

不安定な世界の中で安定している日本

三菱東京UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



世界的に景気への不安が台頭している。その中、日本経済が安定していることが目立つようになっている。また、ドル円相場も水準としては、日本経済にとって厳しい円高が続いているが、相場の変動としては落ち着いているところがある。にもかかわらず、日本への市場の評価が低いところがあるのは、なぜであろうか？（図表1）

■ 1. 世界景気を覆う暗雲

(1) 欧州

欧州では、既にマイナス成長に陥っている国があるし、中核となるドイツでも景気指標の悪化がみられている。危機対応の首脳会議

〈目次〉

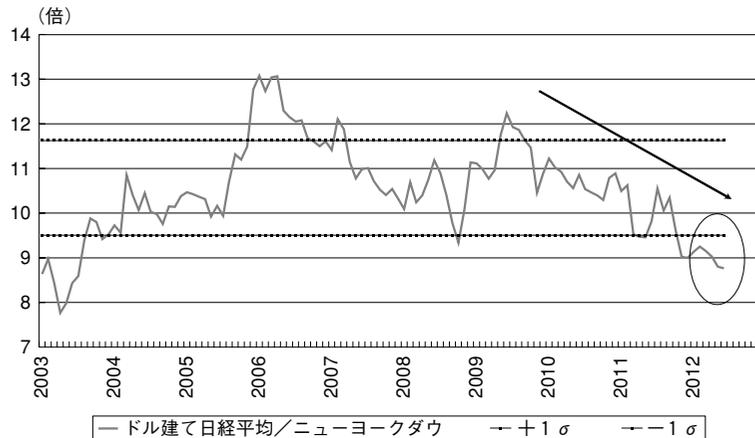
1. 世界景気を覆う暗雲
2. 相対的に安定している日本
3. 日本資産の評価

や要人の動静は多く伝えられるが、現地の動きは統合を前進させる議論と、各国の事情のバランスの確保が最優先で、景気の落ち込みへの積極的な取組みへの熱気は乏しいようにみえる。欧州中央銀行は、LTRO（長期リファイナンスオペレーション）による期間3年の資金供給によって、市場の流動性不足の問題などに大きな改善をもたらした。さらに、7月5日に、基準金利の0.75%への引き下げと、欧州中銀への預金金利をゼロにする緩和を行ったが、残念ながら、この緩和で景気後退の不安を解消できるというまでの見込みは持たれていない。もとより、危機の収拾は難航が続くと見込まれ、危機の今後についても、景気の方針についても、欧州は悲観的にみられだしてしまっている。

(2) 米国

米国景気も雲行きが怪しくなっている。7月2日に発表されたISM製造業景気指数は49.7

(図表1) 割安に評価されている日本株



(出所) ブルームバーグ収録のデータによる

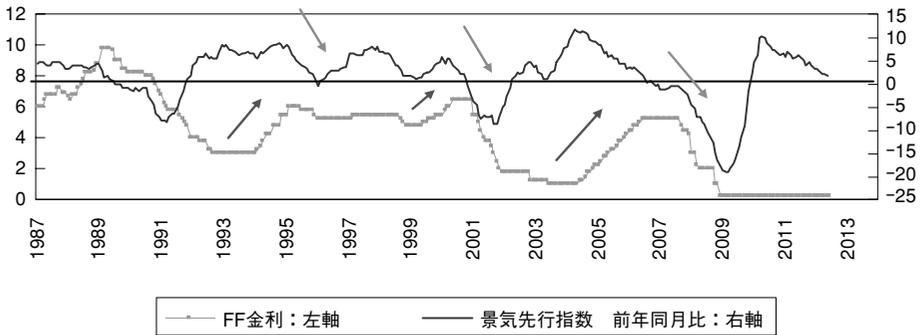
で50を割った。その内容で注目されるのは、輸出受注指数の低下であり、欧州危機や中国の景気減速の影響が米国にも及んでいるという危惧が持たれた。また、非農業部門雇用者数の増加数は4月、5月、6月と3か月連続して10万人を割っている。このペースでは、失業率の趨勢的低下は見込めない。先般6月20日のFOMC（連邦公開市場委員会）で示されたメンバーによる経済見通しのGDPの数字から試算すると、彼らは、既に来年にかけての雇用の増加の低調を見越しているようにみえる。この先、欧州発の調整による世界景気の減速に加えて、米国の国内問題である財政の崖からの転落の不安がある。議会の対応が何もない場合、2013年に入るとブッシュ減税の期限が切れ、歳出の自動的削減の発動などで、財政発の経済活動の縮小が起きる。最終的には、最悪の事態は回避されるにしても、2011年の8月の債務上限の引き上げ問題の難

