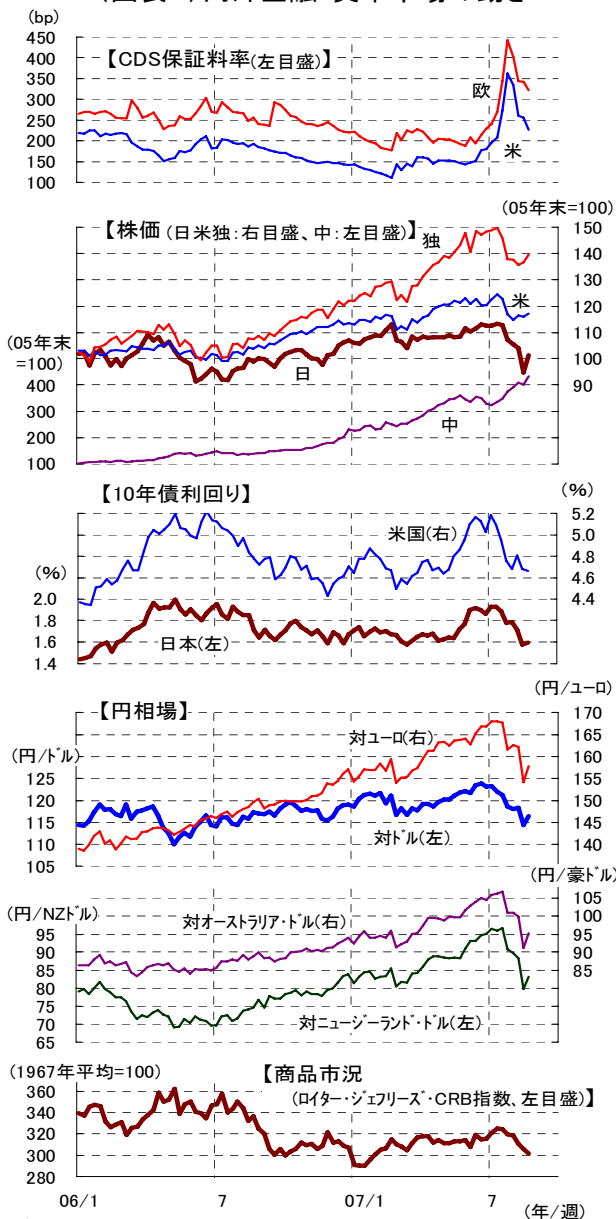


サブプライム問題に起因する市場波乱の景気への影響 ～株高・円安による成長率押し上げ効果は剥落へ～

(1) 市場波乱の概況: サブプライム問題をめぐる懸念が広範なリスク回避行動に発展

米サブプライム問題に端を発した市場の混乱は、8月中旬にかけて急速に拡大。9日以降は、信用リスク警戒感の強まりを背景に、各国短期市場で金利上昇圧力が強まるなど流動性逼迫が看過できない状況となるに至り、欧・米・日の3極中銀は大規模かつ断続的な流動性供給を開始。それでも市場の動揺は収まらず、むしろ、広範な業種にわたる株式や、一次産品、高金利通貨などへと価格急落の連鎖が広がるなか、17日には米Fedが緊急FOMCを開催し、公定歩合の▲0.5%引き下げを決定。これを機に、リスク資産からの資金流出は漸く一服するも、各市場は不安定な動きが持続。

(図表1) 内外金融・資本市場の動き



(資料) Bloomberg

(注1) CDS保証料率は、欧: iTraxx欧州クロスオーバー指数(50社のCDSで構成)、米: CDX北米クロスオーバー指数(35社のCDSで構成)からそれぞれ算出。

