ミクロ（海外展開を一段と積極化する日本企業）」と、「マクロ（閉塞感が強い国内経済）」の乖離は、大震災発生を経て、さらに拡大する方向にある。これは市場関係者にとっても、各種の相場動向を見ていく上で、非常に重要なポイントの一つだと言えるだろう。

3. 縮小する名目GDPと、マーケットの数字

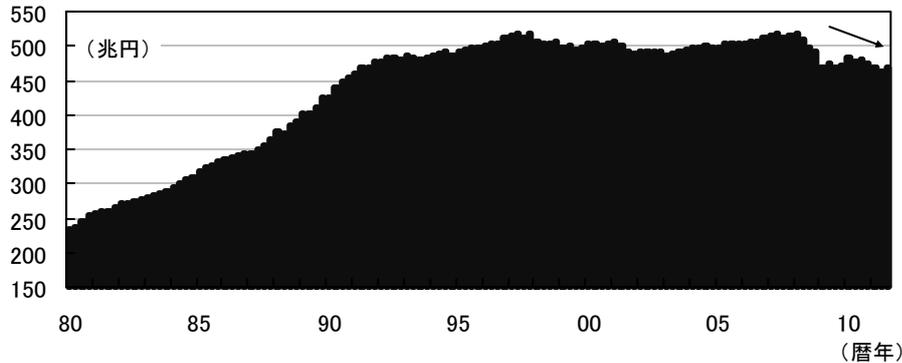
11月14日に内閣府が発表した7-9月期の四半期別GDP速報で、名目GDP（季節調整済金額）は469兆5,522億円になった。1991年1-3月期以来の低水準だった4-6月期からは増加したものの、日本の経済が縮小基調をたどっている事実には変わりはない。

名目GDPは、1990年代後半以降の500兆円前後での横ばい圏推移を経て、2000年代後半から縮小トレンドに入ったと認識される。その背景にあるのは、①人口減・少子高齢化を背景とする国内消費市場の縮小基調、②米住宅バブルで世界経済が「かさ上げ」されていた2002~2007年頃の反動の表面化、などの諸要因だろう。これらのうち最も重要だと筆者が考えているのは①（人口動態）である。

日本の経済が拡大均衡ではなく、縮小均衡に向かっているということは、世の中の閉塞感を強めることにつながる深刻な事実である。家計が所得の増加を通じて景気回復を実感できるような状況

は、大枠の問題として、きわめて実現しにくい。また、経済が縮小している中での財政再建プロセスは、険しい道のりにならざるを得ない。

■図表4：名目GDP（季節調整済金額）



出所：内閣府

そして、マーケットの世界では、株価にも長期金利にも、数字が小さくなる方向の力が加わり続けることになる。こうした流れを脱するルートとして考えられるのは、株価については、グローバル化を通じた企業収益の増加による個別銘柄の株価上昇であり、長期金利については外国人投資家の日本国債保有比率が上昇していく中での財政にまつわるリスクプレミアムの増大（いわゆる「悪い金利上昇」部分の拡大）である。前者が各企業の合理的な判断に基づいたマイクロでは前向きな動きであるのに対し、後者は財政健全化の遅れないしは失敗でもたらされるものである点に、大きな違いがある。

4. 日本経済は当面腰折れを回避するが、長期では悲観論

海外景気の減速と長引く円高は、輸出主導の回復再開を模索している足元の日本経済にとって、強い逆風になっている。欧州債務危機の深刻化、タイの大洪水による悪影響など、悪い材料には事欠かない。けれども筆者は、国内景気の短期的な見通しについては、やや楽観的である。新興国が主導する形で、世界経済はまずまずの成長率は今後も維持するだろう。震災後の減産分を取り戻そうとする自動車産業の増産によって、国内の生産活動は当面下支えされる。また、鉱工業の在庫率は全体として低めの水準にとどまっており、需要不足から後ろ向きの在庫が積み上がるといった、景気が近く後退局面に陥りかねないような不均衡の蓄積（すなわち何らかの大きな歪み）は、今のところ観察されない。

しかし一方、日本の国土に滞在している観光客・移民を含む人口の抜本的な増加策など、慢性デフレからの脱却に真に必要な政策が強力に推進される見通しが、震災後も立っていない。このため、長期的に見た場合の日本経済の姿についてはむしろ、筆者は悲観的な見方を一層強めている。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

ユーロ圏経済は重い足取りに — イタリアがアキレス腱 —

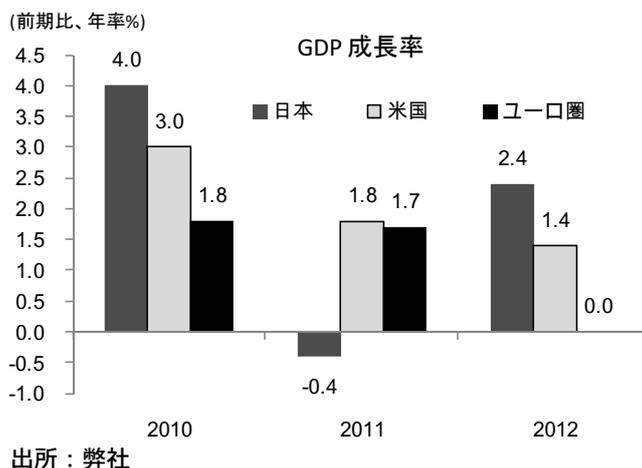
ソシエテ・ジェネラル証券会社 東京支店 チーフエコノミスト 大久保 琢史
リサーチ アシスタント 片平 紀代子

ユーロ圏の問題は、経済同盟の基本的な設計ミスに根ざす

ユーロ圏ソブリン危機の根本には、公的債務の増加、国際競争力の低下、資金調達不安定化という、互いに増幅する3つの問題がある。競争力の低下は経済成長の低下を通して公的債務の維持可能性低下につながる。市場での公的債務への信頼が失われるに従って、資金調達も不安定化し、国債価格は低下する。銀行は国債を大量に保有しているため、銀行のクレジットリスクが上昇し、今度は銀行の資金調達に問題が発生する。こうした構造的な弱さは、ユーロ圏発足以来固有の、基本的な設計ミスに根差すと考えられる。ユーロ圏は通貨同盟ではあるが財政同盟ではないため、域内での労働者の移動も限定的なことで、最適通貨圏とはいえない。また、ユーロ圏内には各国間の経済政策を調整する仕組みは十分に整備されてこなかった。

