

ストラテジーブレティン Vol. 15

市場の暗雲を消すドイツと米国の議会

～議会発のポジティブサプライズを評価せよ～

市場を大混乱させてきた①ギリシャ問題と②米国「金融規制改革法案」で、懸念が急速に薄れている。5月21日ドイツ議会は、金融安定化基金に対する1480億ユーロの拠出を可決、総額7500億ユーロの金融安定化プログラム（600億ユーロの欧州委員会によるシードマネーの拠出、4400億ユーロの各国政府の保証による基金創設、2500億ユーロのIMFの出資）の実現がほぼ確かとなった。市場を震撼させた先週のドイツ・メルケル政権による単独の空売り規制は（ヘッジファンドのリスク回避を加速し全くの逆効果となったが）、議会で野党勢力の同意を得るためのマヌーバー（策謀）であった可能性が強い。

7500億ユーロ安定化プログラムは決定打

7500億ユーロの金融安定化プログラムは、事態安定化の決定打となるだろう。財政的裏付けを得て、ECBは市場でたたき売られている問題国の国債を購入し、市場価格を操作できるからである。その強力さは、リーマンショック以降の米国の急速な事態の改善を見ればよくわかる。2008年10月、米国政府は7000億ドルの財政支出計画TARP(Troubled Asset Relief Program=問題資産救済プログラム)を成立させた。それにより（損失の補てんが保証されたので）、FRBはバランスシートを膨張させての巨額の資産買い取りが可能となった。たたき売り状態にあった住宅ローン債権(MBS)の市況は正常化し、その結果米国金融機関の収益は急回復し、資本不足はたちどころに解消し、危機は去った。財政資金投入スキームは様々な金融安定化作戦の鍵であり、核である。それがほぼ確かになったことの意義は絶大である。

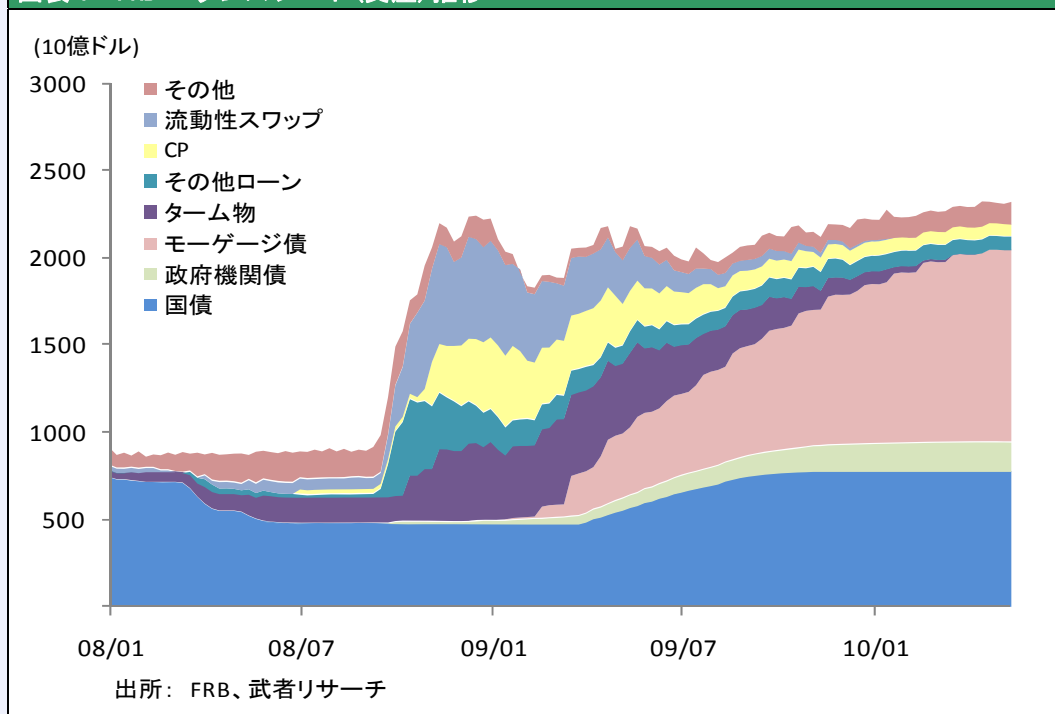
株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