航でみたとおり、事前に時間的余裕をみての事態收拾は絶望視されている。財政の崖から転落しないとわかっているにもかかわらず、どういう收拾になるかがわからない不透明があれば、積極的な投資や雇用の拡大を控えることで経済は停滞する。過去、景気に厳しい事態が起きたのは、金融が引き締められたときである。今は、その可能性はない。2期連続マイナス成長という景気後退の可能性は否定する声が支配的となるだろうが（図表2）、財政政策も金融政策も制約の大きい中で、経済の停滞は見込まれてしまうであろう。

(3) 新興国

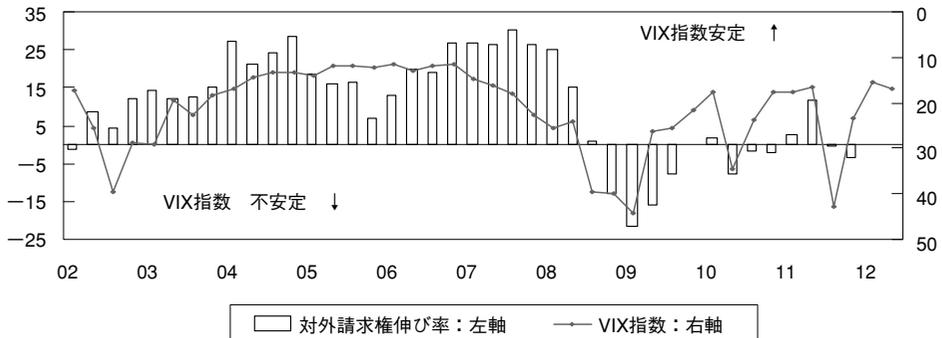
中国の第2四半期の経済成長率は、前年同期比7.6%で、前期よりも減速した。既に利下げによる金融緩和で景気対策を始めているが、成長著しい中国経済の減速は、世界経済全体への悪影響が関心になっている。他の新

(図表 2) 過去の米国の景気減速は金融引き締めの後



(出所) FRBコンファレンスボード

(図表 3) 銀行の対外請求権の増減とVIX指数



(出所) 対外請求権はBIS、VIX指数はCBOE

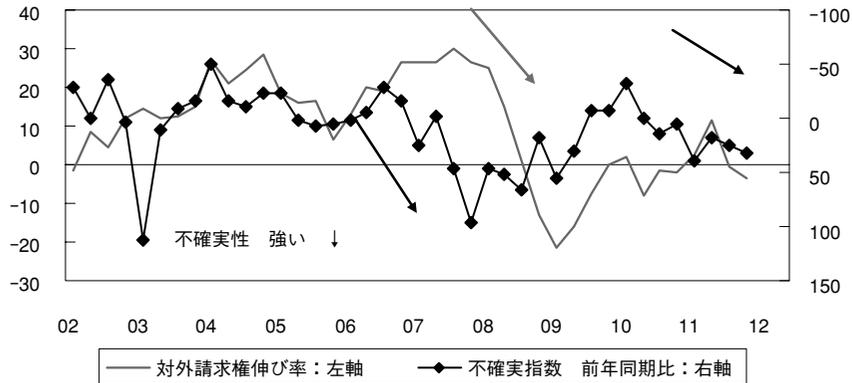
興国でも景気対策に動き出しているところが増えてきている。

■ 2. 相対的に安定している日本

ここへきての世界的な経済成長の減速は、金融機関の資産圧縮（デレバレッジ）の影響によるということが危惧されている。マグニチュードは小さいが、影響の伝播経路は、リーマンショックのときに似たものがある。全世界の銀行の対外請求権の増減は、Hung

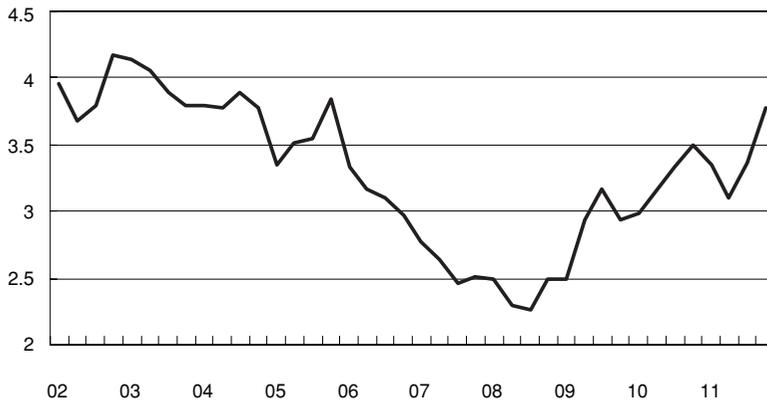
Song Shin (2012) の指摘したとおり、VIX 指数の示す市場の動揺の影響を受けている (図表 3)。リーマンショック後、世界同時といえる積極的な政策対応によって、事態は改善をみていた。しかし、欧州の危機の收拾が進まないことや、政策対応の手段に余裕がないという事情もみえてきて、雲行きが怪しくなっている。世界経済の成長は、金融面の困難に脆弱であることが、リーマンショックの教訓であるが、ここへきて、再び、その緊張が要る事態になっている。