株価は、独: DAX指数、米: S&P500、日: 日経平均、中: 上海総合。

(注2) 直近は8/23の値(CDS保証料率は8/22の値)。

各国金融当局の断固たる対応を受けて、一方的なリスク回避の動きには歯止めが掛かったものの、価格急変に見舞われた資産の多様さや変動率の大きさ、世界的な信用不安の高まりとそれに対応した当局の緊急行動の長期化、という構図は、昨年5～6月や本年2～3月にみられた株式を中心とする市場波乱とは明らかに性質が異なる。

次頁では、こうした動きが景気や企業収益などが国の実体経済面に及ぼす影響について、株価と円相場に焦点を当ててケース毎に試算した。また、足元までの各国金融当局の対応を踏まえ、先行きの金融政策の行方を展望した。

(図表2) 市場波乱の拡大と政策対応の構図

	出来事	当局の対応
第1段階 (6月半ば～8月上旬)	サブプライム関連ファンド破綻等の表面化 6月中旬 米ベア・スターンズ、傘下ファンドの経営危機発覚 7/30 独IKB銀、巨額損失の可能性公表 8/9 仏BNPパリバ、傘下ファンド凍結 ほか	静観 「インフレ警戒」(欧米)
第2段階 (8/9～)	金融株安・短期金融市場での資金逼迫	8/9～ 緊急流動性供給(欧米日)
第3段階 (8/16～)	幅広いリスク資産からの資金逃避 ・広範なエリア・セクターで株安加速 ・高金利通貨安・円キャリー取引巻き戻し ・コモディティ(一次産品)安	8/17 米Fed、公定歩合引き下げ 声明「景気の下方リスク高まる」 8/23 日銀、利上げ見送り(日)
第4段階	実体経済への悪影響波及 (9月以降の景気指標・決算発表で明らかに)	政策金利引き下げ?(米)

(資料) 各種報道をもとに日本総研作成

(2) わが国実質成長率への影響:「株高+円安」の押し上げ効果剥落のリスク

日経平均株価の年度平均値は2005・06年度いずれも前年比20%の上昇。円ドル相場も5%ずつの円安。これによるわが国景気への影響を試算すると、2005年度・06年度の実質成長率(2.4%、2.1%)に、株価上昇による+0.5%ポイント分、円安進行による+0.2%ポイント分の押し上げ効果が含まれる(には幾分の重複部分あり)。

しかし、今般の市場波乱後の株価・為替水準(16,000円・115円/ドル)が年度末にかけ定着すると仮定した場合、2007年度通期の平均値は株価・為替いずれも2006年度対比ほぼ横ばいに。これは、上述の成長率押し上げ効果が剥落することを意味。

(3) わが国企業収益への影響:円安一服による影響は中期・マクロでみると限定的

株価低迷は、企業収益に対しても一定の影響を及ぼす見込み。すなわち、日経平均が今後16,000円の水準で定着する場合、2006年度における収益押し上げ効果(+2.3%ポイント)がすべて剥落すると試算。

一方、円安一服については、近年大幅なものとなっている原材料価格の上昇ペースを緩和する側面があり、中期的には全産業ベースでの収益への影響は限定的(試算上はほぼゼロに)。

もっとも、セクター別の影響は大きくバラツキ。すなわち、機械を除く加工業種や非製造業といった輸入超のセクターでは、為替要因による収益下押し影響が緩和される方向。一方、輸出好調により大幅増益を続けてきた機械セクターでは、為替面での強力な追い風が止むことに。

(図表4) 株価・為替変動の実質GDPへの影響試算
＜1年間、単位: %＞

	株価上昇率			円安(対ドル)		
	+20% 05・06年度	+5% ①	▲2% ③	+5% 05・06年度	▲2% (b)	▲5% (c)
実質GDP	+0.5	+0.1	▲0.05	+0.2	▲0.1	▲0.2
個人消費	+0.6	+0.1	▲0.1	▲0.0	+0.0	+0.0
設備投資	+1.3	+0.3	▲0.1	+0.2	▲0.1	▲0.2
輸出	▲0.1	▲0.0	+0.0	+1.3	▲0.5	▲1.3
輸入	+0.4	+0.1	▲0.0	▲0.2	+0.1	+0.2