こうした設計ミスの対処方法は時間があれば発見可能だ。現在はまさにそれを模索中であり、また根本的な設計改善策が見つかるまでは対症療法として、財政引き締め、構造改革、債務削減を組み合わせて解決していくことになる。構造改革が景気拡大につながるという考え方は全くの虚構で、財政引き締め実施に従い、数年間は景気拡大が見込めないだろう。しかも先月の欧州首脳会議では包括的な危機解決策が提示されなかったため、銀行と各国政府の両方が、ECBを最後の貸し手として強く頼るようになってきている。ECBが無制限に流動性を供給する限り、システム上重要な組織(国・銀行)は破綻を免れる事ができる。その意味では、ユーロ圏の耐久性は、多数の解説者が現時点で論じているよりも、はるかに高いことが証明されるとみられる。しかし少なくとも年明けまでは金融情勢の緊迫感がさらに高まり、その後もそれが続く可能性が非常に高い。銀行は資金調達が難しくなり、負債や融資の削減を銀行に求める圧力が引き続き強まるだろう。

GDP 成長率 (弊社予測)



ソブリン危機：悪夢は続く

先月の欧州首脳会議では、数多くの重要な決定がなされた。支援を求めた国に対し、覚書に署名して財政計画や構造改革の概要を示すよう求めたことで、集約化された協力や政策の監視といった、実現には条約改正を通して何年もかかるような施策を行う道が開けた事は重要だ。ただし計画の中には多くの欠点もみられる。そうした欠点は、後に起こったイベント（特にギリシャ政局の大きな揺れ動き）や、イタリアが巨額の国債発行を必要としていることで露わになった。真っ先に思い浮かぶ欠点は、以下の4つだ。

- 1) 実行が大きく遅れる：ユーロ圏財務相会議では、拡充された EFSF の機能が 12 月までに稼働し始めると発表されたが、技術的・法的に大きな問題がまだ解決されていない。（新機能を備えた）EFSF がフルに稼働し始めるのは、クリスマスの後になるとみられる。
- 2) 銀行の資本強化を目指す取り組みも不十分だ。欧州銀行監督機構(EBA) の想定するシナリオは、景気減速の影響を考えていない。実際は欧州景気が今後減速する見込みで、欧州銀行セクターにファイアーウォールを構築する努力は、不十分だとみられる。
- 3) EFSF が設立したいと考えている SPV（特別目的事業体）も、実現性には疑問が残る。EFSF トップ（CEO）のクラウス・レグリング（Klaus Regling）氏も既に、EFSF による国債保証プログラムを実施した場合、保証割合は当初想定の 20%から、30%かそれよりも高水準に引き上げる）必要が出てくると、明確に認めている。これにより少なくとも当初は、EFSF が作り出すレバレッジ効果が小さくなるだろう。また EFSF が民間資金の導入の為に設立したいと考えている SPV の実現性も、市場は強く疑問視している。
- 4) 最後に、ギリシャには新しい救済計画実施後も、GDP の 120%を上回る公的債務が残る。ギリシャに連立政権が成立したとしても、ギリシャがユーロを離脱するという疑いは消えない。またイタリアが直面する情勢も依然として極めて厳しい。

EU 条約では、通貨同盟は脱退できず不可逆的なものとみなしているが、ギリシャにはユーロを脱退する自由があると示す声が出てきたことで、単一通貨ユーロの性格が変わってきた。周縁国国債の信用リスクプレミアムは現在上昇しているが、今後、これに加えて為替リスクプレミアムも付与されるだろう。イタリア政府には、必要な財政引き締めや構造改革を議会で通過させる意思が欠けているという懸念が出て、事態が悪化している。最近上昇したイタリアの国債利回りが、このままの水準で定着するかも知れない。

ECB はイタリアを支え続けられるか？

弊社の推定では、イタリアは今年に 300 億ユーロ前後の資金調達を確保しなくてはならない。この大部分は最終的に、流通市場での ECB 買い入れで吸収されるだろう。しかし ECB が、無制限に国

債買い入れを行うことは原則としては可能だが、実際には実務上及び政治的な障害が多数あって、ECB 国債買い入れの規模は大きく限定されると弊社ではみている。国債買い入れを実際に行うのは各国の中央銀行で、信用リスクは各国中銀が負うため、EU 各国に偶発債務が発生する。EFSF は債券発行を、トリプル A 格付けが危うくならない範囲に留めなくてはならないが、ECB の国債買い入れを通じて、こうした国のトリプル A 格付けが危なくなる事態も懸念する必要がある。

こうした制約下で、ECB はすでにイタリアに外部支援を受けるように圧力をかけている可能性が高い。ECB がイタリア国債利回りを押下げるために積極的に介入していないことは、イタリア政府にプレッシャーをかけるためだと考えられる。問題は、イタリアが今後 3 年間で必要とする資金が、弊社推定で 6500 億ユーロにもものぼり、IMF や EFSF の余力を明らかに上回っていることだ。このため G20 では、イタリアが利用可能な資金源を増強する道を探っている。以下の 3 点が選択肢として議論されているようだ。

- 1) 各国の IMF への出資額を増強、2500-3000 億ユーロ前後を払い込むようにする。
- 2) IMF が加盟国に対して、2500 億ドルの SDR（特別引出権）を追加分配する
- 3) ユーロ圏の各国が SDR をプールして、そのファンドを EFSF の SPV に投資する

但し、最後の点はブンデスバンクが拒否しているようだ。SDR は各国が貯蔵する金（ゴールド）に裏付けられているため、この提案は、ドイツに対して貯蔵する金を EFSF に投資するように求めているに等しい。いずれにせよ、EU の首脳がイタリアを救済するための資金源を準備していることは明らかだ。短期的な見通しは極めて不透明で、イタリア新政権が信頼を回復したり、市場での資金調達（国債発行）を維持・継続できるかどうか左右される部分が多い。仮にイタリアの国債発行が不可能になったり、EFSF の保証では不十分という事態になれば、状況は極めて厳しくなる。多数のリソースから資金が調達されたり、IMF や EFSF の支援が最大限利用されるだろう。こうした状況になれば欧州各国の政府首脳は間違いなく、民間セクターの関与（PSI）の要素を持つ措置を、イタリアでも実施することを検討する必要があるだろう。