(図表4) 不確実性の強まりは金融活動の停滞を示唆



(出所) BIS, Economic Policy Uncertainty

(図表5) 銀行の対外請求権の日本のシェア



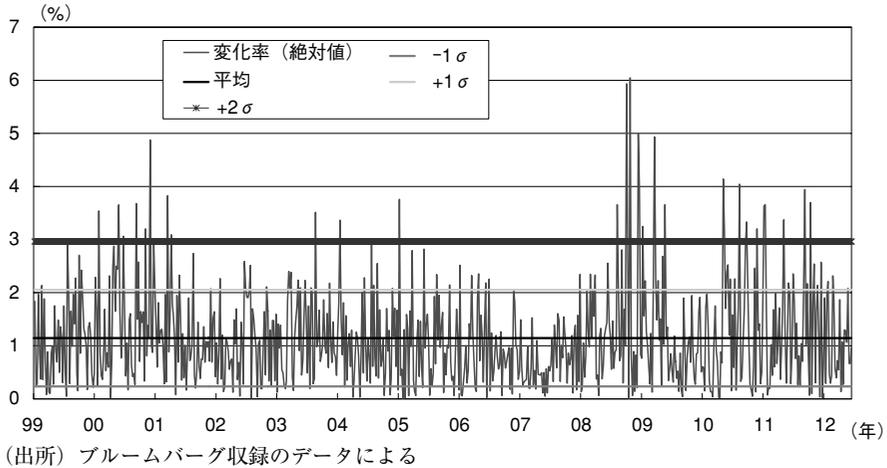
(出所) BIS

(図表3)のVIX指数は低位で推移している。これは、Hung Song Shin (2012) の議論に従えば、資産圧縮の深刻化には限度があるという見方もできる。一方で、Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davisによる不確実性指数をみると、楽観はできない。VIX指数は、金融緩和に反応して低位にとどまっているところがある。金融緩和は、経済の底割

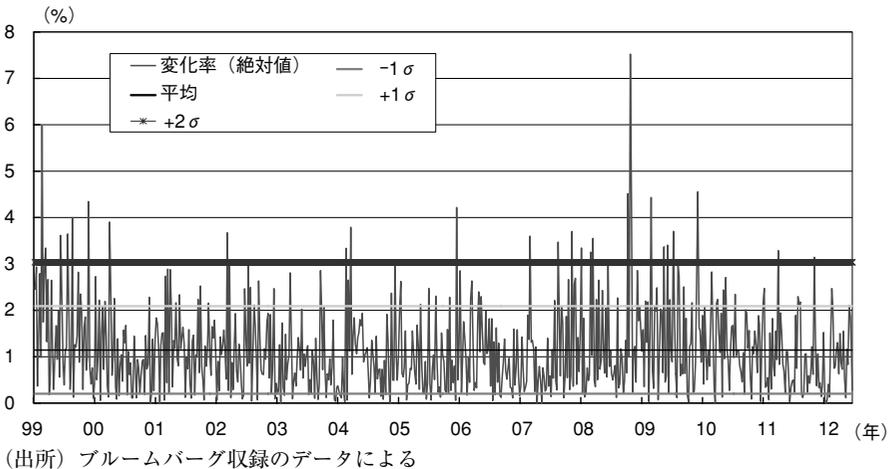
れを防ぐ頑強な防波堤になっているが、成長の押し上げまでのパワーはないということであろう。世界経済の悪化を食い止めるには、欧州の危機、米国の財政の崖からの転落対応という政治課題の解消が要ることが、この不確実性指数をみる立場からの指摘になる(図表4)。