(注) マクロモデル(日経NEEDS)を用いたシミュレーション。

(図表3) 日経平均株価・円ドル相場の推移



(注) グラフの直近は8月23日の値。

(図表5) 株価・為替変動の企業収益への影響試算
【株価変動の影響＜1年間、単位: %＞】

	株価上昇率		
	+20% 05・06年度	+5% ①	▲2% ③
経常利益	+2.3	+0.6	▲0.2

(注) マクロモデル(日経NEEDS)を用いたシミュレーション。

【為替変動の影響＜1年間＞】

円ドル相場変動	5%円安 05・06年度	2%円高 (b)	5%円高 (c)
①輸出額の増加影響	+4.3%	▲1.7%	▲4.3%
②輸入額の増加影響 (除く資源)	▲3.1%	+1.2%	+3.1%
(資源)	▲1.8%	+0.7%	+1.8%
③海外利益還流の増加影響	+0.6%	▲0.2%	▲0.6%
合計効果	+0.02% (+0.01兆円)	▲0.01% (▲0.004兆円)	▲0.02% (▲0.01兆円)

日経平均	①	②	③	④
07/9以降の平均水準	17,000円	16,000円	15,000円	14,000円
07年度通期平均 (前年比)	17,200円 (+5%)	16,600円 (+1%)	16,000円 (▲2%)	15,500円 (▲5%)
円ドル相場	(a)	(b)	(c)	(d)
07/9以降の平均水準	115円	110円	105円	100円
07年度通期平均 (前年比)	117円 (±0%)	114円 (▲2%)	111円 (▲5%)	108円 (▲7%)

産業別	(イ)加工業種・機械類	(ロ)素材業種	(ハ)加工業種・除く機械	(ニ)非製造業
①	+12.9% (+1.1兆円)	+4.5% (+0.4兆円)	▲12.4% (▲0.7兆円)	▲2.7% (▲0.8兆円)
②	▲5.2% (▲0.4兆円)	▲1.8% (▲0.2兆円)	+4.9% (+0.3兆円)	+1.1% (+0.3兆円)
③	▲12.9% (▲1.1兆円)	▲4.5% (▲0.4兆円)	+12.4% (+0.7兆円)	+2.7% (+0.8兆円)

(資料) 財務省・総務省・内閣府資料などをもとに試算。

(注1) 輸出・輸入額の減少は価格効果のみ算定。

(注2) 海外利益還流=直接投資収益受取+特許等使用料受取。

(4) 当面の各国金融政策展望：米国は秋口にも利下げ、日銀の利上げは数ヵ月かけて仕切り直しへ

<日米欧3極中央銀行の対応概観>

今回の市場の混乱に際して、8月9日以降、ECBを皮切りに、米Fed、日銀が大規模な流動性供給を実施。その後、17日にはFedが緊急FOMCを開催して公定歩合引き下げを決定、23日には日銀が今月上旬までは確実視されていた利上げ決定を見送り。総じて、機動的かつ断固たる姿勢で混乱収束を目指す姿勢が窺える。

もっとも、イレギュラーな流動性供給が長引いていること、とりわけ米欧で3ヵ月金利等のタム物が資金逼迫で強含んでおり、実質的な引き締め効果をもたらしていること、米Fedは公定歩合引き下げ時の声明で「景気下方リスクの明確な高まり」に言及したこと等、各国とも(緊急措置ではない)本来の金融政策スタンスの修正を迫られる可能性が大きくなっている。