ユーロ圏経済の足取りは重い

こうした状況下では金融情勢の急速な改善は見込めず、ユーロ圏銀行の資金調達がさらに難しくなると弊社ではみている。自らが資金調達に苦しんでいる銀行は、融資基準を大幅に厳しくして、バランスシートを縮小することで対応するだろう。マクロ経済全体をみると、見通しが不透明な影響（企業が雇用や設備投資を先送りする）は出ていたものの、これまでは通常でも起こっていた範囲だったが、これが完全なクレジットクライシスに転化するリスクがある。このため弊社では、ユーロ圏の GDP 成長率予測を大幅に下方修正した。ユーロ圏は早ければ Q4 にリセッションに入り、2012 年（暦年）の成長率もゼロと見込む。続く 2013 年の回復も極めて弱いだろう。欧州の多くの国が引き締め政策を進める中で、南欧諸国が強く求められている構造改革は、今後 2 年間は成長力改善に全く貢献しないとみられる。このため弊社では、欧州経済の二極化を、引き続き見通しのメインテーマに据えている。2012 年初めに浅い（緩やかな）リセッションに入った後、景気回復は緩やかで長い時間がかかるだろう。2013 年も景気回復は北部欧州に限られ、南欧諸国は長期に渡る痛みを伴う調整過程が続き、引き続きリセッションに苦しむと見込まれる。

ユーロ圏 GDP 成長率と為替レート（弊社予測）

	2011年			2012年			
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
ユーロ圏 GDP成長率 (%)	0.7	1.0	-0.3	-0.8	-0.2	0.6	1.0
ドル円 為替レート	81	77	76	76	75	74	73
ユーロ円 為替レート	117	104	101	99	100	101	102

出所：弊社

欧州経済のファンダメンタルズは、2008年よりも良好

ただし欧州経済の現況は、(リーマンショックが発生した) 2008年当時とは大きく異なる事も確かだ。企業はコスト削減を一巡させ、(特に欧州北部の国は) 既にスリム化を大きく進めている。またバランスシート上の保有現金や、(債券を発行して) 市場での資金調達を自由にできることで、財務体質もかなり強くなっている。また現在の景気減速は、力強くかつ長く続いていた、耐久財・資本財投資サイクルの終点で発生している。少なくとも、既存の資本財の価値が減少して更新設備投資が必要になる時期がすぐに訪れる。従って例えば、さらなる大幅な雇用調整が各所で相次ぐ可能性が非常に高い、とはいえない。また原油主導の物価上昇に隠れていたが、今年前半は設備投資拡大と雇用回復があいまって、所得の伸び率が大きく上昇した。今後は原油価格上昇が前年比の物価上昇率に与える影響が一巡して、2012年中には消費者の購買力が大きく高まる可能性がある。

このため弊社は現在でも、欧州が今後迎えるリセッションは比較的緩やか(軽微)とみている。ただ、欧州各国の間で景気見通しが全く分かれており、2013年の景気回復は欧州北部、特にドイツに限られる見込みだ。大規模な財政引き締めや構造改革を余儀なくされる国では、景気不況がさらに長引き、それに耐えなくてはならないだろう。このため足元から今後の景気減速を「緩やかなリセッション」と呼ぶのはおそらく正確ではない。(仮にユーロ圏が今後も維持されるなら) 長期にわたり痛みを伴う調整が必要になると見込まれ、「緩やかなリセッション」ではなく、GDP成長率が非常に低水準な時期が長期化するとみられる。

マーケット・アウトLOOK (1)

国内長期金利の行方

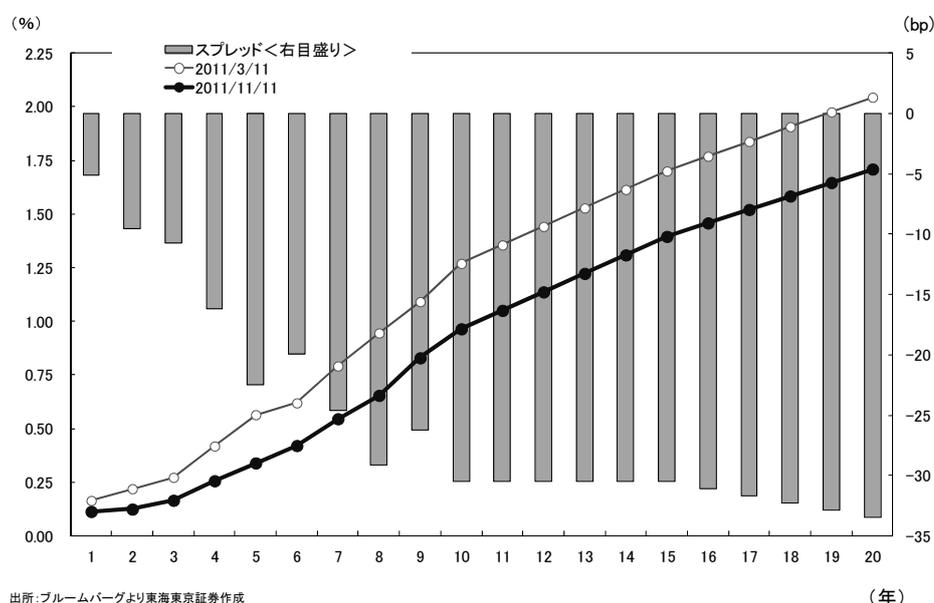
東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

1. 震災後の国債の利回り曲線の変化が示すもの

長期金利はマクロ景気を映す「鏡」である。一方、株価は企業業績、ミクロ景気を映す「鏡」である。今回は現在、長期金利が何を映しているかを考察してみたい。

まず、3月11日の東日本大震災後、国債の利回り曲線（イールド・カーブ）がどのように変化したかを観察する。図表が

示すように、イールド・カーブは下にシフトしている。震後、足元まで金利は全般的に下がっていることになる。しかも、より長い年限になるほど下げ方が顕著である。ちなみに、イールド・カーブの形状は平坦化しており、こういった形状変化をフラット化と呼ぶ。