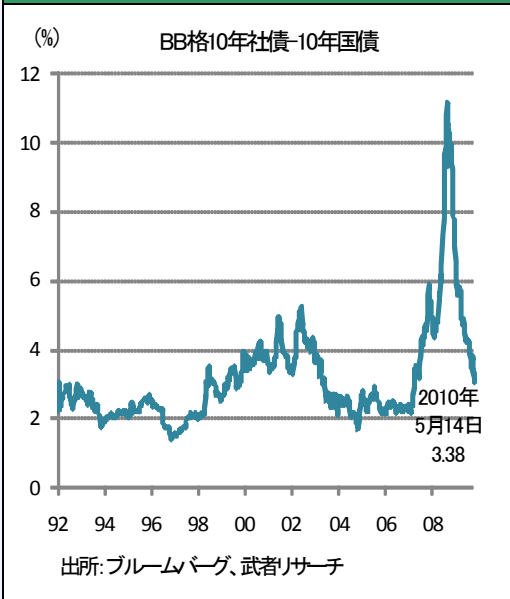
〒105-0021
東京都港区東新橋2-18-3
ルネパルティーレ汐留901

	財政資金投入の策定⇒	中央銀行による資産買い取り⇒	市況正常化⇒	銀行復活
米国	TARP(問題資産救済計画)	FRB		
	7000億ドル	(1兆ドルMBS取得)		
ユーロ諸国	EFSP(ユーロ金融安定化計画)	ECB		
	7500億ユーロ	(巨額の国債買い取りへ)		