こうした世界経済の情勢の中、日本は、やや異なる立場になっている。(図表5)は、

(図表6) ユーロドル変動の推移



(図表7) ドル円変動の推移



銀行の対外請求権での日本のシェアをみたものであるが、危機後、上昇している。今の世界情勢においては、金融システムが安定しているということがみえる。

また、為替相場の動きをみても、特徴的な動きが観察される。(図表6)は、ユーロドル、(図表7)は、ドル円の週次の変化率の

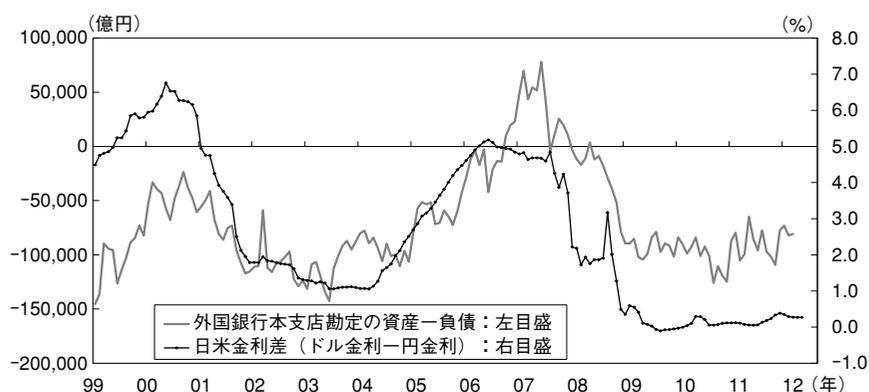
推移をみたものである。リーマンショック、欧州債務危機を経て、ユーロドルの変動が、激しくなっている。目安となる2σ(標準偏差)を超える回数をみると、ユーロドルは、危機後に頻発している。ドル円は、その回数が少なくなっている(図表8)。水準としての円高は、日本経済への重大なダメージであ

(図表8) 2σを超える大きな変動のあった週の数の推移

	1999年～ 2007年	2007年 サブプライム	2008、9年 リーマン危機	2010年以降 欧州危機	合計
ユーロドル	11	0	8	10	29
ドル円	11	3	12	2	28

(出所) ブルームバーグ収録のデータによる

(図表9) 日米ゼロ金利化で円キャリートレードが縮小



(出所) 日本銀行、金利はブルームバーグ収録のデータによる

るが、市場は安定している日本を相応に評価していることになる。

ドル円の相場変動が相対的に安定している背景のひとつは、主要国の短期金利が同時にゼロ金利化していることであろう。(図表9)は、本邦の外国銀行の本支店勘定の動きであるが、円調達外国通貨運用の円キャリートレードが小さくなったことがうかがえる。主要国もゼロ金利政策をとったり、超低金利政策をとりだしたりしたため、低金利の円で調達して金利の高い他国で運用することで利益を得ることができなくなったのである。特に日米の金利差の縮小で円キャリートレードが成

立しなくなった時期と、ドル円相場の変動が比較的小さくなった時期は一致している。

3. 日本資産の評価

為替相場の安定は、他の日本の資産価格にどう影響するであろうか？ 欧州は危機対応が進捗をみたとしても、金融危機の後を追う経済停滞から抜け出すことは、難しいであろう。Robert E. Hall (2011) の指摘する典型的な停滞の罫にはまると見込まれるからである。ユーロ開始後に低金利であった国々でバブルが生じ、その破裂で、余剰になった建物、

設備などをつくる投資が止まる。経済主体は、債務削減に走るのので、そうした余剰資産購入、新規の投資への需要が滞る。また、資産価値の下落で担保価値が目減りするなどして、借り手が、最終的に負担する金融コストが高くなってしまうことも経済活動を制約する。米国は財政対応があまりに不透明である。新興国には、金融緩和の副作用が及ぶという危惧が、BISの年次報告によって指摘されている。

一方で、昨今の日本は他国と比べると安定している。また、資産価格が割安にみえるところもある。健全、慎重な姿勢をもって、金融緩和の徹底で金融システムが比較的安定していること、地道に企業が成長努力を続けていること、震災の生産施設の復興と昨年

の節電で示した企業活動の現場での危機対応能力といった安定性が得られている要因について、資金運用に携わる人々に伝わる説明を上手に果たせるならば、世界の投資資金を引きつける余地がありそうである。



(文中の見解は個人のものである)

[参考文献]

- ・ Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, 2012, Stanford Mimeo ; <http://www.policyuncertainty.com/papers.html>
- ・ Robert E. Hall, “The Long Slump”, *American Economic Review*, 101(2): 431–69, 2011
- ・ Hung Song Shin, “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, Mundell–Fleming Lecture, *IMF Economic Review*, 60: 150–192, July 2012