金利が低下しつつ、イールド・カーブがフラット化したのは何故だろう。前述のとおり、長期金利がマクロ景気を映す「鏡」なら、このカーブ変化もそれに係る何かを映しているはずだ。

長期金利をまず決定する要因は、経済の期待成長率と考えられる。たとえば、10年国債は代表的な長期の金融資産であり、その利回り（＝長期金利）はそれに投資したときの期待収益率になる。一方、日本が1つの大きな企業と考えると、日本の期待成長率は実物資産に投資をしたときの期待収益率になる。したがって、どちらに投資をすべきか、金融資産か実物資産かで両者の期待収益率は均衡すると見られる。なお、金利は物価で割り引いた実質の値ではなく、名目の値である。厳密に言えば、期待成長率も名目値を使う。

ところで、「長期金利＝10年国債利回り」とすると、国債利回りには一定の上乗せ（リスク・プレミアム）が求められそう。たとえば、財政が悪化すると国債の発行量が増える。より多くの国債を市場で消化する必要が生じるため、それを購入する投資家はプレミアムを要求し、その分だけ利

回りが上がるはずである。我が国のように将来の財政悪化に対する懸念が強いとプレミアムは乗りやすくなる。

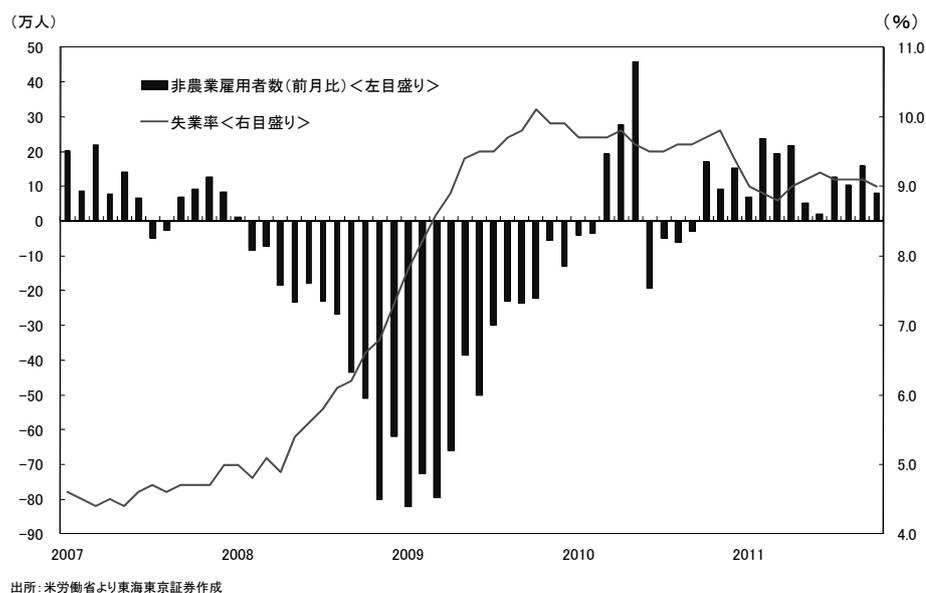
先にリスク・プレミアムから考えよう。震災が起こり、それに係る財政負担が膨らむことになった。したがって、震災後、リスク・プレミアムは拡大していると考えられ、それは金利上昇要因である。しかし、イールド・カーブは下方シフト、長期金利は低下している。すなわち、期待成長率の低下がリスク・プレミアムの拡大を上回っているという理解になる。

では、この期待成長率の低下を内外の環境から考えてみよう。

2. 米国経済の行方

まずは米国の経済動向である。量的緩和第二弾（QE2）の経済効果への期待や昨年末のクリスマス商戦が好調だったことなどから、年初、今年の米国景気に楽観的ムードが強かった。「今年の実質成長率は4.0%台、長期金利は5.0%を目指して

上昇する」といった見方が少なくなかった。しかし、現実は逆に向かった。もちろん、後述する欧州の債務・財政問題が予想外に大きくなった影響もある。ただ、クリスマス商戦の好調も雇用環境の改善が緩慢の中、需要を先喰いしたに過ぎなかったと言える。



現在、米国で起こっているのは、我が国でもバブル崩壊後に経験したバランスシート調整である。きっかけは言うまでもなく、2008年9月のリーマン・ショックである。その100年に一度と言われる経済危機からまだ、3年と少ししか経っていない。さすがに、その程度の期間で米国経済が完全に立ち直るとは考え難い。

一方で、我が国のように10年以上を要することもないだろう。米国経済は我が国に比べると価格の調整スピードが速い。その分、バランスシートや雇用の調整が終了する時間も相対的に長くかからない。人口が減少する我が国と違い、米国の人口は増え続けており、その上、米国民は経済成長、所得増加への欲求が強い。さらに、米国経済において、リスク・テイカーは家計である。GDPの最大の需要項目である個人消費を先導役に景気は回復する。このように、日米には経済のダイナミズム