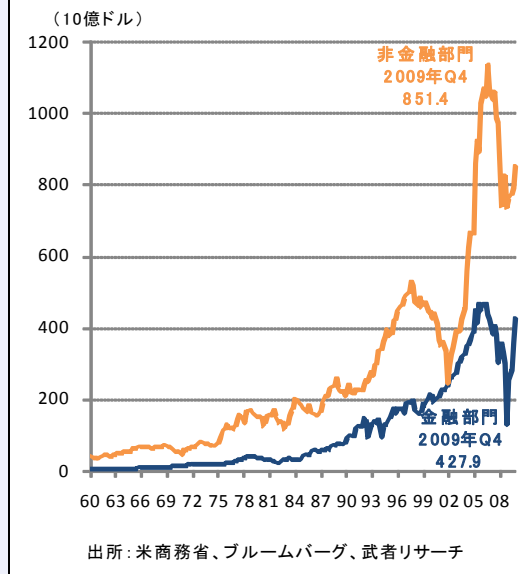
図表1: FRB バランスシート(資産) 推移



図表 2 : 米国クレジットリスクプレミアム推移



図表 3 : 米国の企業利益
(金融部門・非金融部門) 推移

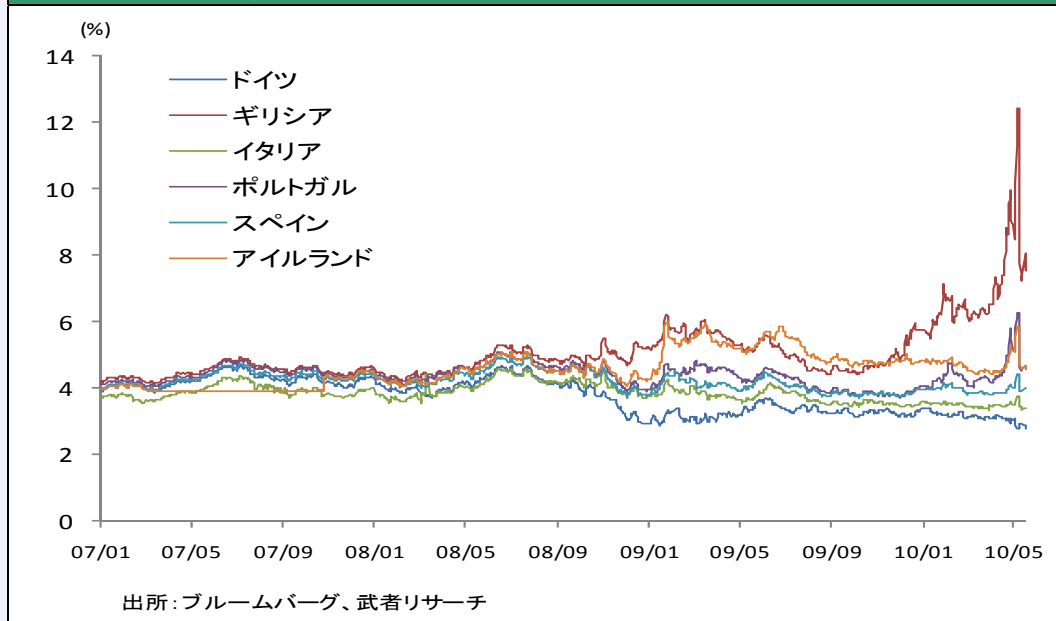


図表 1 はいかに米国 FRB が資産買い取りを急増させたか、図表 2 はいかに市況が変化したか、図表 3 はいかに米国金融機関の収益が回復したか、を示している。くり返すが、これらの一連の変化の起点には、7000 億ドルの財政資金投入スキームの策定があったのである。

ギリシャ危機は遮断された

このような決定打が策定された後も、リーマンショック時と同様、株価は下落を続けるなど不安定である。①人々は財政資金投入の持つ大きな意味合いを容易に理解できないこと(リーマンショック時にはポールソン財務長官の「バズーカ砲」という表現が嘲笑された)、②財政資金投入・資産購入が確実になされるのかが不確かであること、などが原因であろう。それらは事態の進展を見た時に、市場にポジティブサプライズをもたらすだろう。今回は既にギリシャ国債の利回りが急低下し 2010 年のギリシャ国債起債が無事完了した。ECB の介入が市場価格を大きく引き上げている。またギリシャ、ポルトガル、スペインなどで財政緊縮計画が策定された。さらに、欧州委員会による各国財政の監視・管理制度と罰則規定が検討されている。EU 制度の根幹にある矛盾、つまり一体化している金融とバラバラな財政との矛盾は、各国の財政主権を制約するという方向で決着していく道筋が見えつつある。また FRB と ECB との間で為替スワップ協定が再締結され、ギリシャ危機の伝染→欧州経済危機の勃発→各国のユーロからの離脱といった悲観的展開は、まずは遮断されたと言ってよい。

図表 4 : 欧州諸国の長期金利



財政資金投入策定から株価底入れまで5カ月間かかったリーマンショック時と異なり、今回は株式市場も比較的短期間に底入れ安定化するのではないかと見られる。

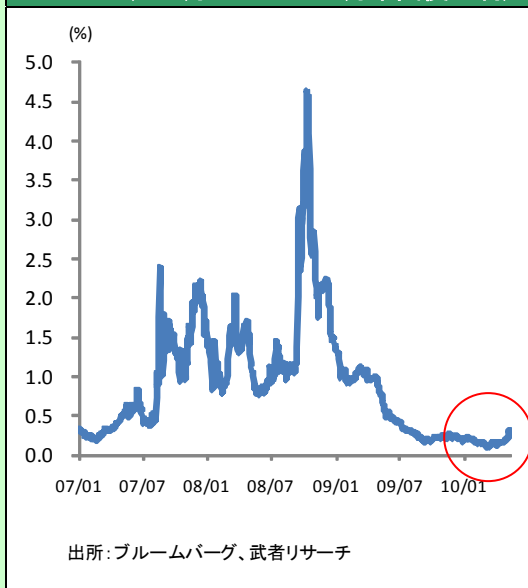
骨抜きになりつつあるボルカー・ルール

あと一つの議会発のポジティブニュースは、米国の「金融規制改革法案」上下両院の一本化案が具体化し、ボルカー・ルールの棚上げがほぼ確実となったことである。銀行の自己勘定トレーディングの禁止、デリバティブ特にスワップトレーディングの禁止、高リスクのヘッジファンドとプライベートエクイティーへの出資禁止、負債規模国内シェア10%を超える金融機関の分割など、はことごとく先送りされる見通しとなった。その多くは行政サイド、財務省とFRBの裁量に委ねられる。ハイスピードで革新を続ける金融の制度規制は、優れて専門家マターであることを認めるものである。米国の誇る最も高成長・高収益産業を維持することに対する、大きな配慮が明らかとなっている。今にして思えば、ボルカー・ルールはマサチューセッツ州上院議員補選で敗北を喫したオバマ政権の有権者に向けたポーズだったと考えられるが、議会はポピュリズムを克服したと言える。