<当面の各国金融政策展望>

- ・ ECBは、流動性供給後も「金融政策スタンスは8月2日にトリシェ総裁が表明した通り」とし、依然として9月6日理事会での利上げを匂わせているが、短期金融市場の混乱が明確に終息するまでは事実上困難。また、足元の信用不安は、ECBがインフレ警戒の理由の一つとしてきた銀行貸出の増勢など信用膨張を示す指標の基調に変化をもたらす可能性もある。このため、利上げは早くとも10月以降に先送りされると予想。
- ・ Fedは、景気下押しの証拠を待つ姿勢ながら、ミシガン大消費者信頼感指数の急落など消費弱材料がすでに現れ始めていること、今回の混乱を受けて住宅金融での融資厳格化は不可避と見られ、住宅市場調整の長期化による消費下押しが一段と懸念される状況となったこと、等から、早晚FF金利誘導目標の引き下げに踏み切る見通し。早ければ9月、遅くとも10月のFOMCから利下げを開始、年内に先の公定歩合引き下げ分に相当する▲0.5%幅の引き下げを行うと予想。
- ・ 日銀は、23日の政策決定会合においても、従来からの基本的な情勢判断を維持し、引き続き利上げのタイミングを模索する姿勢。もっとも、今後判明する夏場以降の指標は低調が見込まれ、とりわけ9月短観(10月初発表)は6月対比明確な悪化が見込まれること、米金利の先安観が強い状況下で利上げを強行すれば円相場続伸のリスクもあること等から、当面利上げが許容され難い状況が続く見込み。内需主導の自律的な景気回復が期待薄な状況下、政策判断に際しては海外経済・市場動向を注視せざるを得ず、米利下げ後の歳末商戦結果の見極めで、年明けに持ち越される可能性も。

(図表6) 日・欧・米中央銀行による市場混乱への対応

<8月9日以降>

	日銀	ECB	Fed
9日(木)		948億ユーロ(15.4兆円)を短期市場に供給	240億ドル(2.8兆円)を供給
10日(金)	1兆円を供給	610億5000万ユーロ(9.8兆円)を供給	「FF金利が5.25%近辺で推移するよう必要な資金を供給」との緊急声明。 380億ドル(4.5兆円)を供給
13日(月)	6000億円を供給	476億6500万ユーロ(7.7兆円)を供給	20億ドル(2300億円)を供給
14日(火)	コールレート低下(0.15%)を受け、1.6兆円を吸収	77億ユーロ(1.2兆円)を供給	
15日(水)	2兆円を吸収		70億ドル(8200億円)を供給
16日(木)	4000億円を供給		170億ドル(1.9兆円)を供給
17日(金)	1.2兆円を供給		公定歩合0.5%下げ(5.75%:緊急FOMC)。 60億ドル(6900億円)を供給
20日(月)	1兆円を供給		35億ドル(4000億円)を供給
21日(火)	8000億円を供給		37.5億ドル(4300億円)を供給
22日(水)		400億ユーロ(6.2兆円)を供給。「インフレ警戒のスタンスは維持」	20億ドル(2300億円)を供給
23日(木)	金融政策据置き		

(資料) 各種報道をもとに日本総研作成。

(図表7) 日銀総裁記者会見の概要

<8月23日、政策決定会合後>

- * 今回の金融市場の動きは、昨年5～6月や今春の株価調整と比べると、元の鞘に収まるというのではなく、クレジット市場を中心としたもう少し広がりのある市場で、リスク評価が甘すぎた部分について新しい価格発見を行うべし。
- * 起こるべくして起こっているべしであり、これがorderlyに進む限りは次の安定的な経済発展につながる。
- * ただし、収束までに数週間とは考えにくいし、損失の確定も行われてくる。流動性に問題が生じる可能性もある。もっとも、そこところは各国中銀が必要な流動性をきちんと供給する体制を整えている。
- * 実体経済は(7月会合に比べ)多少前進。内外需双方が増加するなか、生産が再び増加に向かうことは間違いない。
- * リスク再評価のべしだが円滑に進むなかで、実体経済にそんなに強いダメージがなく、基本金利が維持されるということに確信を持てれば、いずれの国においても政策変更のシナリオには基本的な修正を要しないことになる。

(資料) 各種報道をもとに日本総研作成。