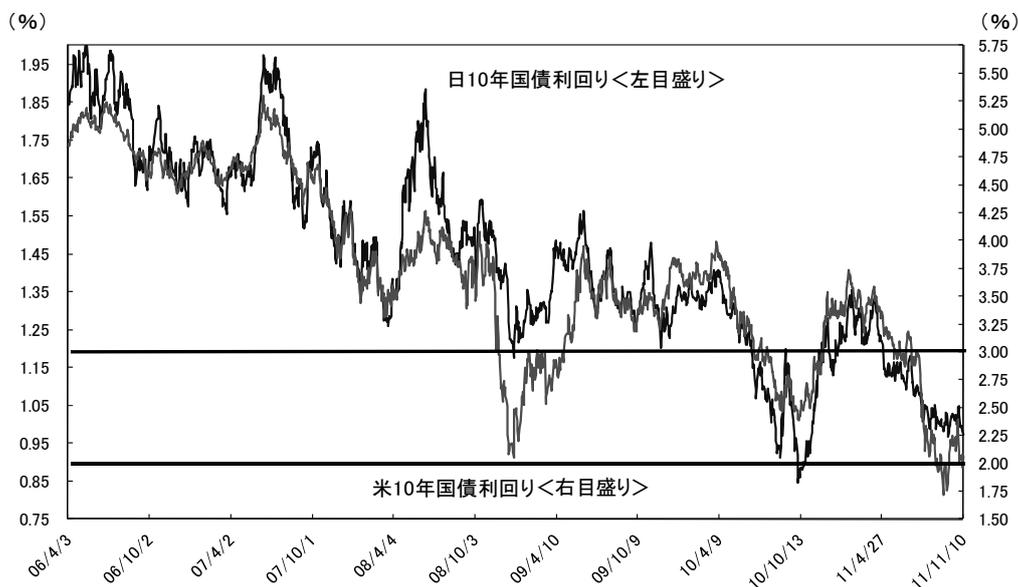
に大きな差がある。

以上を踏まえると、米国経済の調整にかかる期間は後、2～4年程度と見るのが妥当だろう。

なお、こういった構造調整が進む間、ゼロ金利などの超低金利や量的緩和などの金融政策が効果的でないことは、我が国が証明している。たとえば、金融機関のバランスシート調整が進展している際、中央銀行が大量の資金を供給しても、それは貸出につながらず、準備預金として中央銀行にとどまるに過ぎない。それゆえに、米国のQE2も効果がなかったのである。最近、市場では量的緩和第三弾（QE3）への期待が盛り上がっている。購入する資産がこれまでと違ったとしても、QE3が形を変えた量的緩和であることに変わりはない。QE3の効果は一時的にとどまるはずである。

この米国経済の調整が続く2～4年の間、米国の長期金利は低位で推移するだろう。米10年国債利回りは当面、2.0～3.0%が中心レンジと予想している。

さて、ここ数年、日米長期金利の相関が一段と高まっている。背景としては、我が国経済の外需依存が一段と強まったことやグローバルな金利裁定の動きの活発化などが挙げられる。いずれにせよ、米国の長期金利の行方を予想せずに我が国のそれを占うことは難しいと言っても過言ではない。その米10年国債利回りが概ね2.0%台にとどまるなら、日本の10年国債利回りが1.0%台後半に中心レンジを移し、2.0%を目指すような展開になることは考え難い。



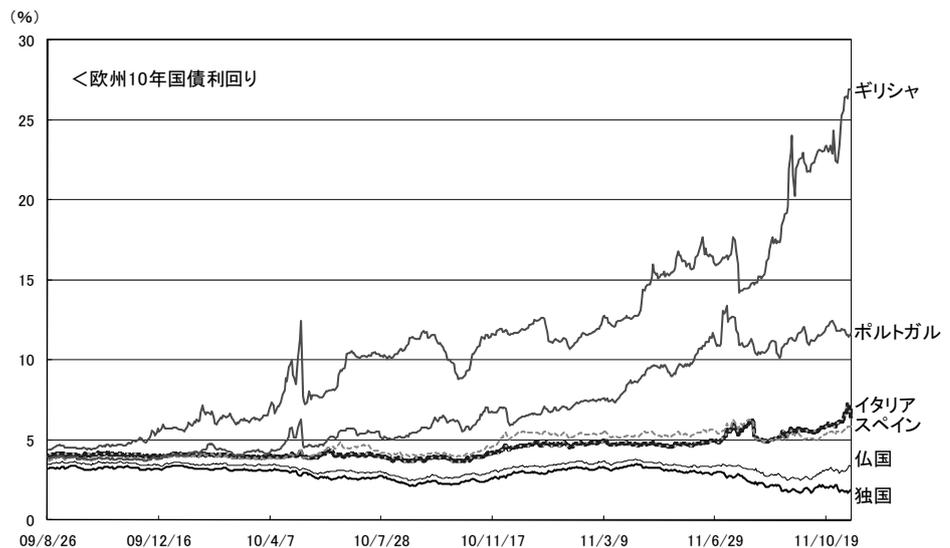
出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

3. 欧州の債務・財政問題の行方

欧州の債務・財政問題の解決には米国の構造調整以上に時間がかかると見られる。一言で言えば、一国ではなく、複数の国々が絡みあった問題だからである。

ギリシャなど財政状態の悪い国々において、「景気が持続的に回復して税収が増え、歳出削減や増税に対する国民の抵抗が緩和される方向」がまず望ましいのだが、この展開の可能性は極めて低い。

11月3日、欧州中央銀行（ECB）は政策金利の引き下げを決定した。



しかし、債務・財政問題に係るバランスシート調整、たとえば、銀行の厳格な資産査定やそれに連なる貸し渋りなどが続く場合、低金利政策も量的緩和政策もなかなか有効には働かない。これは前項、米国と同様である。加えて、財政政策が各国に任されている現状では、ポリシーミックスは有効に働きにくい。

最終的には、高度な政治判断がなされ、独仏の金融・財政支援が大きく拡大していく方向にならざるを得まい。しかし、最も勤勉と言われる国民がそれと対極にある他国民を自らの税金で支援することに強い抵抗があるのは当然である。独仏首脳の政権基盤も磐石ではない。道程は遠い。

では、10月27日に合意された、いわゆる、「包括戦略」はどうだろうか。焦点となったのは、(1) 欧州銀行の資本増強、(2) 欧州金融安定基金（EFSF）の拡充、(3) ギリシャ向け第2次金融支援の民間負担増…である。

(1)では、狭義の中核的自己資本比率を9%基準に再評価する。欧州銀行監督機構（EBA）の試算によれば、資本増強に必要となる額は1,064億ユーロとされている。欧州域内の70行は9月末に資産再評価を実施、EBAが必要資本増強額を決め、それに従って、各行は年末までに増資計画を各国当局に提出する。資本増強の期限は2012年6月末である。

(2)は2つの案を併用し、現在4,400億ユーロのEFSFの融資能力を1兆ユーロまで引き上げる。2案とは債務保証と特別目的会社（SPC）の活用である。前者では、欧州の国債保有で損失を被った投資家に対してEFSFが一部の損失を補填する。後者は、EFSFが作るSPCに国際通貨基金（IMF）、政府系ファンド（SWF）、民間投資家などが投資し、その資金で財政状態の悪い欧州の国々の国債を購入