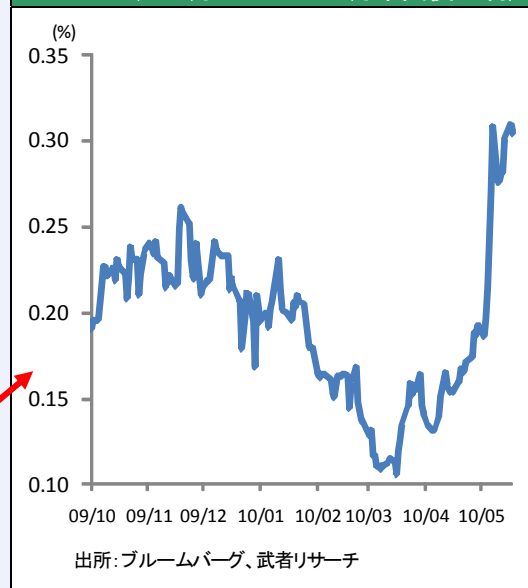
鍵となる景気回復に問題なし

このように、ここ半年市場を不安に陥れたギリシャ問題、ボルカー・ルールなどがクリアされると、関心は景気実態に移っていく。世界経済の見通しは依然明るい。4月に発表されたIMFの世界経済見通しは今年は4.2%、去年が-0.6%なので一年で4.8ポイントの景気浮揚が起こるというもので、これは大方の予想をはるかに上回るが、その牽引役はアメリカ経済である。ギリシャ危機が起こっても、アメリカ経済の3%を超える経済成長が損なわれると見る人は少ない。先週FRBは2010年の見通しをそれまでの2.8~3.5%のレンジから3.3~3.7%のレンジへと上方修正した。また、ギリシャ危機が起こったことによって、中国における人民元切り上げの圧力も弱まり、中国の経済成長は10%ペースで拡大して行くことも見えてきた。ユーロ圏の中でも、ドイツでは①ユーロ安が起こったこと、②投資資金がギリシャからドイツにシフトしドイツの金利が下がったこと、の二つによってむしろ、危機のプラスの影響も想定できる。今年の株価の動きを見ても、ドイツ株が堅調である。ユーロ圏の中でギリシャが沈んで、それにユーロが引っ張られるというシナリオだけではなく、ギリシャが沈む代わりにドイツが浮上してドイツの力強さがユーロ圏を引っ張るといった可能性もある。こう考えると、市場が捉われていたギリシャ発の金融危機から世界経済の底割れというシナリオは是正される可能性が大きい。震源地の欧州クレジット市場の安定は基本的に保たれており（図表5参照）、急落していたユーロも介入警戒感もあり下げ止まった。リスク回避から円高と株式市場の波乱が続いているが、それは余震のようなものだろう。事態は安定化に向かうと思われる。

図表 5-A： TED スプレッド
(3 か月 LIBOR-3 か月米国債金利)



図表 5-B： TED スプレッド
(3 か月 LIBOR-3 か月米国債金利)



図表6：IMF 経済見通し

実質GDP

	2009年 実績	(前年比、%)			
		2010年 IMF見通し (2010年4月)	2011年 IMF見通し (2010年4月)	IMF GDPウェイト (2008年)	IMF GDPウェイト (2009年)
米 国	▲ 2.4	3.1	2.6	20.8	20.5
E U	▲ 4.1	1.0	1.8	22.0	21.3
ユーロエリア	▲ 4.1	1.0	1.5	15.6	15.2
ドイツ	▲ 5.0	1.2	1.7	4.2	4.0
フランス	▲ 2.2	1.5	1.8	3.1	3.0
英国	▲ 4.9	1.3	2.5	3.2	3.1
NIEs	▲ 0.9	5.2	4.9	3.7	3.7
ASEAN	1.7	5.4	5.6	3.5	3.5
中 国	8.7	10.0	9.9	11.4	12.5
日 本	▲ 5.2	1.9	2.0	6.3	6.0
世 界 計	▲ 0.6	4.2	4.3	100.0	100.0

注：EUは27カ国ベース、NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポール、ASEANはタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、ベトナム。GDPウェイトは購買力平価換算に基づく。

出所：IMF World Economic Outlook, April 2010、武者リサーチ

著作権表示©2010 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。