するスキームになる。

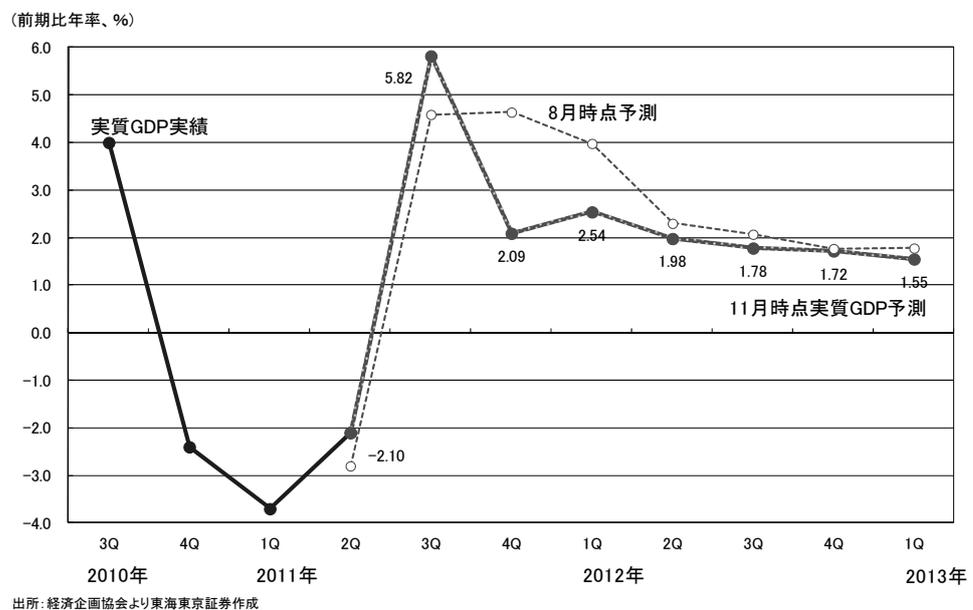
(3)において、ヘアカット率は現行の21%から50%に引き上げられる。

この「包括戦略」の合意は、「終わり」ではなく、「始まり」に過ぎない。また、不透明な要素も多くある。(イ)ヘアカット率の引き上げで個別投資家の同意を得られるか、(ロ)EFSFのSPCにどの程度資金を呼び込めるか、(ハ)欧州銀行の資本増強は貸し渋りにつながりやすい、(ニ)そもそも、ギリシャの財政再建が疑わしい…などが挙げられる。

したがって、欧州の中では、独国の国債利回りは当面、低位安定しよう。ただし、彼らの財政負担が増えることで利回りが反転上昇する転換点があることに気をつけるべきだ。

4. 我が国の期待成長率の低下

ESPフォーキャスト調査を使って、ここ3カ月の景気見通しの変化を確認する。ESPフォーキャスト調査では、経済企画協会が40名強の民間エコノミストを対象に日本経済の予測を毎月アンケートしている。その実質GDPの四半期予想を見る



と、今年の10~12月期を中心に下方修正されている。ただ、背景は世界経済の減速懸念と持続的な円高、復興需要の立ち上がりの遅れなどであり、今回議論している長期の期待成長率の低下を一部しか説明していないだろう。恐らく、イールド・カーブの下方シフトは、それらに加えて、震災や原発事故などが起こり、我が国の産業の空洞化が一段と加速するという懸念を反映していると考えられる。

最後に、今後、復興を進めるためにも、経済を活性化させ、期待成長率を上げなくてはならない。しかし、金利が低い、低下しているからと言って、財政を大盤振る舞いすべきという結論には至らない。リスク・プレミアムは拡大していると考えられるからだ。

それゆえ、金融政策を含めて、より効果的な景気刺激策を模索すべきである。復興計画を早期に固め、内容も生産性を高める方向を目指すなどが一例になる。また、企業は円高や低金利のメリットを利用すべきだろう。今、世界でリスク・テイカーになれるのは、我が国だけかもしれないからだ。

欧州経済危機から金融機関再編

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 欧州初経済危機の発生から最近の動向

欧州の金融危機は、ギリシャ国債の利回りの急上昇から始まった。右下図には、ギリシャとユーロ圏の中で最も経済が強いドイツの10年国債利回りの推移があるが、これをみると、一目瞭然で同じユーロ加盟国であり通貨も同じユーロでありながら、10年国債利回りは20%以上も利回り格差がついている。ギリシャの10年国債の利回りは、28.5%（11月10日現在）であるが、1年国債の利回りは、232%、2年国債は108%となっており、経済が破綻した国の債券の利回りは異常な水準である。このグラフから見ると、10年国債利回りは急上昇し始めたのは、2008年6月ごろである。その頃は、リーマン・ブラザーズの破綻から来る米国発の経済危機の真っ只中であり、ギリシャ国債の利回りの上昇などは誰も注目してなかったと言っていると思われる。それが注目し始められたのは、利回りが10%を超えた2010年5月ごろであろう。さすがに、一国の国債利回りが10%とは異常な世界である。しかも、ユーロ加盟国であり一応先進国の仲間に入っていると考えられていたギリシャである。そのころから、ギリシャは、身の丈以上の借金をした（国債の過剰発行）からであるという論調が多くなってきた。ギリシャの政府債務残高（GDP比）は、2008年で102%となっているが、飛びぬけて大きいわけではない。日本の場合、2008年で172%となっている。日本の国債利回りが世界一低い水準（1%程度）であり、政府債務が日本

より低いギリシャの国債利回りが28.5%にも達した理由は、海外投資家の国債保有率が高いことにある。日本の場合、日本国債の海外投資家の保有比率は6%（日本銀行）しかないが、ギリシャの場合はヨーロッパ諸国の大銀行をはじめ、米国、日本などの銀行あるいは投信などに保有比率が50%を超えると見られる。そのような投資家、特に、



米国の投資銀行が積極的に国債売却をする傾向にある。その結果、今回のように異常な利回りにまで売り込まれたと言えよう。

しかし、ギリシャに関しては、国際通貨基金（IMF）から融資、欧州金融安定基金（EFSF）の設立、および融資、さらに、ギリシャ国債の元本50%カットで当面の危機は脱出したように見える。しかし、第2、第3のギリシャが出てくる可能性がまだあると見られている。また、ギリシャ国債はデフォルトに陥ったことになり、ヨーロッパでの国債のデフォルトは、最初のことである。

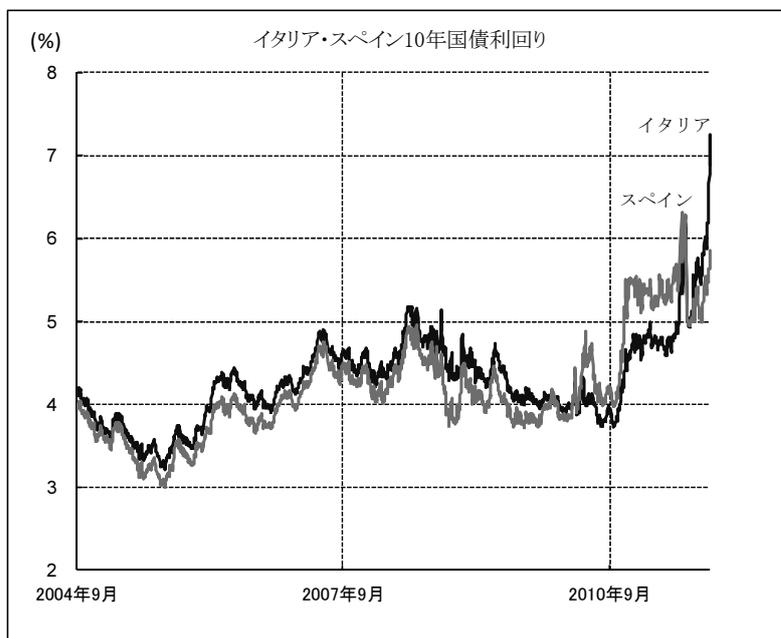
2010年の年初からP I I G S（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の財政赤字が大きいと騒がれてきた。このうち、ギリシャは、2010年5月には10年債利回りが10%を突

破したが、アイルランドは2011年4月に10%を超えた。その後、2011年7月に14.2%まで上昇した後、8%近辺まで下落している。しかし、ポルトガルの場合は、10%を超えたのは、2011年6月であるが、その後、10月には12.5%程度まで上昇し、現在まで高止まりの状態である。

（右図参照）

ポルトガルやアイルランドは財政規模が比較的小さいので、世界の金融市場に与える影響は限定的なものになると思われるが、欧州第3の財政規模があるイタリアに飛び火した場合は、世界の金融市場に与える影響は、前述した3国の比ではない。そのイタリアの10年国債利回りは、2011年11月9日に7.5%にまで急激に利回りが上昇した。スペインについても、利回り上昇基調は変わっていない。（右図参照）

また、欧州第2の財政規模がある



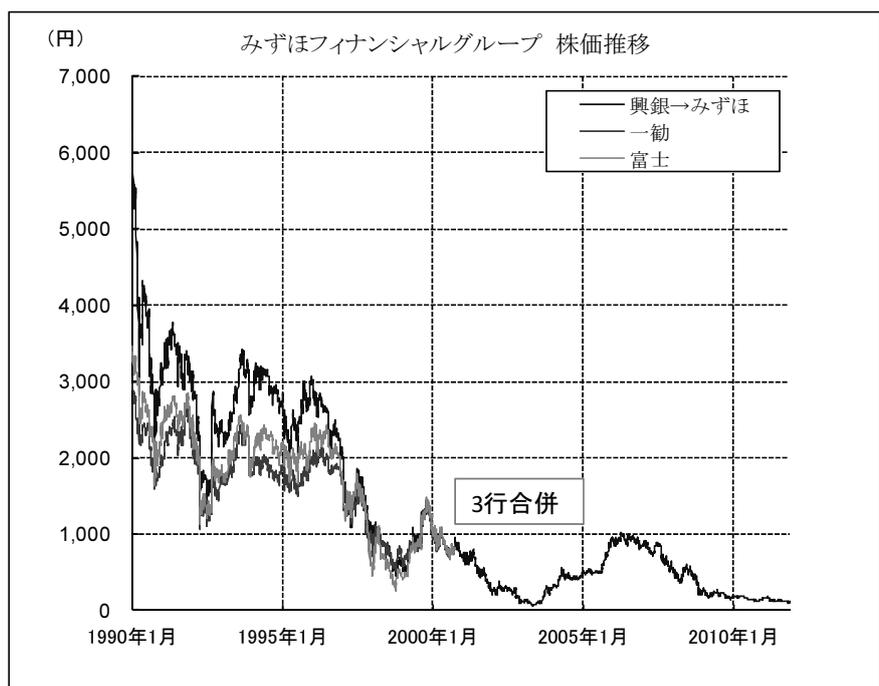
フランスに関しても、最近は10年国債利回り上昇の気配がある。2011年11月10日には3.5%程度まで利回りが上昇し、ここ1ヶ月で約1%上昇した。このように、ギリシャに始まった欧州金融危機の収束はまだまだ先のことになるだろう。

2. 日本経済のバブル崩壊

現在は、欧州発の金融危機真っ只中であるが、20年前は日本のバブル崩壊の最中であった。当時(1990年ごろ)は、世界の金融市場は日米英(東京、ニューヨーク、ロンドン)がほとんどすべてであった。当時、日本のGDP規模は米国に続く第2位であり、株価も日経平均で38,915円(1989年12月)をつけ、経済は絶好調であった。「JAPAN AS NO. 1」という本が発行され、三菱地所がニューヨークのロックフェラーセンターを購入した。しかし、その後20年間、経済は低迷を続け、株価はいまだ38,900円どころか10,000円にもおぼつかない。GDPもついに中国に抜かれ第3位となった。

ここでは、日本の経済バブル崩壊で、金融機関がどうなっていったかを述べよう。1990年当時、日本には、大銀行と呼べる銀行が多くあった。日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行という興長銀3行をはじめ北海道拓殖銀行、第一勧業銀行、富士銀行、三井銀行、三菱銀行、住友銀行、三和銀行、大和銀行、東海銀行、東京銀行、協和銀行、埼玉銀行の都銀12行であった。結論から言うと、みずほ、MUFG、三井住友の3大フィナンシャルグループとりそなHD、新生銀行、あおぞら銀行と6行になったと言えよう。各行それぞれ買収・合併を繰り返し、その数を半分以下に減らしたことになる。上述では、興長銀、都銀のみであるが、信託銀行、地方銀行も基本的に合併(破綻を含む)方向の再編となった。

具体的には、日本興業銀行+第一勧業銀行+富士銀行=みずほ、三菱銀行+東京銀行+三和銀行+東海銀行=MUFG、三井銀行+太陽神戸銀行+住友銀行=三井住友となった。なお、北海道拓殖銀行は破綻、日本長期信用銀行、



日本債券信用銀行も破綻したが、新生銀行、あおぞら銀行として一応存続している。

バブル崩壊は、銀行業界だけではなく、証券業界にも大きな変革を余儀なくされた。1990年当時は、大手4社が証券業界に君臨していた。野村証券、大和証券、日興証券、山一証券の4社である。このうち、山一証券は1998年3月に廃業（破綻）、日興証券は、米国シティグループに買収された後、三井住友が買収し、その名をSMB C日興証券とした。大和証券HDは、傘下の大和証券CMに住友から資本参加を仰いだ。住友が日興証券を買収したため、資本を引き上げ再び独立系となった。野村証券は、買収されるというより買収するほうとなった。リーマンブラザーズ破綻の際、リーマンを買収した。しかし、現在株価低迷（2011年11月11日243円）で大手銀行系フィナンシャルグループに買収される可能性を指摘されている。

日本経済のバブル崩壊後、数年後から金融機関の破綻ないしは合併が起こり始め、10年後には、最後の大合併が引き起こされた。そして、3大フィナンシャルグループの誕生となった。

3. リーマン・ショック後の米国金融機関の再編

2007年当時、米国第4位の証券会社であるリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとする米国発の金融危機は、記憶に新しいところである。当時は、1990年当時の日本経済バブル崩壊の時代とは比較にならないほど、経済のグローバル化が進んでいたため、金融危機は世界中に伝播した。米国はもちろん、日本、欧州の株式市場も急落の憂き目にあった。（右下図参照）

米国の中央銀行であるFRBのバーナンキ議長は、十数年前に起こった日本経済のバブル崩壊に対する対応が遅きに失したことを教訓にし、国債、及びモーゲージ債（MBS）を大量に買い上げるとほぼ同時に、大量の資金を金融機関に対し注入した。具体的には、当時米国最大の金融グループであったシティ・グループに対し、優



先株という形で資金注入した。その結果シティ・グループの株式の80%以上が米国政府の所有となった。なお、リーマン・ショックの直接の原因と言われるモーゲージ債については、モーゲージ債を購入するほかに、発行元である、ファニー・メイ、フレディー・マック両社に対しても資金注入を実施し、破綻を避けた。モーゲージ債がリーマン・ショックの直接の原因と言われる理由は、2007年当時リーマン・ブラザーズが取り扱ったモーゲージ債は非常に大量であり、モーゲージ債の相場が下がり始めると急にリーマン・ブラザーズの業績が悪化したことによる。モーゲージ債は、住宅ローンを裏づけにした証券化商品（債券）であり、不動産価格が上昇しているうちは、借り換えを進めより高価な不動産を購入していくことができる。米国の不動産価格は、2006年夏ごろをピークに緩やかに値下がりし始めていた。したがって、2007年夏ごろにはじわじわと住宅ローンの延滞率が上昇し始め、住宅ローンを返済できない人が増加し始めた。住宅ローンを斡旋する業者が、信用力の低い人（住宅ローンを返済できるかどうか疑わしい人）に対してまで住宅ローンを非常に高い金利で勧めた結果、住宅ローンを借りて不動産を購入した人から住宅ローンを貸した人（モーゲージ債の発行業者）まで破綻する結果となった。これは、1990年の日本経済のバブル崩壊とまったく同じ構造である。

結局、リーマン・ショックにより米国の金融機関はどうなったか。いわゆる大銀行は、シティ・グループ→破綻、バンク・オブ・アメリカ→メリルリンチ買収も株価大幅下落、JPモルガン・チェース、ウェルス・ファーゴ→2009年3月まで株価大幅下落するもその後すぐ株価回復となった。証券会社は、ゴールドマン・サックス→2009年3月まで大幅下落するもその後すぐに回復、モルガン・スタンレー→MUF Gグループに買収、メリル・リンチ→バンク・オブ・アメリカに買収、リーマン・ブ

ラザーズ→破綻、ベア・スターンズ→JPモルガンに買収となった。また、ステート・ストリートなどの資産管理銀行については、他の銀行と比べ影響は比較的少なかったようである。なお、ゴールドマン・サックスはその位置づ



けが投資銀行となっており、他の証券会社と比べ投資銀行部門の比率が高くなっている。いずれにしても、リーマン・ショックを乗り切った唯一の米国金融機関とされている。

リーマン・ショックは、世界一の自動車会社、GMにも暗い影を落とした。金融危機によって、金融機関以外の会社を破綻させら



れたのはGMが最初であろう。もともと、労組が強く業績も長期に渡って低迷していたところに、金融危機が襲ってきたのでついに破綻となったのが真相であろう。いずれにしても、バブル崩壊後の日本に劣らず、米国資本主義における激しい金融機関の再編である。

4. 欧州金融危機後の欧州金融機関の再編

現在2011年11月時点で、欧州債務危機克服のためにEU首脳が合意した包括戦略は、①ギリシャ債務の50%カット、②欧州金融安定基金（EFSF）の信用力強化（1兆ユーロ）、③自己資本比率の引き上げ（9%）である。しかし、ギリシャのパパンドレウ首相は辞任し、内閣を刷新することになった。今回の金融危機を招いたのは、政治に



責任があるとの国民の判断といえよう。イタリア国債の利回りが上昇すると、今度はイタリアのベルルスコーニ首相が退陣することになった。債務危機といわれる欧州の国々では、政治責任を取らせよとの機運が盛んである。しかし、首相の首をすげ替えても、債務危機は去るはずがない。次に起こるのは、金融機関の破綻または再編である。特にギリシャ国債の元本を50%もカットされては、ギリシャ国債を大量に持っている金融機関はひとたまりもない。現時点では、フランス・ベルギー両国中心に営業を展開する大手銀行デクシアが破綻することが決まっている。政府支援のもとに解体され、一部国有化される。銀行ではないが、米国金融機関大手のMFグローバルHDが連邦破産法11条の摘要を申請した。自己資本比率9%をキープするために、資本増強が必要な金融機関は多いと考えられる。米国のように、メガバンクは破綻させるわけにはいかないのだから、資本強制注入となろう。いずれにしても、金融機関の数が減る方向に進もう。

